



ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

30.01.2006 – 08.02.2006

Февраль 2005

Основные события января:

- ФРС поднял базовую ставку на 0.25% до 4.5%, вместе с тем смягчение тона сопроводительного заявления только увеличило неопределенность на финансовом рынке...
- ЕЦБ оставил ставку на уровне 2.25%, а исходя из тона заявления Трише, вероятность мартовского повышения снизилась ...
- Отчет по рынку труда свидетельствует о росте новых рабочих мест: 193,000 против 140,000 в декабре, также отчет показал рост среднего показателя почасовой оплаты труда на 0.4%, вместо ожидавшихся +0.3%
- Доходности десятилетних US treasuries выросли после заседания FOMC с 4.33% до 4,56% годовых...
- В феврале ожидается, что МинФин США разместит treasuries на сумму свыше \$117 млрд., тем не менее, спрос на казначейские бумаги остается слабым ...
- Неопределенность на рынке базовых активов привела к тому, что спросом пользовались в основном высокодоходные активы emerging markets, - спрэд EMBI+ сократился до исторического минимума 210 п...
- Спрэд российских еврооблигаций с погашением в 2030 г. к десятилетним treasuries на прошлой неделе остался в диапазоне 111-112 п. ...
- Повышение рейтинга Росбанка способствовало подъему внешнего долга банков категории «В»...
- Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал шестой выпуск облигаций «РЖД»,
- Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Импэксбанк-3»

Содержание:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

РЫНОК США 3

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 7

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 7

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 8

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 9

ГКО-ОФЗ-ОБР 9

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ 10

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 10

РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ 11

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 11



ИФК «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55

Мировой долговой рынок

Ключевыми событиями для рынка долговых инструментов стали заседания Центробанков США и Европы, которые состоялись, соответственно, во вторник, 31 января, и четверг, 2 февраля.

Несмотря на то, что сопроводительное заявление ФРС по итогам заседания Комиссии по открытым рынкам (FOMC) несколько изменилось и стало мягче, оно отнюдь не свидетельствовало о завершении цикла повышений базовой ставки. В совокупности с выходящими экономическими новостями по США, комментарий ФРС наоборот существенно повысил шансы того, что в марте Федеральное резерв увеличит базовую ставку до 4.75%. В настоящий момент рынок оценивает вероятность этого события уже в 90%, а вероятность повышения ставки в мае до 5% - в 60%.

В свою очередь, комментарии главы ЕЦБ Жана-Клода Трише разочаровали рынок своей мягкостью и отсутствием явных признаков того, что европейские власти пойдут на ужесточение своей денежной политики и поднимут ставку ЕЦБ до 2.5% в марте этого года.

Таким образом, опасения в отношении того, что дифференциал между ставками в США и Европе сократится, заметно ослабли. Однако это лишь на время вернуло незначительный интерес к рынку казначейских обязательств, и с началом новой недели ставки treasuries вновь пошли вверх.

Как и следовало ожидать, в преддверии заседания, равно как и после него, нисходящий ценовой тренд на рынке treasuries сохранился, поскольку при текущих условиях, когда ставка может повыситься в марте до 4.75%, доходности индикативных десятилетних treasuries на уровне 4.5% годовых выглядят неоправданно низкими.

Другим немаловажным фактором стало большое количество предстоящих размещений казначейских облигаций, которое существенно давит на котировки бумаг. Как стало известно, МинФин США выпустит на рынок бумаг на сумму до 117 млрд. долл., объем, которым вполне можно удовлетворить ослабевший спрос на казначейские бумаги, при этом не провоцируя

существенного роста длинного конца кривой доходности.

Таким образом, в ближайшее время неопределенность на рынке сохранится, поэтому во многом динамика торгов будет обуславливаться спекулятивными настроениями, тогда как крупные инвесторы предпочтут пока оставаться в тени, и такая ситуация, скорее всего, продлится до конца февраля-начала марта. Выведенный из treasuries капитал продолжает постепенно оседать в бумагах emerging markets, однако, в целом, акцент на прошлой неделе был сделан в пользу высокодоходного сектора еврооблигаций и акций.

До тех пор, пока ставки по индикативным десятилетним treasuries находятся в пределах 4.5-4.65% годовых, приток денег в emerging markets продолжится. Однако стоит заметить, что последние тенденции на рынке говорят о снижении интереса инвесторов к рисковому активу, о чем свидетельствуют не очень удачные результаты прошедших недавно размещений бразильских еврооблигаций, поэтому на фоне падающих treasuries вряд ли произойдет существенный подъем emerging markets. Вместе с тем, по достижении казначейскими бумагами отметки в 4,65% годовых, на рынок вполне может вернуться спрос, который спровоцирует существенный отток капитала из рискованного сегмента, что в итоге приведет к значительной коррекции еврооблигаций развивающихся стран.

В принципе, текущая политика денежных властей выглядит недвусмысленно. В Америке за счет высоких цен на энергоресурсы увеличиваются объемы импорта, что, в итоге, приводит к утечке капитала из страны, и денежные власти США пытаются всеми силами вернуть его обратно в американскую экономику, в том числе на рынок treasuries. В последнем случае США необходимо, чтобы их госдолг стал более привлекательным, таким образом, не исключено, что МинФин и ФРС искусственно завышают ставки treasuries, в том числе и за счет жесткой денежной политики.



РЫНОК США

В преддверии заседания ФРС рынок treasuries падал, отыгрывая ожидаемое повышение базовой ставки до 4.5% годовых. Спекуляции на тему продолжения жесткой денежной политики ФРС в совокупности с большим объемом размещений казначейских бумаг в феврале этого года способствовали существенному падению спроса на казначейские бумаги, что показали аукционы, проведенные МинФином США в конце прошлого года.

Одним из главных факторов, поддержавших рост настроений в пользу повышения базовой ставки, стали статданные по экономике США, свидетельствующие о восстановлении рынка труда и возможном превышении прогнозных значений роста ВВП в первом квартале текущего года, что было дополнительно подкреплено ростом заказов и запасов в экономике, а, кроме того, улучшением потребительского доверия. Кроме того, как показали отчеты прошлой недели, производственный и сервисный индексы ISM зафиксировали рост инфляционных составляющих, а отчет по рынку труда показал рост почасовой оплаты труда, факторы, которые могут однозначно свидетельствовать в пользу продолжения цикла повышений ставки в США. Также стоит отметить и тот факт, что Бен Бернанке, новый глава ФРС, скорее всего, продолжит денежную политику своего предшественника - Алана Гринспена, и постарается зарекомендовать себя как последовательного борца с инфляцией и блюстителя экономической стабильности в стране.

Наиболее важным событием для рынка treasuries, как уже отмечалось, стало заседание ФРС, состоявшееся 31 января, на котором было принято ожидаемое решение о повышении уровня базовой ставки США до 4.5% годовых. Между тем, основной интерес для инвесторов представляло сопроводительное заявление Гринспена, которое могло бы привести ясность в отношении дальнейшей политики ФРС. Между тем, тон заявления, несмотря на то, что он стал мягче, все же остался довольно жестким. Таким образом, ФРС предоставил себе полную свободу действий на мартовском заседании.

Если более подробно рассматривать текст заявления ФРС, то стоит отметить, что впервые с лета 2003 года из текста заявления было исключено обещание повышать стоимость кредитов "размеренными темпами". В то же время, Федеральный резерв не исключает, что "может потребоваться некоторое дополнительное ужесточение политики" для снижения инфляционных рисков. Из заявления следует, что ФРС не очень озабочена резким замедлением темпов роста экономики в конце прошлого года, поскольку выходящие данные свидетельствуют о том, что первый квартал может оказаться для нее куда более удачным. Вместе с тем, у денежных властей существуют

сомнения в отношении инфляции, которая может усилиться за счет высоких цен на энергоносители.

Стоит отметить, что неопределенность в отношении ставок была только усилена тоном заявления ФРС. Как следствие, наблюдались продажи на коротком конце кривой доходности treasuries, что привело к падению доходности двухлетних облигаций во вторник, 31 января, до 4.52% годовых с уровней 4.511% днем ранее. Закрывание коротких позиций по длинным treasuries, наоборот, способствовало незначительному снижению доходности, как следствие, ставки по десятилетним казначейским бумагам снизились с 4.534% годовых до 4.517% годовых.

На следующий день, в среду, выход индекса производственного ISM только усилил нисходящее движение на рынке treasuries. Отчет показал некоторое замедление индекса, тем не менее, показатель остается на достаточно высоком уровне и говорит о сохранении солидных темпов роста производственного сектора американской экономики. Индекс производственной активности ISM снизился в январе до 54.8 пункта с 55.6 в декабре 2005 года. Аналитики, опрошенные агентством Reuters, прогнозировали индекс на уровне 55.4 пункта. Индекс выше 50 пунктов означает рост активности в секторе. Индекс новых заказов снизился в январе до 58.0 пункта с 59.1 пункта в декабре. Индекс цен вырос до 65.0 пункта с 63.0 пункта. Индекс занятости снизился до 51.3 пункта с 53.6 пункта.

В результате, в среду доходности по десятилетним бумагам выросли до 4.56% годовых, что стало максимальным значением за последние два месяца.

В четверг опасения сильного экономического роста и возможность повышения базовой ставки Федеральной резервной системой США, как минимум, еще один раз привели к тому, что доходности казначейских бумаг остались на максимальных уровнях.

Между тем, экономические данные, вышедшие в тот день, только усилили инфляционные настроения в преддверии выхода важного отчета по рынку труда в пятницу. В частности, число заявок на пособие по безработице в США на позапрошлой неделе неожиданно снизилось на 11 тыс. до 273 тыс., также стало известно о том, что производительность труда в США в четвертом квартале неожиданно снизилась. Падение составило 6%, при том, что аналитики не прогнозировали изменения показателя. В то же время стоимость рабочей силы в четвертом квартале выросла на 3,5%, что совпало с ожиданиями экспертов. Последняя новость оказалась достаточно нейтральной, поскольку остающиеся острыми опасения в отношении темпов роста экономики США, а, следовательно, завершения цикла повышений базовой ставки, были перечеркнуты ростом стоимости рабочей силы, которая может привести к эскалации инфляции в стране.

Также немаловажным событием для рынка базовых активов в четверг стало заседание ЕЦБ, на котором, как и ожидалось, ставка была оставлена на прежнем



уровне, однако тон заявления главы ЕЦБ Жана Клода Трише показался инвесторам более мягким, чем он мог быть, в особенности учитывая тот факт, что экономика в Европе в последние месяцы открыто сигнализирует о своем восстановлении. На этом фоне спекуляции на тему сужения дифференциала между ставками в США и Европе заметно ослабели, что в итоге привело к возвращению спроса на американские долги, особенно в длинный конец кривой доходности.

При этом инверсия кривой доходности, вновь появившаяся на рынке treasuries во вторник после заседания ФРС, усилилась за счет активных продаж на коротком конце кривой. Доходность двухлетних бумаг выросла до 4.584% годовых, а десятилетних еврооблигаций несколько снизилась – до 4.56% годовых. Инверсионность кривой доходности свидетельствует о значительных ожиданиях подъема базовой ставки.

Максимальные за два месяца уровни treasuries в конце недели способствовали росту спроса на эти бумаги, как следствие, доходность по ним отступила. По десятилетним бумагам, в частности, она снизилась до 4.53% годовых. При этом инверсия кривой доходности усилилась в еще большей степени, и разница между ставками двухлетних и десятилетних облигаций составила -5 б.п.

Положительная динамика на длинном конце кривой была нарушена выходом данных по non-farm payrolls (отчет по рынку труда в США), которые, несмотря на то, что оказались ниже прогнозов, в целом свидетельствовали об увеличении занятости и о снижении безработицы до 4.7%, что является минимальным значением с 2001 года.

Согласно официальным данным министерства труда, в январе было создано 193,000 новых рабочих мест. Показатель оказался ниже среднего прогноза в +250,000, однако, превысил декабрьское значение в +140,000. Немаловажным также стал тот факт, что показатели за декабрь и ноябрь были пересмотрены с повышением, что в сумме увеличило рабочие места на 81,000. Также отчет показал рост среднего показателя почасовой оплаты труда на 0.4%, вместо ожидавшихся +0.3%.

Усилившиеся инфляционные ожидания на фоне публикации non-farm payrolls вместе с комментариями представителей ФРС, которые сводятся к тому, что рост экономики США в первом квартале превысит ожидания, а инфляционные опасения в связи с высокими ценами на нефть остаются в силе, привели к

тому, что с началом новой недели тенденция к снижению котировок treasuries окрепла, и после небольшого снижения в пятницу доходности десятилетних облигаций вновь стали расти, достигнув ко вторнику, 7 февраля, уровня 4.56% годовых. Инверсия кривой доходности в начале недели сохранилась, однако ко вторнику разница между ставками двухлетних и десятилетних облигаций снизилась с 7 б.п. до 3 б.п.

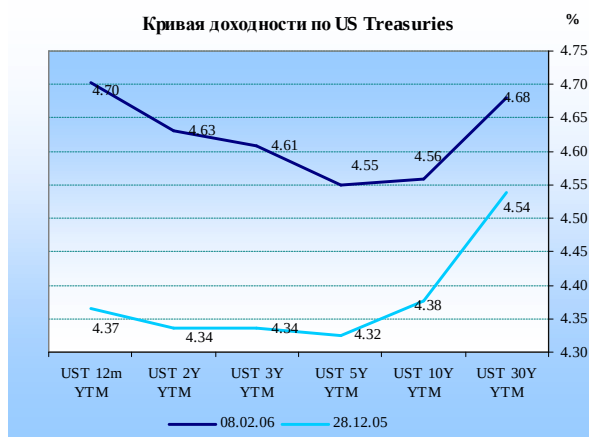
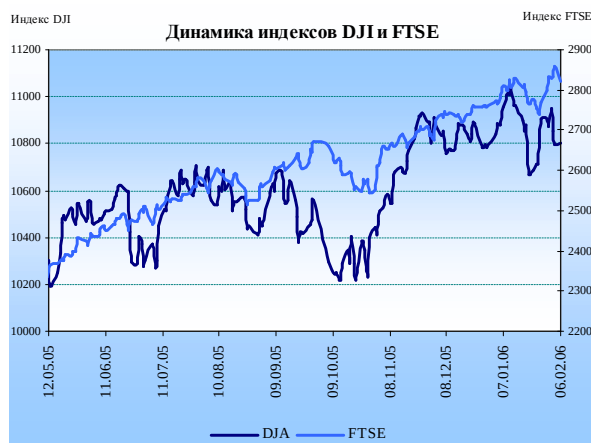
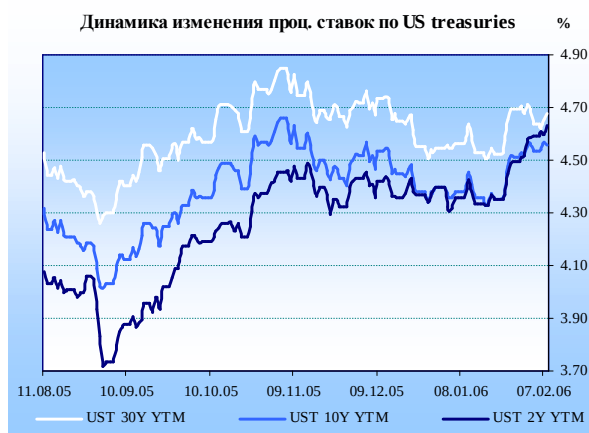
Важным фактором, оказавшим влияние на динамику котировок казначейских бумаг в начале текущей недели, стали также проводимые МинФинном США аукционы. Неожиданно слабый спрос на трехлетние treasuries способствовал росту давления на длинный конец treasuries, в котором усилились продажи. Отказ инвесторов покупать короткие объясняется тем, что в ожидании еще одного повышения ставки Fed Funds доходность коротких инструментов в ближайшие недели будет только увеличиваться.

Что касается ближайших перспектив, то размещения десятилетних и тридцатилетних облигаций, по всей видимости, должны насытить рынок, поэтому большого спроса на вторичном рынке не ожидается, хотя возможность небольшого роста этих бумаг на этой неделе остается, однако рынок по-прежнему в нисходящем тренде.

Макроэкономическая ситуация в целом говорит пока в пользу продолжения повышения ставки ФРС, что вместе с избытком предложения treasuries окажет существенное давление на котировки казначейских бумаг, которые по мере приближения мартовского заседания ФРС и усиливающихся инфляционных настроений могут достичь уровней 4.65%.

На текущей неделе динамика рынка во многом будет определяться результатами проводимых размещений treasuries, которые соответственно и зададут тон динамике котировок американского госдолга. Как показал прошедший на этой неделе аукцион по трехлетним бумагам в отсутствие спроса со стороны иностранных инвесторов, при текущих уровнях ставок американская экономика не в состоянии привлечь достаточный объем денежных средств, поэтому усилия денежных властей будут направлены на дальнейшее повышение уровня доходности по казначейским бумагам, в том числе за счет спекуляций на тему повышения базовой ставки и формирования избыточного предложения treasuries на рынке.





EMERGING MARKETS

На фоне возросшей после заседаний Центробанков США и Еврозоны неопределенности в отношении ставок emerging markets продолжили пользоваться популярностью у инвесторов, однако, их интерес на прошлой неделе в большей степени был сфокусирован на высокодоходном сегменте.

Экономический рост в США, который может превысить прогнозы, равно как и рост заработной платы, инфляционных составляющих индексов ISM и увеличение занятости повышают возможность усиления инфляции в США, вследствие чего, ФРС может пойти на решительные шаги и повысить базовую ставку на мартовском заседании до 4.75%.

В таком случае, ближайшие перспективы для долгов развивающихся стран выглядят вполне оптимистично, поскольку, как показывает отчет emerging markets portfolio report, по мере того, как на рынке treasuries усиливаются продажи, спрос на долги emerging markets неуклонно растет. Однако, уже вторую неделю подряд наибольшим спросом у инвесторов пользуются высокодоходные еврооблигации, тогда как по недавним фаворитам наблюдается снижение котировок.

В общем, можно констатировать заметное снижение интереса инвесторов к качественным и индикативным долгам развивающихся стран, причем как фондовым, так и долговым. Дополнительным сигналом тому послужило не очень удачное размещение еврооблигаций Бразилии. Как сообщило правительство страны в понедельник, оно было вынуждено пойти на снижение планируемых изначально объемов размещения с 500 млн. евро до 300 млн. евро из-за низкого спроса инвесторов. Бразилия разместила 30 января евробонды с погашением в 2015 году на 300 млн. евро по цене, которая соответствует доходности 5,45% годовых, что оказалось достаточно слабым результатом для страны.

Как и для treasuries, для долгов развивающихся стран наиболее важным событием недели стало заседание ФРС. Именно оно могло бы прояснить ситуацию с дальнейшими потоками капитала на мировом рынке и, соответственно, предопределить судьбу emerging markets. Однако, достаточно большая свобода в принятии решения, которую оставила себе ФРС, наряду с позитивными данными по США, свидетельствующими о росте экономики страны,



спровоцировали рост доходности treasuries к двухмесячному максимуму. Доходность десятилетних облигаций составила 4.56% годовых

В результате, начавшийся после заседания рост доходности treasuries стал катализатором для начавшейся еще в начале недели коррекции по недавним фаворитам emerging markets.

Стоит отметить, что в ожидании заседания ФРС, активность в секторе emerging markets заметно снизилась. Однако, параллельное снижение базовых активов позволило сохранить рисковую премию EMBI+ на исторически низком уровне 213 б.п. Между тем, наибольшей фиксации в начале недели подверглись недавние фавориты рынка – еврооблигации Бразилии, Перу и Турции. Также значительным продажам подверглись долги России и Мексики.

Вместе с тем, приток капитала от продаж treasuries, который усилился со среды, начал с середины недели оказывать поддержку высокодоходным бумагам, что, на фоне падения UST, привело к сужению спреда EMBI+ до 214 б.п. Вместе с тем, ощущалось, что, в основном, активность на рынке была спровоцирована агрессивными действиями хедж-фондов, тогда как стратегические инвесторы заняли выжидательную позицию, предпочитая изначально дождаться большего объема экономической информации, равно как и комментариев ФРС, в отношении дальнейшего будущего базовой ставки в США. В секторе более качественных облигаций, в частности бразильских, продолжилась наблюдаться картина общей фиксации прибыли. Эта позиция также подтверждается довольно слабым размещением Бразилии в понедельник, показавшим заметно снизившийся интерес инвесторов к рисковому сегменту.

К концу недели в ожидании важных данных по рынку труда США инвесторы снизили активность торгов в расчете на то, что отчет придаст рынку более четкую направленность. Однако, смешанный характер публикаций привел лишь к незначительному сокращению доходности базовых активов, что вызвало лишь небольшие покупки в высокодоходных активах. Поэтому спред EMBI+ практически не изменился и составил 214 б.п. Лучше всех снова торговались высокодоходные долги, при том, слабо коррелирующие с рынком в целом, в частности, Колумбия, Эквадор или Аргентина. Однако, после длительного снижения покупки вернулись и в более качественные бумаги, в частности, Бразилию.

Начало текущей недели не принесло кардинальных изменений в рисковом сегменте. Высокодоходный сегмент продолжает расти, благодаря устойчивому притоку свежего капитала, что на фоне спокойного рынка базовых активов привело к сжатию рискованной премии EMBI+ до очередного рекордного минимума 211 б.п. Основным спросом продолжили пользоваться высокодоходные еврооблигации Латинской Америки, в особенности, популярные в последнее время долги Колумбии, Венесуэлы и Аргентины. Также стоит

отметить возвращение спроса в бразильские еврооблигации. В частности, долги Колумбии и Бразилии обновили исторические рекорды. Стоит выделить еще одного рекордсмена - еврооблигации Венесуэлы с погашением в 2027 году, которые подорожали в пятницу до рекордного показателя 125,855% от номинала. Рост последних был вызван повышением международным рейтинговым агентством Moody's рейтинга страны по обязательствам в иностранной валюте на одну ступень до "BB-" с "B+". Основной причиной данного рейтингового решения явился стремительный рост экономики страны и высокий объем валютных резервов, которые превысили отметку в \$28 млрд. Еще одной новостью начала этой недели стало назначение агентством S&P, после аналогичного действия Fitch 30 января, рейтинга Нигерии на уровне «BB-». Страна имеет достаточно большие спрэды (504 б.п. по EMBI+) для подобного рейтинга, поэтому можно было бы ожидать рост ее бумаг на вторичном рынке. Однако, у Нигерии мало публично торгуемых инструментов. Инвесторам доступны лишь бумаги Brady серии Par, которые сегодня торгуются по 100.78% с доходностью 9.28%. В дальнейшем, на фоне возобновления тенденции к падению treasuries и фиксации прибыли после понедельничного подъема, рост в рисковом секторе приостановился. В результате, облигации недавних лидеров (Колумбии, России, Бразилии и Аргентины) снизились по итогам торгов, а спред EMBI+ расширился на 1 б.п. до 212 б.п.

В настоящий момент на рынке emerging markets продолжает господствовать спекулятивный характер торгов. Если слабокоррелированные выпуски интересны среднесрочным инвесторам, то наиболее индикативные представители сегмента (Турция, Бразилия, Мексика, Венесуэла, Россия) представляют больший интерес для краткосрочных спекулянтов.

Скорее всего, текущая ситуация будет длиться до тех пор, пока не станет окончательно ясна ситуация со ставками. В ближайшей перспективе на фоне общего понижательного тренда по treasuries приток капитала в emerging markets сохранится, однако, в большей части он будет сконцентрирован в высокодоходных бумагах. Более спекулятивный характер осуществляемых в настоящий момент инвестиций предполагает то, что продолжительного роста на emerging markets ожидать не стоит. По всей видимости, сужение спредов продолжится, однако, это движение будет сопровождаться заметно усилившейся волатильностью.

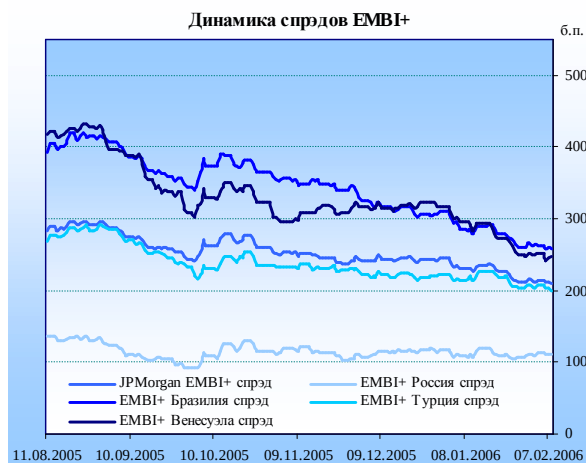
Фундаментальная картина на рынке выглядит достаточно позитивно. Недавнее повышение рейтинга Венесуэлы, изменение прогноза рейтинга Эквадору со стабильного на позитивный, а также достаточно высокая рейтинговая оценка Нигерии создают положительный фон вокруг рискованного сегмента. Вместе с тем, некоторую нестабильность на рынок



могут привести окончательные результаты расследования по коррупции в Правительстве Бразилии, в которых, в частности, может упоминается имя президента Лулы да Силвы.

Однако, по мере того, как долларовая ликвидность будет убираться с рынка новыми размещениями treasuries, а их доходность будет расти, заметно повышается вероятность коррекции на emerging markets. По нашей оценке, критичным уровнем доходности по индикативным десятилетним treasuries является 4.65-4.70% годовых, после чего спрос может вернуться на рынок американского госдолга, оттянув на себя большую часть инвестиций в рисковый сегмент.

Более предпочтительными снова представляются сделки со слабокоррелированными бумагами: Аргентина, Эквадор, теперь еще и Нигерия. Также интересны долги Венесуэлы, которые еще не отыграли повышение рейтинга.



Российские еврооблигации ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Заседание ФРС не дало ответа инвесторам в отношении прекращения цикла повышений базовой ставки в США. Между тем, последующие экономические публикации заметно усилили инфляционные опасения и в очередной раз укрепили уверенность инвесторов в том, что рост американской экономики в первом квартале этого года, по всей видимости, превзойдет прогнозы. На этом фоне американские treasuries снижались по ходу торгов, увлекая за собой долги emerging markets. Однако, если в случае с emerging markets растущий аппетит к риску у инвесторов поддерживал высокодоходные еврооблигации стран Латинской Америки, российские госбумаги в силу своего инвестиционного рейтинга, в большей степени, коррелировали с treasuries, равно как и долги других качественных эмитентов: Турции, Мексики и Бразилии. Заметное ослабление интереса инвесторов к качественным долгам на фоне роста спекулятивных

настроений в секторе emerging markets привело к фиксации прибыли по российским еврооблигациям в начале прошлой недели. Котировки «России-30» в первые дни недели опустились до уровня середины декабря и составили 111,96% от номинала. Спрэд по отношению к доходности десятилетних treasuries вырос в начале недели до уровня 112 п.

Тенденция к снижению еще больше усилилась после того, как ФРС оставила себе возможность для дальнейших повышений базовой ставки. Вместе с ростом уверенности инвесторов в стабильности темпов роста американской экономики, равно как и ростом инфляционных ожиданий, доходности десятилетних treasuries выросли с 4.50% до 4.56% годовых в среду. Фиксация прибыли по качественным странам-эмитентам продолжилась, в результате чего, спрэд в середине недели достигал уровней 115 б.п. Котировки «России-30» снизились до 111,65% от номинала, а доходность, соответственно, выросла до 5.68% годовых.

К среде спрос вернулся в российский сегмент рынка еврооблигаций, благодаря чему к четвергу котировки «России-30» выросли до уровней 111,75-78% от номинала, а доходность соответственно снизилась на 1 б.п. до 5.67% годовых. Между тем, падение американских treasuries продолжилось, в результате чего, спрэду EMBI+ Russia удалось сузиться до 109 б.п. В конце недели российские еврооблигации существенно снизились, и только рост на американских treasuries на фоне оказавшихся ниже прогнозов данных индекса производственного ISM уберег российский долг от более ощутимых потерь. Котировки «России-30» снизились до 111,53% от номинала, а доходность составила 5.70% годовых. Спрэд EMBI+ в тот день расширился до 114 б.п.

Вместе с тем, коррекция на рынке treasuries продолжилась, и после закрытия российского рынка доходности treasuries снизились до 4.53% годовых, что и предопределило позитивное начало текущей недели в секторе российского внешнего долга. «Россия-30» преодолела отметку 112% от номинала, а доходность ее составила 5,63% годовых. Спрэд к десятилетним treasuries вернулся к отметке 111 б.п. В дальнейшем тенденция к снижению в базовых активах вновь спровоцировала откат российских евробондов к 111,70% номинала, а их доходность выросла соответственно до 5.68% годовых. Спрэд EMBI на вечер несколько расширился и составил 112 б.п.

В целом, российский рынок продолжит торговаться, достаточно четко следуя за динамикой treasuries, являясь в силу своего инвестиционного рейтинга, одним из наиболее коррелирующих с ними активом. Вместе с тем, как уже отмечалось, в секторе индикативных бумаг по большей части преобладает спекулятивный интерес, поэтому волатильность российских еврооблигаций может заметно вырасти. При этом, стоит отметить, что движения на рынке

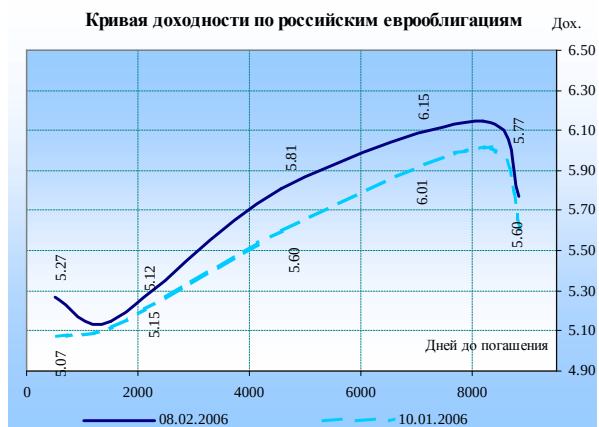
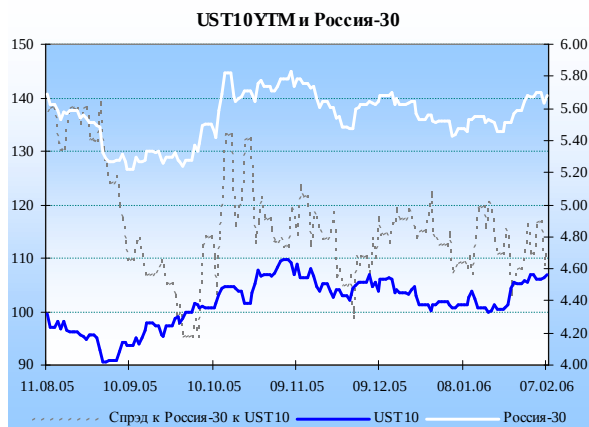


российского внешнего долга смогут в значительной степени превышать аналогичные колебания на американском рынке, ввиду того, что спекулянты намеренно переигрывают рынок.

Между тем, в ближайшие дни конъюнктуру рынка во многом будут определять результаты размещения новых выпусков американских бондов. В случае, если доходность treasuries продолжит снижаться, нельзя

исключать дальнейшей спекулятивной игры на снижение котировок российского долга.

Новость о том, что РФ постарается до августа 2006 года договориться о новой предоплате долгов Парижскому Клубу на \$11-12 млрд. не несет в себе ничего принципиально нового и не окажет влияния на рынок.



КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Снижение на рынке российского долга также негативно отразилось и на корпоративных еврооблигациях. По итогам недели, в «плюсе» остались в основном еврооблигации банков категории «В» и «ВВ». Тогда, как по наиболее популярным, в особенности у иностранцев, выпускам наблюдалась фиксация прибыли.

В итоге, лидером недели стали выпуски «Росбанка-7» (+0,51%) и «Росбанка-9» (+0,34%), а также «Альфабанк-8» (+0,17%). Наибольшее падение испытали долги «Газпрома-34» и «ВТБ-35», которые упали на 1%.

В целом, весь внешний корпоративный долг банков сегмента «В» выглядит по итогам недели достаточно устойчиво. Лишь незначительно снизились котировки банка «Русский Стандарт» и Банка «Зенит», положительной оказалась неделя и для котировок «Альфа-банка-7».

Рост «Росбанка» не удивителен, поскольку в четверг международное рейтинговое агентство Fitch изменило прогноз долгосрочных рейтингов по международной и национальной шкале «Росбанка» на "позитивный" со "стабильного". Одновременно Fitch повысило долгосрочный рейтинг банка по национальной шкале до "BBB+(rus)" с "BBB(rus)". Долгосрочный рейтинг «Росбанка» был подтвержден на уровне "B", краткосрочный - "B", индивидуальный - "D" и поддержки - "4". «Повышение рейтинга по национальной шкале и изменение прогноза рейтингов отражает рост и диверсификацию бизнеса банка, вызванного, в частности, объединением «Росбанка» с

группой ОВК» сообщается в пресс-релизе агентства. Данное повышение, по всей видимости, благоприятно отразилось на отношении инвесторов к другим банкам из категории «В», что и обусловило их подъем в конце недели.

Вчера, в среду, 7 февраля, стало известно, что «МДМ-банк» разместил евробонды на \$300 млн. под 6,8% годовых сроком на 1 год. Ранее сообщалось, что «МДМ-банк» планирует выпуск евробондов объемом \$200 млн.

Из размещений, которые возможно состоятся в первом квартале 2006 г., стоит выделить планы ТНК-ВР по выпуску евробондов на \$1 млрд. в I квартале для финансирования своей инвестиционной программы текущего года, которая в начале декабря была утверждена в размере \$2,5 млрд. по сравнению с \$1,8 млрд. в 2005 году.

Также, «Внешторгбанк» (ВТБ) планирует размещение десятилетних облигаций, номинированных в евро. Менеджером размещения облигаций выступит Deutsche Bank AG. Планируемый объем выпуска не указан.

Наиболее перспективными в секторе внешнего корпоративного долга остаются бумаги длинных телекомов и представителей металлургической отрасли. В банковском секторе тактически рекомендуем увеличивать вложения в длинные высокодоходные бумаги: «Русский Стандарт», «Росбанк», «Промсвязбанк», «Альфа-банк». В случае



роста treasuries можно ожидать возобновление интереса к российским квази-эмитентам, в частности, длинным выпускам «Газпрома», «ВТБ» и «Сбербанка».

Лидеры/аутсайдеры в секторе корпоративных еврооблигаций на прошлой неделе

Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
Росбанк-7	0.51%
Росбанк-9	0.34%
Альфабанк-8	0.17%
Уралсиб	0.12%
Альфабанк-7	0.07%

Пятерка аутсайдеров по абсолютному изменению за неделю	
Сбербанк-15	-0.44%
Газпром-10*	-0.53%
Газпром-13	-0.84%
Внешторгбанк-35	-0.91%
Газпром-34	-0.99%

Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали в основном негативные факторы. Ухудшилась по сравнению с предыдущей неделей ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 355,5 млрд. рублей против 384,6 млрд. рублей неделей раньше. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования в течение недели находились на высоком уровне. Негативным фактором явилась ситуация на валютном рынке. По итогам недели доллар вырос по отношению к рублю на 0,788%. Отрицательно повлиял на рынок и рост доходностей российских еврооблигаций.

ГКО-ОФЗ-ОБР

На рынке государственных рублевых облигаций по итогам торгов за неделю наблюдалось разнонаправленное движение котировок бумаг. Лучшие рынка выглядели ОФЗ серий 25058 (+0,15%), 46017 (+0,09%), 46001 (+0,08%) и 25059 (+0,08%). Активность на этом сегменте долгового рынка была невысокой.

Цены большинства выпусков рублевых гособлигаций России в начале прошлой недели продолжили свое снижение на фоне дефицита свободных рублевых средств, однако, начиная со вторника, ситуация на рынке стабилизировалась. В результате, средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД по итогам недели практически не изменилась,

составив 3 февраля 6,24% годовых, отмечают эксперты "Интерфакс-ЦЭА".

Основными факторами, определявшими динамику цен на рынке облигаций федерального займа, были, с одной стороны, уровень ликвидности банковского сектора, а с другой стороны, конъюнктура внутреннего валютного рынка. Так, если в начале недели объем средств кредитных организаций на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ находился на уровне 330-340 млрд. рублей, а средние ставки на рынке однодневных межбанковских кредитов (МБК) достигали 8-9% годовых, то с наступлением нового месяца свободные остатки выросли до 370 млрд. рублей, а средние ставки кредитов overnight на рынке МБК снизились до 1,5-2% годовых.

Однако, несмотря на восстановление ликвидности, свою лепту внесла достаточно слабая позиция рубля на валютном рынке, что удержало инвесторов от вложений в рублевый госдолг. Отчасти это стало причиной и в целом низкой активности инвесторов - недельный объем торгов на вторичном рынке ОФЗ составил всего 2,445 млрд. рублей.

В то же время, спрос инвесторов на первичном рынке был более высоким, хотя и здесь некоторая часть участников рынка выставяла заявки на покупку по более низким ценам, чем на вторичном рынке. Однако, Минфин РФ жестко отсекал все заявки, которые его не устраивали, идя, тем самым, лишь на частичное размещение новых выпусков. Так, в среду на аукционе по продаже ОФЗ-ПД серии 25060 при достаточно высоком спросе эмитент разместил лишь 56,62% выпуска (было продано бумаг на сумму 4,53 млрд.

рублей по номиналу при объеме предложения 8 млрд. рублей и спросе 14,037 млрд. рублей). Средневзвешенная цена этих бумаг на аукционе составила 98,95% от номинала, что соответствует доходности 6,30% годовых.

Проводившееся в этот же день аукционное доразмещение прошло для Минфина более удачно - было продано бумаг на общую сумму 2,498 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 2,513 млрд. рублей и спросе 7,823 млрд. рублей по номиналу. Средневзвешенная цена ОФЗ-ПД серии 25059 с погашением 19 января 2011 года составила 99,4% от номинала, что соответствует доходности 6,39% годовых.

Большой объем свободных рублевых средств позволил МинФину провести в пятницу, 3 февраля, дополнительный аукцион по размещению ОФЗ-ПД серии 26198 на сумму 10 млрд. рублей. На аукционе было продано бумаг на общую сумму 9,809 млрд. рублей по номиналу при спросе 13,917 млрд. рублей по номиналу. Средневзвешенная цена ОФЗ 26198 на аукционе составила 96,015% от номинала, что соответствует доходности 6,72% годовых.



Снижение рублевой ликвидности в начале текущей недели способствовало заметному снижению активности в секторе ОФЗ и спровоцировало продажи. *Цены рублевых гособлигаций до конца текущей недели, скорее всего, не претерпят существенных изменений, однако на фоне снижения внешнего долга и остающейся напряженной ситуацией с ликвидностью, вероятно, продолжится нисходящее движение рынка.*



СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в течение недели происходило преимущественно снижение котировок. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 2 844,01 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал тридцать девятый выпуск облигаций Москвы (1946,16 млн. рублей). Далее расположились пятый выпуск облигаций Московской области и двадцать седьмой выпуск облигаций Москвы, обороты по которым составили 150,31 млн. рублей и 77,24 млн. рублей соответственно.



КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное

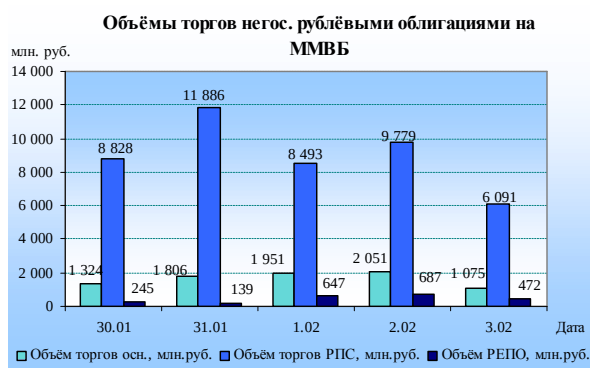
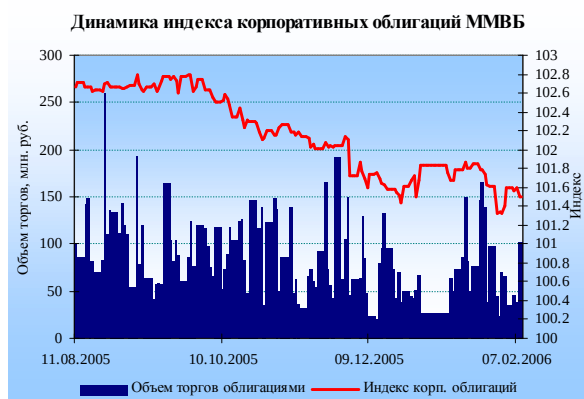
движение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММББ RCBI за неделю уменьшился на 0,02% и остановился на значении 101,59. Котировки большинства облигаций первого "эшелона" (кроме «Газпром-5» и «РЖД-4») выросли. Объем торгов корпоративными облигациями на ММББ за прошедшую неделю снизился по сравнению с предыдущей и составил 5 363,15 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в среду, когда объем торгов составил 1557,21 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 2 190,46 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 45 077,59 млн. рублей. Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал шестой выпуск облигаций «РЖД», оборот по которому составил 468,88 млн. рублей. Цена бумаги за неделю выросла на 0,2% до 101,5% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению снизилась до 7,09%.

Второе место по обороту заняли облигации «РЖД» седьмой серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 324,72 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю увеличилась на 0,28% и закрылась на уровне 102,6% от номинала. Доходность облигации к погашению снизилась до 7,18%.

Третьим по объему торгов стал первый выпуск облигаций «РуссНефть». Объем торгов по бумаге за неделю составил 260,1 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю незначительно снизилась (-0,05%) до 100,45% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к оферте через 34 месяца увеличилась до 9,26%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Импэксбанк-3» (+1,9%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Уралвагонзавод-Финанс -1» (-2,81%).





РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ

За прошедшую неделю на биржевом рынке рублёвых облигаций состоялось два первичных размещения.

2 февраля на ММВБ началось размещение облигаций АБ «Газпромбанк» (ЗАО). Объем выпуска составляет 5 млрд. рублей. Срок обращения - 1820 дней. По облигациям предусмотрены десять купонных выплат. Длительность каждого купона составляет 182 дня. Облигации размещались по цене 100% от номинала. Процентная ставка первого купона определялась на конкурсе в первый день размещения. Ставка купонного дохода по купонам со второго по десятый равна ставке первого купона. По результатам конкурса, процентная ставка первого купона была установлена в размере 7,10% годовых. В ходе размещения было удовлетворено 38 заявок. Выпуск размещен в полном объеме в ходе конкурса.

Организатор выпуска - АБ «Газпромбанк» (ЗАО).

В тот же день прошло размещение выпуска облигаций ООО «Виктория-Финанс» объемом 1,5 млрд. рублей. Срок обращения облигаций - 3 года. Бумаги

размещались по открытой подписке по цене 100% от номинала. По облигациям предусмотрена оферта через год после начала размещения. Купонный период - 182 дня. Выпускаемые облигации обеспечены поручительством компаний ООО «Весна» и ЗАО «Торкас». По итогам конкурса, ставка первого купона составила 9,9%. Эффективная доходность облигаций к оферте - 10,14 % годовых. Облигационный заем был полностью размещен за один день.

Организатор размещения: ИК «Тройка Диалог».

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Активность первичного рынка на текущей неделе невысока. Объем объявленных первичных размещений корпоративных бумаг на период с 3 по 9 февраля составляет лишь 4,2 млрд. рублей. При этом все четыре размещаемых выпуска будут дебютными. В среду инвесторам были предложены два займа по 500 млн. рублей:

ООО «ТатИнК» и «Оргрэсбанка». Кроме того, 8 февраля на рынке муниципального долга пройдет аукцион по размещению облигаций Москвы 44-го выпуска на 5 млрд. рублей при общем объеме займа 20 млрд. рублей.

На четверг запланированы размещения облигаций ООО «Трансаэро-Финансы» на 2,5 млрд. рублей и ООО «Топ-книга» на 700 млн. рублей.

На следующей неделе состоятся следующие размещения общим объемом 15,3 млрд. руб.:

На 14 февраля запланированы аукционы по облигациям 2-го выпуска «Банка Зенит» на 2 млрд. руб., и «ГАЗ-финанс» на 5 млрд. руб.

15 февраля будет размещаться дебютный выпуск «НМЗ им. Кузьмина» на 1,2 млрд. руб., а также 6-ой выпуск облигаций Банка «Русский стандарт» объемом 6 млрд. руб.

16 февраля состоится размещение 2-го выпуска «Элемтэ» на 600 млн. руб. и «Банка проектного финансирования» на 500 млн. руб.



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (095) 411-66-55 доб. 131

Отдел доверительного управления ИФК «Алемар»

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

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

research@alemar.ru

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

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар»



ИФК «АЛЕМАР»
117218, г. Москва,
ул. Кржижановского, 21/33
тел. 411-66-55