

Обзор долгового рынка

С 1 по 17 марта 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

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 12

Основные события:

Основной причинной безостановочного падения treasuries с самого начала марта послужил рост уверенности в том, что ФРС продолжит поднимать базовую ставку до 5%, или даже выше. Опубликованные в отчеты свидетельствовали в пользу сохранения стабильно высоких темпов роста американской экономики. Доходности десятилетних treasuries с уровнем 4.63% годовых достигли 4.77% годовых.

Сокращение притока капитала в сектор Emerging markets привело к тому, что спрэд EMBI+ после установления минимумов на уровне 186 п. начал постепенно расти, достигнув к 8 марта отметки 203 б.п. на фоне фиксации прибыли, захлестнувшей рынок после того, как treasuries оказались выше ключевой отметки 4.75% годовых.

Российские облигации также подверглись существенной коррекции, это касается как внешних, так и внутренних долгов РФ. В первой половине марта российские еврооблигации испытали значительное снижение, упав с уровней 113% от номинала до 110% от номинала.

Прошлая неделя была отмечена восстановлением спроса к российским корпоративным облигациям, на фоне роста аппетита инвесторов к риску, и общему подъему долговых рынков после коррекции. К пятнице рост индекса RUX-Cbonds составил 0.1%, со 190,4242 п. до 190,6378 п.

Мировой долговой рынок

Первые дни марта ознаменовались значительным подъемом на emerging markets. Многие долги стран с развивающейся экономикой обновили свои максимумы на фоне стремления властей снизить долговую нагрузку. Среди них стоит выделить долги Бразилии, Венесуэлы и Колумбии. Также благоприятное влияние на рынок оказали и высокие цены на нефть, которые способствовали росту котировок еврооблигаций стран-экспортеров нефти. В то же время доходности по treasuries оставались на крайне непривлекательных уровнях.

Между тем, вышедшие в начале марта данные по США способствовали укреплению веры инвесторов в стабильный рост американской экономики, о чем свидетельствовали данные о пересмотре в сторону увеличения ВВП США за 4-й квартал 2005 г., рост доходов и расходов населения, равно как и увеличение производственных индексов. Благодаря этому и поддержке в виде высказываний ряда представителей ФРС, усматривающих в экономике некоторые сигналы к росту инфляции, вероятность повышения ставки ФРС до 5% выросла с 65% до 90%. На этом фоне ставки treasuries взлетели к 4.8% по десятилетним бондам.

Столь заметное падение стоимости базовых активов, равно как опасения в отношении того, что уровни учетных ставок будут повышены также в Европе и Японии, сказались в значительном снижении аппетита инвесторов к риску. Ситуация во многом напомнила октябрь прошлого года, когда на рынке emerging markets разыгралась масштабная фиксация прибыли. Недавние лидеры оказались объектом для продаж: «Россия-30» снизилась с 113% от номинала до 110%. Схожая ситуация наблюдалась и по другим евробондам: распродажам подверглись долги Бразилии, Турции и высокодоходные еврооблигации.

Вместе с тем, стабилизация в базовых активах, которая наблюдалась на прошлой неделе и небольшое восстановление treasuries, равно как и неясная ситуация с предельными уровнями базовой ставки в США, привели к росту интереса инвесторов к emerging markets. Капитал вновь стал перетекать в рисковый сектор, который опять обрел статус временной гавани для международного капитала.

US treasuries

Начало марта коренным образом изменило ситуацию на американском долговом рынке. Вероятность продолжения цикла повышения ставки, казавшаяся не так давно весьма туманной, резко возросла и теперь уже практически никто не сомневается в том, что ФРС продолжит жесткую денежную политику. На этом фоне доходности десятилетних treasuries выросли с 4.63% до 4.77%, а сама кривая доходности стала больше напоминать горизонтальную прямую.

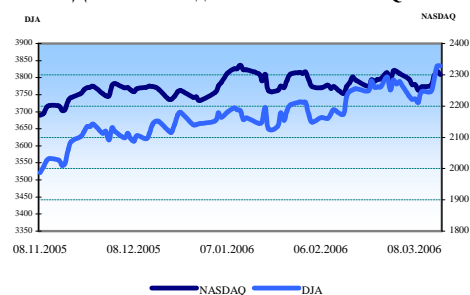
В настоящий момент вероятность повышения ставки в марте оценена рынком фьючерсов уже на 100%, а вероятность майского повышения оценивается сейчас в 94%. Прежде всего такому росту уверенности способствовали весьма уверенные данные по американской экономике, подтвердившие сохранение впечатляющих темпов роста. Согласно заявлениям главы ФРС Бернанке, а также ряда управляющих ФРС, ставка в США будет повышена в случае, если экономика страны будет развиваться темпами, превосходящими прогнозы. Статистика, вышедшая за последние две недели, позволяет сделать вывод о том, что экономический рост США в первом квартале будет солидным, а, следовательно, и ставка будет повышена. Более того, рост запасов и расходов населения, равно как и увеличение инфляционных показателей, также говорят в пользу дальнейшего проведения жесткой политики со стороны ФРС. Таким образом, есть очень большая вероятность того, что ставка достигнет в мае значения 5% и даже может быть повышена еще раз летом для окончательного закрепления успеха ФРС в борьбе с инфляцией.

Кроме того, не стоит забывать и того факта, что структурные проблемы американской экономики вынуждают США стимулировать приток денег в экономику, в частности в государственные долговые обязательства, которые слишком долго оставались на необоснованно высоких уровнях, что при тенденции к росту стоимости кредитов отпугивало многих потенциальных инвесторов. В марте ставки по индикативным treasuries выросли с 4.63% годовых до 4.77% годовых. Выбросив в феврале на рынок свыше 100 млрд.

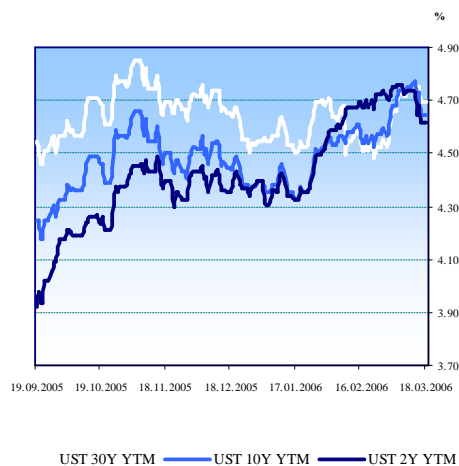
Динамика курса евро к доллару на FO REX



Динамика индексов DJI и NASDAQ



Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



долл. МинФин США в значительной степени подорвал спекулятивный спрос на treasuries, позволив доходностям пойти вверх на фоне преобладающего предложения treasuries на рынке, что отразилось в дальнейшем падении котировок бумаг до более приемлемых для инвесторов уровней, на которых уже сейчас отмечается заметная поддержка.

Падение treasuries было безостановочным с самого начала марта. После публикации 28 февраля пересмотренных в сторону увеличения данных по ВВП США (с 1.1% до 1.6%), treasuries начали свое отступление. Данные показали рост индекса РСЕ (Личного потребления), который вырос на 2.1% по сравнению с 1.4% месяцем ранее, что сыграло в пользу роста инфляционных опасений.

Опубликованные в дальнейшем отчеты также свидетельствовали в пользу сохранения стабильно высоких темпов роста американской экономики. В частности, статистика показала дальнейшее восстановление рынка труда и снижение первичных обращений за пособием по безработице, а также рост активности в производственном и сервисном секторах экономики. Индекс ISM manufacturing в США оказался выше прогнозов и в феврале вырос до 56.7 по сравнению с 54.8 в январе, а сервисный ISM также вырос до 60.1 п., превысив показатель за предыдущий месяц в 56.8 п. Кроме того, был зафиксирован ощутимый рост потребительского доверия. Индекс Университета Мичигана вырос до 86.7 пунктов, превысив предварительные оценки в 56.8 п.

На этом фоне первая неделя марта позволила доходностям десятилетних treasuries вырасти на 7 б.п. с 4.63% до 4.70% годовых.

События позапрошлой недели укрепили тенденции к снижению treasuries. Оптимистический настрой инвесторов в отношении данных по рынку труда продолжил давить на котировки treasuries. Однако и до выхода этого отчета ряд публикаций и комментариев денежных властей нанес несколько серьезных ударов по котировкам американского госдолга.

В начале недели рынок отреагировал продажами на заявление главы Федерального резервного банка Сент-Луиса Уильяма Пула о том, что экономика США находится в отличном состоянии, доходность десятилетнего выпуска US Treasuries взлетела до 4,8% годовых, что является максимальным показателем с июня 2004 года. Однако впоследствии скорректировалась до 4.73%, где оставалась практически до конца недели.

Дополнительное давление на котировки американского госдолга оказал также аукцион по размещению популярных среди инвесторов десятилетних обязательств на сумму \$8 млрд., который состоялся в четверг.

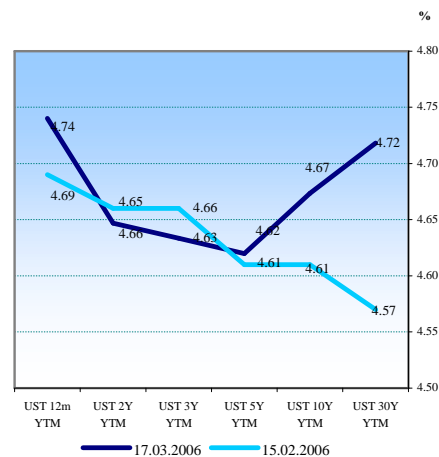
Данные торгового баланса не оказали влияния на рынок, несмотря на рост дефицита до рекордного уровня \$68,5 млрд., вопреки прогнозам лишь до \$66,5 млрд. Также без внимания остались и недельные данные по рынку труда США.

В пятницу вышел важный отчет по рынку труда – non-farm payrolls. Аналитики прогнозировали увеличение рабочих мест, однако отчет превысил даже самые оптимистичные прогнозы, показав увеличение на 243 тыс., что оказалось выше среднего прогноза аналитиков, ожидавших роста на 210 тыс. Вышедшие данные подогрели ожидания инвесторов, что Федеральная резервная система США поднимет размер базовой процентной ставки еще два раза до конца весны. На этом фоне доходности индикативных десятилетних облигаций выросли до 4.76% годовых.

Отсутствие важных экономических публикаций в начале прошлой недели и оптимизм заложенных выходом впечатляющего отчета по рынку труда вывел доходности десятилетних treasuries на новые рекордные уровни – 4.77% годовых. К середине недели снижение госдолга США было приостановлено выходом статистики по розничным продажам, а позднее, в четверг, разочаровывающими данными по инфляции и снижению активности в строительном секторе.

Так, в феврале основной показатель Retail Sales впервые за последние полгода неожиданно резко снизился на 1.3% после роста на 2.3% в предыдущем месяце. Согласно опубликованному индексу потребительской инфляции, его значение выросло в феврале всего на 0.1% против +0.7% месяцем ранее, что совпало с прогнозами аналитиков. В свою очередь, «ядро» CPI, исключая волатильные компоненты, такие как цены на продовольствие и энергоресурсы, увеличилось на 0.1% против +0.2% в январе, что оказалось чуть ниже прогнозов. Вышедшие отчеты по строительному сектору подтвердили опасения игроков относительно охлаждения рынка недвижимости, Building permits сократились до

Кривая доходности по US Treasuries



2.145 млн. г/г, в то время как Housing starts также снизились до 2.120 млн. г/г. Данные свидетельствовали о заметном снижении инфляционных опасений, и соответственно, позитивного настроения инвесторов в отношении продолжения цикла повышений ставки ФРС, что привело к восстановлению treasuries. Доходности десятилетних бумаг снизились с 4.72% годовых до 4.64% годовых к вечеру четверга, а в пятницу смогли слегка восстановиться – до 4.67% годовых. Стоит также отметить, с конца позапрошлой недели эффект инверсии в кривой доходности казначейских облигаций практически был исчерпан. Наблюдалось только превышение трехлетних ставок над десятилетними, а сама кривая приняла форму прямой, протянувшейся от уровней 4.61% (двухлетние облигации) до уровня 4.69% годовых для тридцатилетних облигаций.

В настоящий момент при том факте, что в марте ФРС повысит ставку до 4.75%, доходность десятилетних облигаций на уровне 4.75-4.77% являются достаточно привлекательными для инвесторов, тем более, что до сопроводительного заявления Бернанке гарантировать майское повышение базовой ставки на 100% нельзя. Также у доходностей казначейских бумаг будет еще шанс вырасти ближе к маю этого года.

В ближайшей перспективе доходности десятилетних бумаг вряд ли выйдут за пределы диапазона 4.65-4.75% годовых, при этом при подъеме к верхней границе диапазона спрос на treasuries будет заметно возрастать. Как видно, покупки на уровнях, близких к 4.75% годовых, инвесторы считают приемлемыми, видимо, ожидая, что до мартовского заседания ФРС на рынке будет вестись игра на повышение. В случае, если решение ФРС и последующие комментарии Бернанке оправдают надежды инвесторов, дальнейший рост доходностей treasuries продолжится, на этот раз к новому целевому ориентиру 5%.

Таким образом, ждать кардинальных изменений на рынке США пока не приходится. Ключевым событием для рынка остается предстоящее заседание Комиссии по открытым рынкам ФРС 29 марта 2006 г.

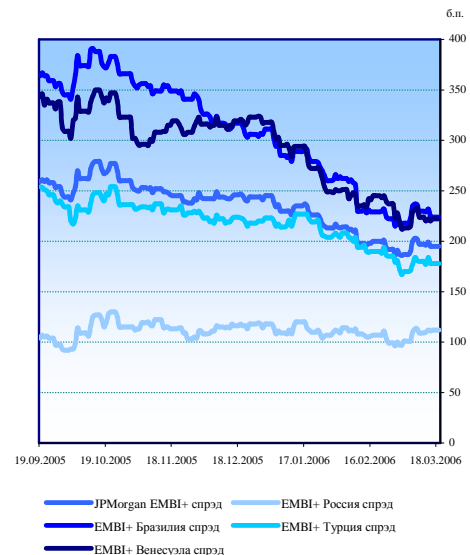
Выходящая статистика, в том числе и важные производственные отчеты, а также показатель потребительской инфляции, даже если они окажутся позитивными, вряд ли смогут дать опору для treasuries пробить уровень 4.80% годовых. В целом же, на рынке treasuries в ближайшее время должен сохраниться нисходящий тренд, обусловленный ожиданиями как минимум двух повышений базовой ставки в США. Скорее всего, доходности десятилетних treasuries будут колебаться в районе 4.65-4.75%, при этом с начала следующей недели возможна нисходящая коррекция по treasuries. В грядущем году основными лидерами строительного рынка станут региональные компании, о чем отчасти свидетельствуют весьма оптимистичные финансовые показатели за 2005 г.

Emerging markets

Emerging markets продолжили оставаться привлекательным активом для инвесторов в силу того, что аппетит инвесторов к риску остается на высоком уровне. Косвенно об этом свидетельствовал и рост американского фондового рынка. В первых числах марта Dow Jones удалось пройти отметку 11000 п., а вливания фондов в долги рискованного сектора по данным Emerging markets portfolio research в первые дни марта обновили рекорд за всю историю наблюдения. Между тем, падение treasuries и потеря интереса инвесторов к долговому сегменту в целом, привели к тому, что приток капитала заметно сократился, и достигший к тому моменту рекордных значений спрэд EMBI+ (186 п.) начал постепенно расти, достигнув к 8 марта отметки 203 б.п. В столь заметном снижении emerging markets была виновна фиксация прибыли, захлестнувшая рынок после того, как treasuries оказались выше ключевой отметки 4.75% годовых. После бурного роста, который на фоне рекордного притока капитала показали в начале года рынки развивающихся стран, фиксация прибыли была закономерной.

Вместе с тем, на позапрошлой неделе благодаря стабилизации на рынке американского госдолга, к инвесторам вернулся аппетит к риску, что привело к снижению спреда до 196 п. Стоит отметить, что рост облигаций emerging markets пришелся в основном на прошлую пятницу, когда вышли оптимистичные данные по рынку труда США. Таким образом, благодаря окрепшей уверенности участников рынка в повышении ставок в США, а,

Динамика спрэдов EMBI+



следовательно, в дальнейшем снижении котировок казначейских бумаг, emerging markets вновь стали использоваться в качестве активов, в которых можно переждать очередное снижение базовых активов.

Начало марта стало впечатляющим для emerging markets. При том, что доходности treasuries оставались на непривлекательных уровнях 4.6-4.65% годовых, целый ряд фундаментальных новостей заметно повысил интерес инвесторов к еврооблигациям стран с развивающейся экономикой. В первую очередь, знаковым стало повышение рейтинга Бразилии до ВВ с ВВ- агентством S&P, несмотря на предстоящие через 8 месяцев общенациональные выборы. Эксперты агентства обращают внимание на улучшение экономических показателей Бразилии, в частности, снижение долговой нагрузки. Внешний долг госсектора в 2006 году составит, по прогнозам, 25% от поступлений в страну, согласно данным платежного баланса, против 34% в 2005 году и 60% в 2004 году.

Также позитивными стали известия о грядущем займе Аргентины, которая не выходила на внешний рынок заимствования с 2001 г., что подогрело интерес инвесторов к долгам этой страны.

Кроме того, известия из Колумбии и Венесуэлы также стимулировали рост долгов этих стран и emerging markets в целом.

Так, правительство Колумбии заявило о намерении выкупить гособлигации, номинированные в долларах США и евро, на \$4,3 млрд. в период с 2006 по 2011 год, а Правительство Венесуэлы заявило о намерении произвести выплату в размере \$800 млн. по долговым обязательствам с опережением графика в текущем месяце.

Благодаря позитивному массиву данных, в первых числах марта цены евробондов Колумбии, Турции и Венесуэлы вновь достигли рекордно высоких уровней, а спрэд ЕМВІ+ упал со 191 п. до 186 п. к среде 2 марта, который, правда, после столь показательного роста к концу недели вырос до 187 п.

Однако следующая неделя внесла кардинальные коррективы в динамику рискованных активов. Опасения роста ставки ФРС до 5% и даже более, равно как и перспективы повышения ставок в Европе и Японии, ослабили интерес к рынку развивающихся стран, а существенное снижение treasuries, доходности которых подошли к уровню 4.8% на фоне заявления президента Сент-Луиского ФРБ Вильяма Пула, усилили падение в секторе долгов развивающихся стран. В результате спрэд ЕМВІ+ достиг максимального значения на позапрошлой неделе – 203 п. В лидерах падения оказались долги России и Турции, после того как днем ранее на волатильных торгах в США доходность десятилетних treasuries на время подошла к отметке 4.80% годовых. Снижение, впрочем, затронуло все развивающиеся рынки, в том числе и рынок акций, что говорит о резко упавшем аппетите игроков к риску. Например, в этот же день индекс РТС также упал на рекордные 5.7%.

В конце недели, несмотря на слабый понижительный тренд в treasuries, долги развивающихся стран начали рост. После ощутимой фиксации прибыли инвесторы вновь с оптимизмом рассматривали вложения в рискованный сектор, что отчасти связано с желанием ряда крупных игроков диверсифицировать вложения и сделать их менее зависимыми от доллара. Позитивной для рынка стала также и новость о том, что Центробанк Бразилии понизил в четверг базовую ставку на 0.75 процентного пункта до 16.5% годовых, минимального за последние полтора года уровня, чтобы оказать поддержку экономическому подъему в стране. Как следствие, несмотря на всплеск продаж в пятницу в секторе казначейских бумаг, которые распространились и на начало прошлой недели, спрэд ЕМВІ+ неумолимо сокращался, достигнув 196 п.

Во вторник на фоне новостей о падении розничных продаж в США treasuries заметно выросли, что привело к падению доходностей по десятилетним казначейским бумагам до 4.69% годовых, равно как и увеличило спрэд ЕМВІ+ до 199 п.

Однако рост интереса к долговому сектору emerging markets, сопровождаемый подъемом фондовых индексов, вернул капитал в рискованные активы, что сказалось в снижении индекса ЕМВІ+ к середине недели до 195 п. Восстановление котировок treasuries также способствовало росту рискованного сектора: при падении доходности treasuries с уровней 4.73% годовых до 4.64% годовых, спрэд ЕМВІ+ остался на прежнем уровне 195 п.



В настоящее время незначительный рост опасений в отношении продолжения цикла повышений базовой ставки оставляет уровни 4.80% годовых по десятилетним казначейским бумагам США привлекательными для инвесторов в краткосрочном периоде. Таким образом, при подходе доходностей treasuries к этому рубежу может наблюдаться отток средств из emerging markets. Вместе с тем рынки продолжают достаточно высоко оценивать вероятность майского повышения, что до заседания FOMC в конце марта будет оказывать заметное давление на котировки американского долга. В целом, emerging markets остаются привлекательными для инвесторов, поскольку ситуация со ставками ФРС все еще остается неопределенной. Недавнее снижение предоставляет сейчас неплохую возможность войти в бумаги на привлекательных уровнях, а восстановление treasuries говорит о росте интереса к долговому сектору, что благоприятно сказывается на стоимости еврооблигаций emerging markets.

В случае, если инфляционные данные по США, равно как и производительные индексы покажут рост, treasuries продолжат снижение к рубежу 5% годовых, а emerging markets продолжат аккумулировать капитал, поэтому в ближайшие месяцы вряд ли развивающиеся рынки будут ждать крупная коррекция.

Среди лидеров долгового сектора развивающихся рынков вновь оказались слабокоррелированные и наиболее доходные латиноамериканские бумаги - Аргентина и Эквадор. Наметившийся рост нефтяных цен сказывается в росте интереса к долгам Эквадора и Колумбии, тем более, что Merrill Lynch повысил оценку привлекательности последних. Назначение и.о. председателя ЦБ Турции, снизило нестабильность вокруг правительства Турции и повышает привлекательность бумаг, которые во время фиксации заметно снизились и сейчас выглядят весьма привлекательно.

Российские еврооблигации Государственные еврооблигации

В первой половине марта российские еврооблигации испытали значительное снижение, упав с уровней 113% от номинала до 110% от номинала. В целом, движение российского рынка, равно как и всех emerging markets, во многом напомнило осеннюю фиксацию прибыли, после которой вновь начался рост. Поэтому последние тенденции к восстановлению российского внешнего долга могут иметь хорошую среднесрочную поддержку.

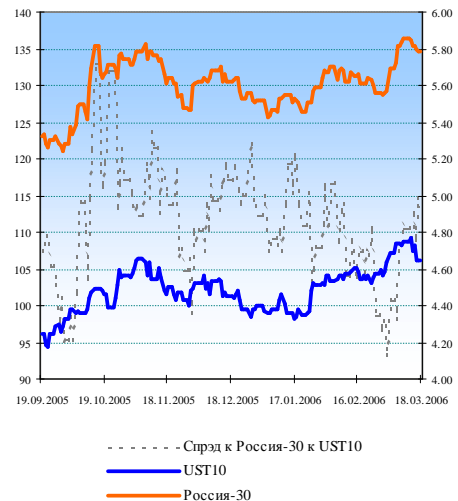
Динамика торгов российскими облигациями в первые дни марта носила позитивный характер на фоне стремления стран emerging markets снизить свою долговую нагрузку путем выкупа собственных еврооблигаций. В результате этого котировки «России-30» выросли до 113% от номинала при доходности 5.54%. Спрэд EMBI Russia составил к этому времени 96 б.п.

На фоне усилившегося на позапрошлой неделе падения treasuries, российские еврооблигации с погашением в 2030 г. резко упали до 110.75% к среде, 8 марта. Фиксация прибыли продолжилась и в конце недели котировки «России-30» подошли к отметке 110% от номинала при доходности 5.9% годовых. Спрэд к американским десятилетним облигациям достиг на тот момент 110 б.п. Между тем ситуация на долговых рынках стран с развивающейся экономикой продолжила ухудшаться - продажи рискованных активов усилились на растущих ожиданиях повышения ставок в США, Европе и Японии. При этом все большее число аналитиков сходились во мнении, что Федеральная резервная система США увеличит базовую процентную ставку, по меньшей мере, еще три раза в 2006 году. Негативная тенденция в российском секторе emerging markets была также усугублена снижением мировых цен на нефть, что также повлекло за собой фиксацию и по ряду бумаг других стран-экспортеров нефти, таких как Колумбия и Венесуэла.

С началом новой недели тенденция к росту цен на товарных рынках и, в частности, рост цен на «черное золото», равно как и резкое падение treasuries после выхода оптимистичного отчета по рынку труда, стимулировали продажи treasuries в пользу рискованного сегмента. В силу большой корреляции с treasuries российские бумаги, как и осенью, достаточно много потеряли и не смогли отвоевать потерянные уровни, остановившись у отметки 110.34% от номинала при доходности 5.85%.

По ходу прошлой недели котировки российского внешнего долга медленно

UST10YTM и Россия-30



росли, что приблизило их к отметке 110,60% от номинала. Однако восстановление treasuries на фоне падения розничных продаж и снижения вероятности майского повышения базовой ставки ФРС, увеличило разрыв между «Россией-30» и десятилетними treasuries до 112 п. ко вторнику, однако продолжающееся восстановление на emerging markets позволило российским еврооблигациям на этой неделе. Учитывая то, что Россия и Турция, также как и осенью прошлого года, понесли наибольшие потери, они сохраняют значительный потенциал к росту, даже, несмотря на их корреляцию с американским долговым рынком.

Слишком существенное снижение российского долга и сохраняющийся позитив в отношении emerging markets и России в частности, равно как и рост цен на нефть, дает неплохой шанс для роста российским еврооблигациям на этой неделе. Учитывая то, что Россия и Турция, также как и осенью прошлого года, понесли наибольшие потери, они сохраняют значительный потенциал к росту, даже, несмотря на их корреляцию с американским долговым рынком.

В настоящий момент факторы, оказывающие влияние на рынок, весьма схожи с теми, что наблюдались в октябре прошлого года. Многие ожидают еще одного-двух повышений базовой ставки, доходности treasuries остаются ниже ожидаемого уровня ставки в 5% годовых и, по всей видимости, продолжают снижение. Бесперспективность вложений в treasuries на ближайшие два месяца сохраняется, и это делает долги emerging markets выгодным активом для среднесрочных вложений. Российский внешний долг характеризуется как весьма перспективный и в то же время стабильный актив. Между тем, его текущие уровни вполне привлекательны, особенно учитывая возможный рост еврооблигаций к значениям февраля в среднесрочной перспективе.

Что касается ближайших дней, то скорее всего российский долг может вырасти, при этом его котировки, вероятнее всего, приблизятся к 111% номинала, а спрэд EMBI продолжит сокращаться и вернется к значениям ниже 110 б.п. Одними из ключевых индикаторов для российского долгового рынка останутся индексы американских фондовых рынков, которые являются своего рода барометрами аппетита инвесторов к риску.

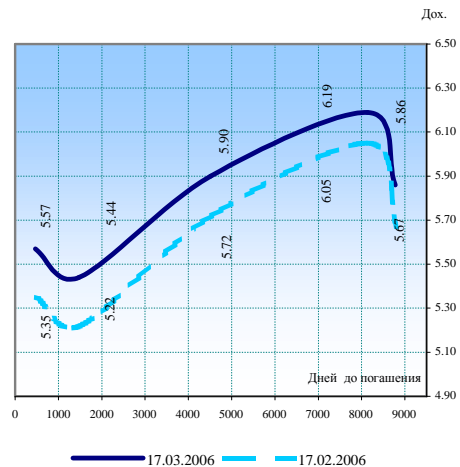
Корпоративные еврооблигации

Динамику торгов в секторе корпоративного внешнего долга в первые дни марта определил иностранный капитал. Как и следовало ожидать, основным спросом пользовались длинные бумаги квази-эмитентов, таких как еврооблигации Газпрома и ВТБ. Однако захватившая emerging markets в начале марта коррекция привела к продолжительному снижению котировок в секторе внешнего корпоративного долга, при этом падал весь рынок, и на протяжении позапрошлой недели ни одной из бумаг не удалось закрыться в плюсе. Негативная тенденция в секторе корпоративного долга была разыгравшейся на рынке фиксации прибыли по эмитентам, по всей видимости, инициированной зарубежными инвесторами. Как следствие, индекс RTC потерял 5.7% только за день 7 марта, а «Газпром-34» потерял в тот день 2.34%.

Несмотря на весьма негативные тенденции позапрошлой недели, начало прошлой недели и возвращение иностранного капитала в российские активы дало стимул для подъема корпоративных еврооблигаций. Рост начался с длинных бумаг «Газпрома», затем к нему подключились телекомы и банки. Однако, как и в секторе суверенного долга России повышение было незначительным. Так, несмотря на рост в последние дни, «Газпром-34» потерял по сравнению с 7 марта 1,76%, «Банк Москвы» - 1.07%, а «Норникель» - 0.90%. Однако последние тенденции подсказывают, что рост российского корпоративного долга продолжается и на фоне возросшей неопределенности со ставками в США, приток иностранного капитала будет продолжать оказывать ему поддержку. Однако, по-прежнему, спросом будут пользоваться наиболее качественные долги, такие как «Газпром» и «ВТБ». Также рост могут продолжить банки и телекомы.

С начала марта вышло достаточно много новостей от рейтинговых агентств, которые, в частности, поспособствовали подъему котировок ряда еврооблигаций. Положительный эффект на восстановление долгов банков оказала высокая оценка предварительных рейтингов еврооблигаций банка "Русский стандарт", которые он планирует продать на вторичном рынке в рамках программы секьюритизации портфеля потребительских кредитов,

Кривая доходности по российским еврооблигациям



Лидеры-оутсайдеры с 07.03 по 16.03

Лидеры	
Вимм-Билль-Данн	0.04%
Алроса-08	0.03%
Русский стандарт	0.01%
Оутсайдеры	
Банк Москвы	-1.07%
Внешторгбанк	-1.41%
Газпром-34	-1.76%



которую провело агентство Standard and Poor's. Общий объем секьюритизированных ценных бумаг составляет, по оценкам Европейского банка реконструкции и развития и Международной финансовой корпорации, 300 млн. евро. Нотам класса "A-1" на сумму 228,3 млн. евро присвоен предварительный рейтинг "BBB", нотам класса "A-2" на 39,3 млн. евро и нотам класса "B" на 32,4 млн. евро - рейтинг "BB-".

Подъему еврооблигаций «Вымпелкома» способствовало повышение агентством Moody's прогноза рейтинга компании на «позитивный», а также повышение рейтингов выпускам еврооблигаций компании, до "Ba3" с "B1". Одновременно основной корпоративный рейтинг остался на прежнем уровне - "Ba3". Изменение прогноза отражает продолжающийся уверенный рост финансовых показателей и хорошие операционные результаты, а также лидирующие позиции компании, которая является вторым по величине оператором мобильной связи в России и Казахстане, сохранение большой рыночной доли в условиях рыночной конкуренции.

Из новостей первичного рынка стоит выделить сообщение ОАО "Научно-производственная корпорация "Иркут" (ПТС: IRKT) о начале 20 марта road - show трехлетних кредитных нот (CLN) на \$100 млн. Road - show пройдет в Лондоне, Сингапуре и Гонконге.

Также стало известно о назначении «Альфа-банком» банков Dresdner Kleiner Wasserstein и Merrill Lynch организаторами дебютного выпуска евробондов, обеспеченных поступлениями будущих периодов. Эмитентом евробондов будет SPV Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S.A., гарантом выступает ABN Financial Limited ("материнская" структура Альфа-банка). Евробонды будут выпускаться по правилу 144A / RegS. Road - show планируется начать в ближайшее время.

Кроме того, стало известно о планах «Сбербанка России» (ПТС: SBER) выпустить евробонды объемом не менее \$500 млн. в рамках готовящейся программы euro medium term notes (EMTN) объемом порядка \$10 млрд.

Российские рублевые облигации ГКО-ОФЗ-ОБР

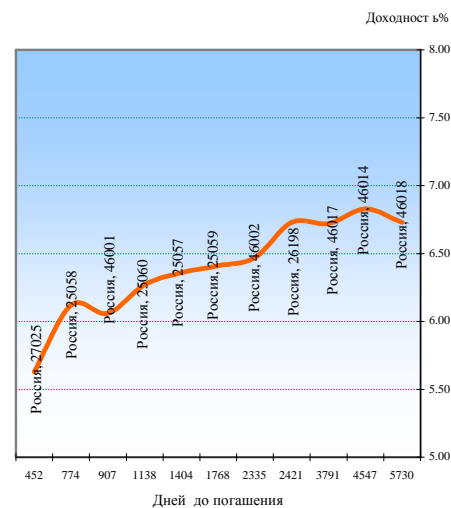
Цены большинства выпусков рублевых гособлигаций России на позапрошлой неделе снизились на фоне общего падения мировых долговых рынков, даже, несмотря на восстановление рублевой ликвидности и относительно низкие процентные ставки на МБК. Средневзвешенная доходность ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД выросла за неделю на 10 базисных пунктов до 6,66% годовых.

Основной причиной недельного падения рынка стало глобальное ухудшение ситуации на мировых долговых рынках на фоне роста уверенности инвесторов в повышении базовых процентных ставок во многих ключевых для мировой экономики регионах (США, Европе, Японии), что побудило многих инвесторов начать вывод средств из развивающихся рынков, в том числе и России, что и вызвало резкое снижение стоимости валютных госбумаг.

В эту глобальную тенденцию был втянут и рынок рублевых гособлигаций, который не смог удержаться от падения даже в условиях высокой рублевой ликвидности банковского сектора и низких процентных ставок на рынке МБК. Между тем массового оттока средств из рынка не произошло, о чем говорят средние для рынка объемы торгов, что объяснимо: основные держатели госбумаг – крупные российские финансовые структуры с госучастием, которые предпочитают держать ОФЗ до погашения. Снижение цен шло, скорее, по инерции для того, чтобы подстроиться под новый уровень процентных ставок.

Высокий уровень рублевой ликвидности, равно как слабый рост внешнего долга России, позволили рублевому госдолгу начать восстанавливать свои позиции на прошлой неделе. После незначительного роста во вторник, спрос на государственные рублевые облигации усилился в результате выплаты в среду Министерством финансов РФ 6 млрд. 395,54 млн. рублей в счет погашения

Кривая доходности ГКО-ОФЗ



купонов шести серий облигаций федерального займа.

В результате, эти дополнительные средства обусловили хороший спрос на аукционе по размещению (ОФЗ-АД) 46018 с погашением в 2021 году, который почти в 2 раза превысил предложение и составил 19 млрд. 771,475 млн. рублей. Однако МинФин удовлетворил чуть больше трети заявок, посчитав уровни доходности, предложенные рынком, завышенными. Выручка на аукционе была равна 7 млрд. 640,311 млн. рублей. Средневзвешенная цена облигаций на состоявшемся в среду аукционе составила 110,1612% от номинала, что соответствует доходности 6,9% годовых.

Вместе с тем четкой динамики на рынке не прослеживалось. Отчасти этому способствовали высказывания главы ЦБ РФ Игнатъева, который указал возможность повышения Банком России норм обязательного резервирования для банков в случае высокой инфляции. Это вызвало опасения относительно снижения уровня ликвидности на рынке, а как следствие слабый интерес инвесторов к низкодоходным ОФЗ.

В конце недели наблюдался рост котировок, связанный с восстановлением российского внешнего долга, ростом курса рубля к доллару и высоким уровнем рублевой ликвидности.

Также в четверг ЦБ РФ провел два аукциона по продаже облигаций федерального займа двух серий из собственного портфеля: ОФЗ-АД серии 46019 (с погашением в 2019 году) и ОФЗ-АД серии 46011 (с погашением в 2025 году).

ОФЗ выпуска 46019 было продано на общую сумму 3 млрд. 727,910 млн. рублей по номиналу, спрос составил 6 млрд. 985,634 млн. рублей по номиналу при объеме предложения 7 млрд. рублей. Цена отсечения была установлена на уровне 54,7680% от номинала, что соответствует доходности 6,99% годовых.

ОФЗ 46011 были менее популярными, объем их продаж составил 935,924 млн. рублей по номиналу при спросе 2 млрд. 030,874 млн. рублей по номиналу и объеме предложения 5 млрд. рублей по номиналу. Цена отсечения была установлена на уровне 78,2788% от номинала, что соответствует доходности 7,07% годовых. Средневзвешенная цена ОФЗ 46011 года составила 78,5367% от номинала.

На конец дня четверга средневзвешенная доходность рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД составила 6,61% годовых.

Стоит отметить одну интересную новость, вышедшую на прошлой неделе, - о возможном запуске фьючерса на госбумаги на РТС. Торговая система, заметно проигрывая в оборотах ММВБ, обоснованно ищет новые пути развития, и срочный рынок является одним из таких направлений. Торговля фьючерсами на конкретные выпуски ОФЗ начнется в апреле. Минфин и ЦБ сейчас проводят политику по выпуску эталонных гособлигаций, поэтому, по мнению представителей РТС, фьючерсы на них будут пользоваться спросом.

В целом, при сохраняющейся на высоком уровне рублевой ликвидности и росте суверенных еврооблигаций России позитивные настроения на рынке ОФЗ будут преобладающими. К середине следующей недели возможно падение интереса к рублевому долгу на фоне начала периода налоговых платежей. Предстоящие на следующей неделе размещения в корпоративном сегменте на 10 млрд. руб. могут также содействовать снижению активности в секторе госдолга России.

Из позитивных факторов стоит выделить сохраняющуюся тенденцию к укреплению рубля, которая продолжает поддерживать рост котировок ОФЗ, и, принимая во внимание возможное продолжение данной тенденции, стоит ожидать дальнейшего подъема в секторе рублевого долга.



Субфедеральные и муниципальные облигации

В первой половине отчетной недели в секторе субфедерального долга, как и среди корпоративных облигаций, активность продаж возросла, чему способствовало общее снижение на долговом рынке. Сделки были сосредоточены в «бенчмарках» муниципального рынка – «МГор-39, -44» (-0,25-0,3%), а также в облигациях «МосОбласти» (-0,35-0,40). Однако к концу недели активность здесь заметно сократилась, изменение котировок носило индикативный характер. Остальные сектора субфедерального рынка оставались низколиквидными в течение всей недели.

С началом прошлой недели восстановление интереса к российским долгам вновь вернуло спрос в наиболее ликвидные и индикативные бумаги субфедерального сектора, который при текущей рыночной конъюнктуре, видимо, сохранится в ближайшие дни.

Корпоративные облигации

Цены большинства бумаг корпоративного рынка на позапрошлой неделе заметно упали на фоне глобальной тенденции к снижению долговых инструментов. Индекс полной доходности RUXCbonds за период с 6 по 10 марта снизился на 0,03% и составил 190,32 пункта, а ценовой индекс RUXCbonds-P - на 0,2% до 113,34 пункта. На фоне падения интереса со стороны иностранных инвесторов к риску котировки корпоративных облигаций снижались, особенно заметно подешевели бумаги "голубых фишек".

Активность вторичного рынка корпоративных бумаг за период с 6 по 10 марта находилась на низком уровне. Совокупный объем сделок, совершенных за этот период, снизился почти в 2 раза по сравнению с показателем предыдущей недели - до 14,456 млрд. рублей.

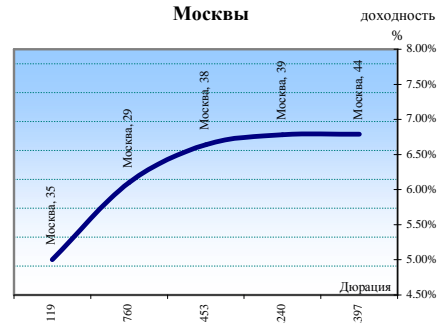
Активность первичного рынка рублевых долговых инструментов на ФБ ММВБ с 6 по 10 марта находилась на невысоком уровне. Объем размещения составил 3,7 млрд. рублей.

В понедельник на первичном рынке был предложен облигационный заем АО "Кондитерско-булочный комбинат "Черемушки" (Москва). Облигации дебютного выпуска объемом эмиссии 700 млн. рублей были полностью размещены в день начала размещения. Ставка 1-го купона облигаций КБК "Черемушки" была определена в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ на уровне 11,3% годовых. Доходность облигаций к годовой оферте, соответствующая ставке 1-го купона, составила 11,62% годовых. Облигации КБК "Черемушки" имеют 6 купонов, которые выплачиваются дважды в год. Ставка второго купона приравнена к величине первого. Остальные купоны будут определены эмитентом позже. Организатором выпуска является «Русский банк развития». Поручителем по займу выступает ООО "Роткер".

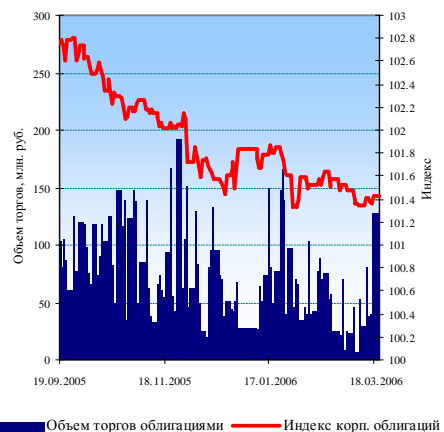
ООО "Куйбышевзот-инвест" 10 марта разместило облигации 2-й серии на 2 млрд. рублей. Ставка 1-го купона облигаций была установлена в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ на уровне 8,8% годовых. Такой уровень процентной ставки соответствует доходности к погашению на уровне 8,99% годовых. Банк "Зенит" (РТС: ZENT), который является организатором и андеррайтером данного выпуска, прогнозировал доходность облигаций компании в диапазоне 8,9-9,1% годовых. Срок обращения бумаг – 5 лет, дата погашения облигационного займа - 4 марта 2011 года. Купоны выплачиваются дважды в год. Ставки со 2-го по 10-й купон приравнены к величине первого.

ООО "Талосто-Финанс" (Санкт-Петербург, дочерняя структура ЗАО "Талосто") также 10 марта разместило дебютный выпуск облигаций объемом 1 млрд. рублей. Ставка 1-го купона облигаций в ходе аукциона была определена в размере 10% годовых. Доходность облигаций к 1,5-годовой оферте составила

Кривая доходности облигаций
Москвы



Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



10,25% годовых. Облигации "Талосто-Финанс" имеют 6 полугодовых купонов. Ставки второго и третьего купонов приравнены к величине первого. Остальные купоны будут определены эмитентом позже. Соандеррайтеры – «Газпромбанк», ФК "Мегастрой", банк "Союз", банк "Зенит", «Собакадембанк».

Прошлая неделя была отмечена восстановлением спроса к российским корпоративным облигациям, на фоне роста аппетита инвесторов к риску, и общему подъему долговых рынков после коррекции. К пятнице рост индекса RUX-Cbonds составил 0.1%, со 190,4242 п. до 190,6378 п.

На фоне слабого роста котировок в начале недели отметились облигации «Татнефти» и бумаги «Газпрома», которые выросли благодаря тенденции к росту цен на нефть на мировом рынке.

В середине недели рост в корпоративном секторе сохранился. Популярностью продолжили пользоваться долги «Газпрома». В целом же, котировки корпоративных облигаций колебались в рамках бокового тренда. С одной стороны, заметную поддержку рынку продолжал оказывать высокий объем свободных денежных средств в экономике. С другой стороны, неопределенная ситуация на рынке российских евробондов не способствовала покупкам рублевых долговых инструментов. В лидерах по обороту помимо бумаг «Газпрома», вышли облигации «ФСК». «Татнефть», прибавившая в начале недели, заметно снизилась.

В конце недели повышательная динамика в секторе внешнего долга России и рост рубля оказали поддержку рынку, который продолжил расти, несмотря на давление со стороны первичного рынка, на котором размещались облигации ОАО "Макси-групп", а кроме того, ОФЗ-АД 46019 на 7 млрд. рублей по номиналу и ОФЗ-АД 46011 на 5 млрд. рублей по номиналу.

На первичном рынке объем объявленных размещений на прошлой неделе составил 4,6 млрд. рублей.

Во вторник, 14 марта, ООО "ЮТэйр -Финанс" (РТС: ТМАТ) разместило облигаций 2-й серии объемом 1 млрд. рублей. Ставка 1-го купона облигаций "ЮТэйр-Финанс" была определена на уровне 10,4% годовых. Доходность к годовой оферте, соответствующая ставке 1-го купона, составила, таким образом, 10,81% годовых.

В четверг 16 марта состоялось размещение дебютных облигаций ОАО "Макси-групп" объемом 3 млрд. рублей. Ставка 1-го купона в ходе аукциона по размещению на ФБ ММВБ была установлена на уровне 11,25% годовых. Доходность долговых обязательств к 1,5-годовой оферте, соответствующая ставке 1-го купона, составила 11,57% годовых.

В ближайшие дни рост корпоративного сегмента российского долга продолжится благодаря воздействию благоприятных внешних факторов, неплохой ситуации с рублевой ликвидностью, объем которой превышает 500 млрд. руб. Некоторое давление на котировки долгов могут оказать налоговые выплаты и уменьшение рублевого предложения, однако при низком объеме первичных размещений это не должно существенно помешать восстановлению рублевого долга.



Предстоящие размещения:

Сектор рынка	Облигация, выпуск	Номер регистрации	Начало размещения	Дата погашения	Номинал	Объем эмиссии
Корп	Главмосстрой-Финанс-2-об	4-02-36057-R	23.03.2006	17.03.2011	1000 RUB	4 000 000 000.00
Корп	Дикси-Финанс-1-об	4-01-36126-R	23.03.2006	17.03.2011	1000 RUB	3 000 000 000.00
Корп	Интегра Финанс-1-об	4-01-36130-R	24.03.2006	20.03.2009	1000 RUB	2 000 000 000.00
Корп	МоторостройФинанс-1-об	4-01-36122-R	23.03.2006	19.03.2009	1000 RUB	800 000 000.00
Корп	Питер-Лада Финанс-1-об	4-01-36132-R	23.03.2006	19.03.2009	1000 RUB	200 000 000.00
Корп	Уралсвязьинформ-111-об	4-10-00175-A	21.03.2006	13.03.2012	1000 RUB	3 000 000 000.00

Источник: www.rusbonds.ru

Аналитический отдел ИФК «Алемар» Василий Конузин

тел. (495) 411-66-55

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