



РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

06.12.2005 – 13.12.2005

В обзоре:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 3

EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 9

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 9

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 10

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 11

ГКО-ОФЗ-ОБР 12

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ 13

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 13

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 15

ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 15

Основные события:

- Ставка ФРС повышена на 0.25% до 4.25%, чувствуется близость завершения цикла повышений базовой ставки в США
- ISM non-manufacturing составил 58.5 п., что ниже прогнозов, предполагавших выход показателя на отметку 59 п.
- Стоимость рабочей силы в прошлом квартале, упала на 1%, подчеркнув отсутствие вторичных признаков инфляции в США
- Индекс потребительского доверия Мичиганского университета превысил ожидания, показав рост с 81.6 до 88.7
- Доходность UST10Y колебалась в диапазоне 4.46-4.53% годовых, Россия-30: 5.70-5.78% годовых
- Долги Бразилии и Турции достигли исторических максимумов на прошлой неделе
- Общая сумма размещений на первичном рынке рублевых облигаций составила 16,35 млрд. рублей.
- В лидеры роста котировок по итогам недели вышли бумаги ТНК-5, выросшие на 4.27%.

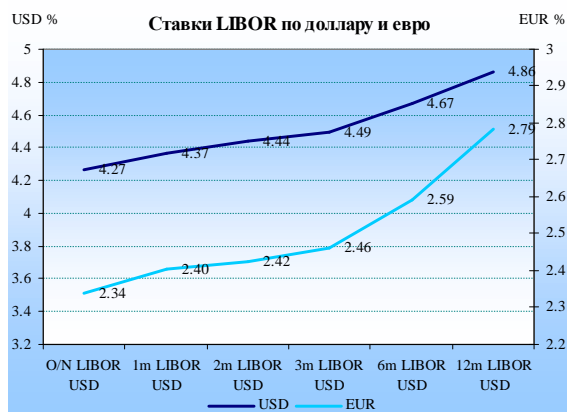


ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	07.12	28.9123	-0.0855
EURO	07.12	34.0616	0.1458

индикатор	значение	изм.%	время
SPI	1 262,09	-0.24	06.12 00:37
DJI	10 835,01	-0.39	06.12 00:37
NQE	2 257,64	-0.69	06.12 00:59
NKS	15 423,38	-0.82	06.12 11:19
DAX30	5 278,82	0.23	06.12 13:05
FTO	5 510,90	0.01	06.12 13:05

индикатор	значение	изм.%	время
RTSI	1 070,12	-0.55	06.12 13:04
RTX	1 587,04	-1.03	06.12 13:03
MCXINDCF	975.43	-1.05	06.12 13:04
RCBI	101.73	-0.13	06.12 12:58



Мировой долговой рынок

Прошлая неделя не была насыщена какими-либо важными публикациями по США и Европе, поэтому торги на международном долговом рынке были достаточно волатильными на фоне царящей на рынке неопределенности в отношении базовой ставки в США.

Снижение инфляционных опасений и фабричных заказов в еще большей степени обострили ожидания относительно скорого прекращения цикла повышений базовой ставки ФРС, что способствовало усилению спроса на казначейские бумаги США и привело к падению доходности в середине недели с 4.51% до 4.46% годовых.

Вместе с тем, факт предстоящего во вторник 13 декабря заседания FOMC и ожидания ключевых комментариев со стороны американских денежных властей способствовали тому, что к концу недели продажи treasuries возобновились.

Высокая неопределенность на рынке также способствовала выводу средств из рискового сегмента. Особенно это коснулось суверенных долгов стран сектора emerging markets с инвестиционным рейтингом, что, в результате, способствовало расширению спреда между государственными еврооблигациями развивающихся стран и US treasuries в конце недели. Вместе с тем, информационный фон emerging markets был достаточно благоприятным на прошлой неделе, в частности, стало известно о повышении прогноза по рейтингу Турции и о снижении инфляционных ожиданий в Бразилии, на чем выпуски еврооблигаций этих стран достигли исторических максимумов во вторник.

Текущая неделя должна расставить все точки над "Г". ФРС повысила ставку и, по всей видимости, прибегнет к еще одному повышению в январе, после чего цикл повышений базовой ставки прекратится. Показательными будут данные по инфляции в США. В случае, если рост потребительских расходов в преддверии праздников спровоцирует увеличение инфляционного давления, ФРС будет готова довести ставку до 4.5% в январе.

С фундаментальной точки зрения такое положение вещей должно говорить в пользу роста доходностей us treasuries, однако, слишком сильные настроения на покупку и спекуляции вокруг прекращения цикла повышений приводят к активным вливаниям средств в казначейские облигации США.

Фактор избыточной долларовой ликвидности, который двигал рынки вверх в последнее время, начинает постепенно исчерпывать себя, и в скором времени рост одного сектора финансового рынка, вероятно, повлечет за собой падение другого. Сейчас инвесторы предпочитают сохранять свои позиции и воздерживаются от активных торгов в ожидании ключевых событий текущей недели, опасаясь испортить финансовые результаты по итогам года. После того, как стало ясно, что ФРС доведет ставку до 4.5%, последние недели года могут оказаться благоприятными для emerging markets, поскольку, избавляясь от долларов, инвесторы будут направлять средства в рисковый сегмент рынка. Хотя стоит помнить, что это явление будет носить временный характер, и с приближением конца цикла повышений ставки спрос на treasuries будет только расти, что вынудит инвесторов закрыть часть позиций по emerging markets.



US treasuries

Прошлая неделя была достаточно волатильной для рынка treasuries на фоне отсутствия важных экономических публикаций как по США, так и по Европе. Доходность по десятилетним облигациям колебалась в диапазоне 4.46-4.56% годовых. Основной причиной колебаний котировок стали спекуляции на тему прекращения цикла повышений ставки ФРС, которые к тому же нашли поддержку в ряде статистических данных, вышедших на неделе. Как показали отчеты, стоимость рабочей силы в прошлом квартале упала на 1%, что оказалось несколько существеннее прогнозирувавшегося экспертами снижения на 0.9%, при этом производительность труда на 0.2% превысила прогнозное значение, составив 4.7%. Вышедшие данные показали, что, несмотря на меры ФРС, направленные на удорожание денежных средств, стоимость рабочей силы даже снизилась в прошлом квартале, что свидетельствует об отсутствии вторичных признаков инфляции в экономике США.

Достаточно большое влияние на котировки казначейских бумаг оказало размещение пятилетних и десятилетних treasuries на сумму \$21 млрд., которые проводились в среду и четверг, в ожидании которых инвесторы искусственно завышали доходность, что, в итоге, и привело к незначительному ее росту с 4.49 до 4.51% годовых. Вместе с тем, в конце недели на рынке вновь появились настроения на продажу treasuries, вызванные ростом уверенности инвесторов в продолжении цикла повышений базовой ставки и в следующем году. Причиной тому послужили ожидания роста индекса потребительского доверия Мичиганского университета. Вышедшие данные превысили ожидания аналитиков, показав рост с 81.6 до 88.7 вопреки ожиданиям увеличения до 85.5 пунктов. На этом фоне доходности индикативных десятилетних облигаций выросли с 4.46% до 4.53%.

Принимая во внимание насыщенность текущей недели ключевыми событиями, предугадать дальнейшее поведение рынка достаточно сложно. В ожидании дальнейшего повышения ставки доходности treasuries будут двигаться в боковом тренде.

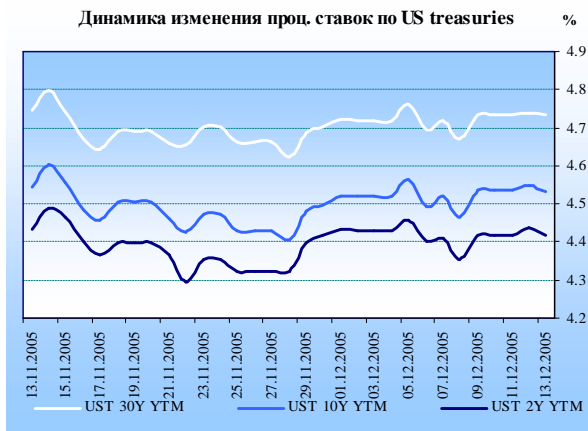
Понедельник

В понедельник рост доходности по US treasuries продолжился на фоне ожиданий публикации индекса деловой активности в непромышленной сфере – ISM non-manufacturing. Как известно, сфера услуг в США отвечает за 85% от всего ВВП страны, поэтому увеличение индекса вполне могло вернуть уверенность инвесторам в том, что ставки будут повышаться в следующем году. Согласно опубликованному отчету, значение ISM non-manufacturing в ноябре составило 58.5 п., что ниже прогнозов, предполагавших выход показателя на отметку 59 п., и данных прошлого периода 60 п. Вместе с тем, значение индекса, превышающее отметку в 50 п., говорит о сохранении роста в сфере услуг, а укрепление ценовой составляющей указывает на повышение инфляционного давления, что поддержало

Кривая доходности по US Treasuries



Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



рост доходностей казначейских бумаг. В итоге, ставки по десятилетним treasuries достигли двухнедельного максимума на уровне 4.56% годовых.

Вторник

Во вторник позитивный настрой инвесторов в отношении дальнейшего роста ставки ФРС сменился ожиданиями скорого завершения цикла повышений на фоне публикации отчета Министерства труда, показавшего сокращение стоимости оплаты труда на 0.1% в прошлом квартале, что говорит о снижении инфляционного давления. Отчет также показал рост производительности труда. В результате, мнения о нецелесообразности проведения агрессивной денежной политики в США получили существенную поддержку, что отразилось в активизации покупок казначейских бумаг. Стоит также отметить, что уровни 4.56% на фоне общей неопределенности ситуации со ставками привлекли многих инвесторов. В результате, доходности по десятилетним казначейским бумагам во вторник снизились до 4.49% годовых.

Среда

На торгах в среду котировки US Treasuries незначительно снизились. Снижение стоимости гособлигаций вызвано ожиданиями аукциона по продаже пятилетних облигаций на сумму \$13 млрд., в преддверии которого дилеры, как правило, своими сделками сознательно занижают котировки, надеясь добиться более выгодных цен на доразмещении.

Частично падение котировок проходило в рамках коррекции после стремительного ралли десятилетних US Treasuries, прошедшего во вторник и вызванного ожиданиями скорого завершения цикла повышений базовой ставки в Америке.

Четверг

Котировки US Treasuries в четверг росли за счет снижения инфляционных опасений и небольшого увеличения числа обращений за пособием по безработице. Доходность десятилетних treasuries упала с 4.51% до 4.46% годовых. Вместе с тем, развития данная тенденция не получила, поскольку ожидания последнего в 2005 году аукциона по продаже 10-летних US Treasuries на \$8 млрд. и оптимистичный настрой инвесторов в отношении выхода индекса потребительского доверия Мичиганского университета в октябре говорили в пользу роста доходности.

Пятница

В пятницу доходность по американским treasuries начала расти, подкрепленная ожиданиями роста индекса потребительского доверия. Как показал отчет, индекс Мичиганского университета достиг четырехмесячного максимума 88.7 п. по сравнению с 81.6 п. в ноябре. Рост потребительского доверия, по мнению аналитиков, дает ФРС шанс продолжить повышение базовой ставки в зимние месяцы, окончательно обезопасив экономику от



возможного роста цен на энергоресурсы зимой, а также от давления на цены со стороны растущего потребительского спроса. На этом фоне доходность десятилетних казначейских бумаг снова пошла вверх, достигнув уровня 4.54% годовых.

Тенденции

В настоящее время падение котировок US Treasuries сдерживается оптимизмом инвесторов относительно того, что спрос на гособлигации будет расти на фоне признаков того, что инфляция не ускоряется. Вместе с тем, после повышения ставки на заседании FOMC во вторник и сопутствующего заявления ФРС большинство аналитиков сходятся во мнении, что Гринспен продолжит повышать ставки вплоть до своего ухода на пенсию в феврале, т.е. до 4.5%.

Достаточно большая неопределенность в отношении дальнейшего поведения долгового рынка, а также проведение аукционов способствовали тому, что инвесторы избавлялись от коротких бумаг с целью высвобождения больших средств для вложения в доразмещаемые выпуски. В течение недели спрэд между двухлетними и десятилетними облигациями Казначейства США колебался в пределах 9-12 пп. После заседания FOMC покупки наиболее чувствительных к краткосрочным тенденциям казначейских облигаций, скорее всего, возобновятся, тогда как длинные бумаги, вполне возможно, подешевеют, в связи с этим не исключено, что спрэд между этими выпусками может расширяться.

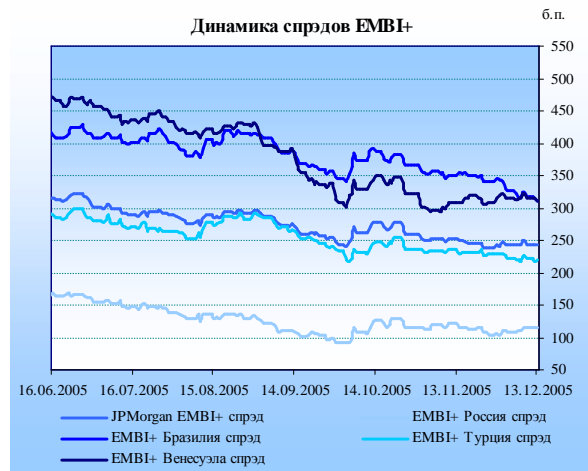
Emerging markets

Вся прошлая неделя прошла под знаком неопределенности. Рост развивающихся рынков стимулировался избытком долларовых средств, хотя стоит отметить, что их количества уже явно недостаточно для того, чтобы обеспечить ралли в рисковом секторе. Как показал отчет emerging portfolio fund research, приток в долговые обязательства стран с развивающейся экономикой ослаб, в то время как наибольший интерес инвесторы проявляют к фондовым рынкам, в особенности, к американскому.

Долги стран emerging markets с инвестиционным рейтингом в своем движении все больше оглядывались на поведение US treasuries, а покупательская активность наблюдалась, в основном, в секторе высокодоходных еврооблигаций, притягивающих, как правило, короткие спекулятивные деньги. Спрэд в EMBI+ в первые три дня недели оставался равным 242 п.

В целом, на прошедшей неделе в секторе emerging markets доминировали продажи. Пока еще рано говорить о появлении новой тенденции, однако, если посмотреть на рынок во взаимосвязи, можно увидеть, что наибольший рост treasuries был зафиксирован во вторник, равно как и наибольший за прошедшую неделю скачок на фондовом рынке США.

Таким образом, тема ставок для рынка в настоящий момент стала своего рода сигналом к покупке или



продаже, причем уже не важно в каком секторе. Избыток долларов порождает спрос практически во всех секторах глобальных рынков.

Вместе с тем, к концу недели наметилась тенденция к разнонаправленной динамике на emerging markets и рынке базовых американских активов. После стремительного роста долгов emerging markets во вторник, со среды их котировки начали постепенно снижаться, несмотря на достаточно позитивный новостной фон, в частности, снижение инфляции в Бразилии и повышение прогноза рейтинга Турции до позитивного со стабильного. Частично это можно было объяснить продажами бумаг рискованного сегмента в ожидании заседания FOMC, но, кроме того, давление на emerging markets оказали и последние в этом году доразмещения treasuries, которые «оттянули» на себя 21 млрд. долл.

Интересно, что, согласно исследованию Bank for International Settlements (BIS), продажи евробондов на международном рынке в прошлом квартале опустились на 19%. При этом лидерами падения стали облигации Европы, что было вызвано ожиданием на рынке решения Европейского центрального банка о повышении уровня базовой процентной ставки. В целом, выпуск еврооблигаций сократился до \$796 млрд. в июле-сентябре по сравнению с \$977 млрд. годом ранее. При этом выпуск еврооблигаций странами Еврозоны снизился в прошлом квартале на 44%. Главной причиной этому стало давление со стороны потребительских цен, которое вынудило центральные банки США и Европы дать понять, что денежная политика может нуждаться в укреплении.

С другой стороны, ралли emerging markets привело к тому, что доходности рискованных активов существенно снизились, равно, как и существенно снизились риски вложений в еврооблигации ряда стран этого сегмента. Воспользовавшись выгодной ситуацией, в которой спрэд между ставками по базовым и рискованным активам минимален, продажи облигаций с высокой доходностью стран категории emerging markets стремительно росли в третьем квартале, показав увеличение более чем на 50%.

Понедельник

В понедельник доходность суверенных еврооблигаций стран emerging markets росла вслед за ростом ставок по американским treasuries. Основной причиной для этого послужил выход индекса ISM в сервисном секторе, что способствовало росту уверенности инвесторов в том, что ставки ФРС будут повышаться, а, следовательно, доходности по treasuries и долгам стран с инвестиционным рейтингом будут снижаться. Колебания на рынках проходили синхронно, в результате чего спрэд EMBI+ остался на пятничном уровне 242 п.

Вторник

Во вторник выросли практически все рынки. Вслед за ростом US treasuries стоимость государственных



еврооблигаций основных стран emerging markets во вторник выросла, а бумаги Бразилии и Турции достигли исторического максимума. Столь существенному росту котировок способствовали как внешние, так и внутренние страновые события.

Из экзогенных факторов стоит выделить выход отчета Министерства труда США, который показал снижение стоимости оплаты труда в третьем квартале, что существенно снизило опасения в отношении инфляции, а значит, и продолжении цикла повышений базовой ставки в США.

Из внутренних событий в странах emerging markets стоит выделить сделанное еще в понедельник заявление главы бразильского центробанка Родриго Азеведо о том, что замедление темпов инфляции в стране позволит продолжить снижение процентной ставки, что привело к тому, что стоимость бразильских госбумаг достигла во вторник исторически максимальных значений. Дополнительно росту на рынке валютного госдолга Бразилии способствовало заявление президента Луиса Инасиу Лула да Силва о том, что правительство намерено предпринять меры для изменения курса экономического развития и ожидает восстановления роста экономики в четвертом квартале после его замедления в третьем.

Достижению рекордных значений облигациями Турции способствовало изменение прогноза суверенного рейтинга страны на "позитивный" со "стабильного" международным рейтинговым агентством Fitch. При этом агентство подтвердило долгосрочные рейтинги страны в иностранной и национальной валютах на уровне "BB-".

Позитивно выглядели и высокодоходные долги Эквадора, которые продолжили расти, несмотря на то, что страна выпустила во вторник глобальные бумаги на \$750 млн. для выкупа выпуска 2012 года.

В целом же, рост на развивающихся рынках совпал с ростом в секторе базовых активов, поэтому спрэд EMBI+ в этот день остался равным 242 п.

Среда

Спрэд EMBI+ третий день подряд оказался на уровне 242 п., что свидетельствует о почти синхронных колебаниях на рынке базовых и рискованных активов. В основу снижения котировок легла коррекция, вполне закономерная, после того, как лидеры сектора Бразилия и Турция достигли исторических максимумов.

Тем не менее, еще одной причиной продаж еврооблигаций emerging markets стали аукционы по размещению пятилетних казначейских бумаг США на сумму 13 млрд. долл.

Четверг

В четверг динамика базовых и рискованных активов разошлась. Скорее всего, под давлением предстоящего аукциона по десятилетним treasuries продажи бумаг emerging markets продолжились, пострадали при этом недавние лидеры – страны с инвестиционным рейтингом. Снижение базовой ставки Центробанком Турции до рекордно низких 13,5% годовых, не помогло облигациям



этой страны, которые, в итоге, снизились на 0.16%. Правительство страны руководствовалось ожиданиями, что инвестиционный бум приведет к замедлению темпов инфляции. В результате, к концу торгов спрэд EMBI+ расширился и составил 249 п.

Пятница

Государственные еврооблигации стран с развивающейся экономикой (emerging markets) продолжили дешеветь в пятницу, следуя за динамикой treasuries, росту доходности которых способствовали ожидания выхода позитивных данных индекса потребительского доверия Мичиганского Университета.

Из страновых новостей стоит выделить заявление Министра планирования, бюджета и управления Бразилии Паулу Бернардо Силва, в котором он отметил, что президент страны Луис Инасиу Лула да Силва намерен придерживаться политики, направленной на замедление темпов инфляции, путем сокращения государственных расходов. В ноябре инфляция в стране замедлилась до 0,55%, что совпало с ожиданиями экспертов. При этом годовая инфляция составила 6,22% против 6,36% в октябре. Замедление темпов роста потребительских цен усиливает вероятность того, что 14 декабря правительство Бразилии понизит базовую процентную ставку четвертый раз за четыре месяца. В настоящий момент ставка составляет 18,5% годовых.

Несмотря на позитивный оттенок известия о дальнейшем сокращении базовой ставки в Бразилии, общая понижательная тенденция продолжила господствовать на emerging markets. Вместе с тем, падение котировок еврооблигаций развивающихся стран было существенно сглажено, что позволило спрэду EMBI+ сузиться до 244 п.

Тенденции

Наблюдающийся приток средств на фондовый рынок США в следующем году будет нарастать, прежде всего в связи с тем, что темпы экономического развития в Америке опережают рост подавляющего большинства развитых экономик, в то время как рост фондового рынка за этот период был не столь существенным. Факт того, что ставка была повышена, должен дать определенный импульс к росту доходности treasuries, что, вероятнее всего, приведет к снижению и на emerging markets.

Вместе с тем, ФРС изменил текст заявления и, в частности, убрал слова о том, что текущие уровни ставок способствуют росту американской экономики, из чего следует, что тенденция к снижению treasuries будет краткосрочной, после чего последует их рост, который поддержит долги emerging markets в уходящем году.



Российские еврооблигации

Суверенные еврооблигации

Российские еврооблигации на прошлой неделе повторили динамику emerging markets. Существенных событий на рынке не произошло, поэтому на рынке господствовали, в основном, глобальные тенденции. Стоит отметить, что российские облигации по-прежнему считаются одними из самых перспективных наряду с суверенными долгами Турции и Бразилии. Поэтому достижение последними исторических максимумов не оставило безучастными и российский долг. «Россия-30» к среде, по инерции следуя за ушедшими в отрыв лидерами рынка, поднялась до 111.9675% от номинала.

Взаимозаменяемость долгов России и ряда других стран с инвестиционным рейтингом по отношению к US treasuries стала причиной начавшегося со среды спада в рисковом сегменте и в российских еврооблигациях в частности. Причиной тому послужили последние в этом году размещения treasuries на сумму \$21 млрд., для участия в котором инвесторы продавали наиболее качественные бумаги рисковом сектора. В итоге, это отразилось в снижении котировок до 111.495 и росте доходности до 5.76%.

Вместе с тем, стоит отметить, что колебания российского внешнего долга были незначительными. Доходность за прошлую неделю выросла с 5.72% до 5.76% годовых, а спрэд по EMBI+ колебался в диапазоне 109-116п.

Понедельник

В понедельник, после того, как emerging markets упали вслед за treasuries на фоне публикации сервисного ISM, российские еврооблигации слегка подешевели, что позволило спреду EMBI+ вырасти на 1п. до 109 п. Доходность по российским облигациям с погашением 2030 г. составила 5.72%

Вторник

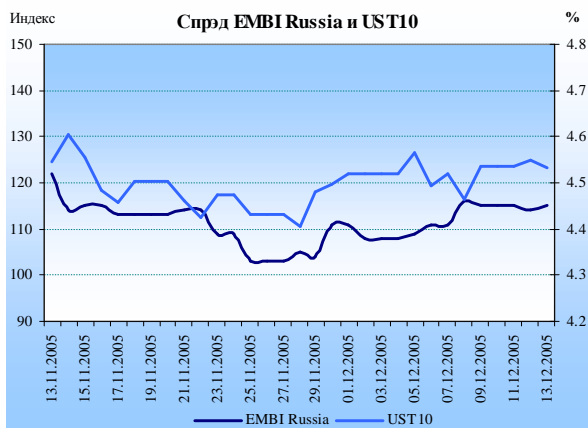
Подъем treasuries на фоне снижения инфляционных опасений, вызванных данными о снижении оплаты труда в III квартале, не был полностью отыгран российскими еврооблигациями во вторник. Доходность облигаций незначительно снизилась до 5.71%, а спрэд к десятилетним treasuries расширился до 111 п.

Среда

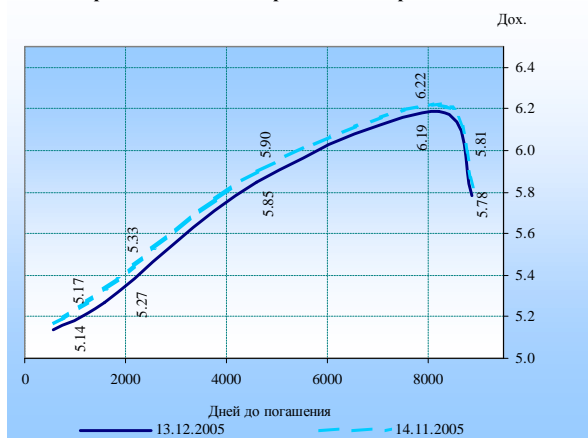
Частично повышательная динамика в российских еврооблигациях распространилась на среду, что совпало с коррекционным движением вверх на открывшихся позднее американских торгах. В результате этого доходность по «России-30» снизилась до 5.70% годовых, а спрэд к US treasuries в течение двух дней удержался на уровне 111 п.

Четверг

В четверг снижение котировок наблюдалось во всем секторе emerging markets. Еврооблигации России снизились, даже несмотря на небольшой подъем индикативных десятилетних treasuries. Скорее всего,



Кривая доходности по российским еврооблигациям



российские евробонды затронул наблюдавшийся отток средств с emerging markets, особенно из качественных долгов, вызванный закрытием позиций в преддверии заседания FOMC, а также проводимыми на прошлой неделе в среду и четверг аукционами по доразмещению treasuries. Доходность «России-30» выросла до 5.72%, а спрэд к десятилетним treasuries составил 116 п.

Пятница

В пятницу на рынке начался рост доходности treasuries в преддверии повышения ставки ФРС, что способствовало аналогичному движению и на российском рынке, однако, он был менее существенным. Доходность «России-30» составила 5.76% годовых, а спрэд к российским еврооблигациям сузился до 114 п.

Тенденции

В начале недели российские еврооблигации оставались на прежних уровнях. Большая неопределенность в отношении дальнейшего движения рынка способствовала затишью на долговом рынке, который готовился отреагировать на результаты заседания Федеральной резервной системы (ФРС) США во вторник.

Российские еврооблигации последуют за общей тенденцией emerging markets, с той лишь разницей, что, в силу своей более низкой оценки их рынком в сравнении с долгами Бразилии и Турции, падение может быть значительно мягче, чем у конкурентов. С другой стороны, если отток средств из treasuries возобновится, российские еврооблигации будут достаточно востребованными, что позволит им существенно подняться в последние недели этого года, однако, речи о достижении максимумов пока не идет.

Не очень позитивно рассматриваются перспективы роста российского долга на следующий год. Как показывают прогнозы на 2006 г., снижение темпов роста ВВП, который может оказаться еще ниже прогнозов в связи со снижением цен на нефть и металлы, а также более высокий, чем ожидалось ранее, уровень инфляции, может оказать сдерживающее влияние на рост котировок российского суверенного долга.

Корпоративные еврооблигации

Корпоративные облигации во многом повторили динамику суверенного долга России: после снижения котировок во вторник наметилась определенная тенденция к росту в середине недели, после чего вновь последовало падение. Наиболее устойчивыми по итогам недели оказались выпуски: «Банк-Москвы-9» (+0.17%), «Газпромбанк» (+0.12%) и «Банк-Москвы-10» (+0.10%). Еще одной бумагой, которой удалось завершить неделю в плюсе, стал выпуск «Росбанка-9» (+0.02%). Как видно, стабильность по-прежнему демонстрировали банки с рейтингом «В».

Наиболее существенным падением отличились недавние лидеры, довольно раскрученные и известные среди иностранных инвесторов бренды: «МТС-12» (-0.86%), «Газпром-34» (-0.64%), «Внешторгбанк-35» (-0.57%). Из

Место (на прошлой неделе)	Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
1(14)	Банк Москвы-09	0.17%
2(45)	Газпромбанк	0.12%
3(2)	Банк Москвы-10	0.10%
4(25)	Росбанк-9	0.02%
5(31)	Альфабанк-8	0.01%



чего можно сделать вывод о том, что, в целом, падение корпоративных еврооблигаций во многом связано с оттоком западного капитала из долгов рискованного сектора.

Из состоявшихся на прошлой неделе размещений стоит отметить выход на рынок 10-летних евробондов Банка "Русский стандарт" (PTC:RSBN) на сумму \$200 млн. под 8,875% годовых. Организатором выпуска выступил Barclays.

На прошлой неделе стало известно о готовящихся размещениях выпусков еврооблигаций следующих корпораций:

- «Внешторгбанк» (PTC: VTBR) планирует к этой неделе разместить ноты с плавающей доходностью (floating rate note, FRN) объемом не менее \$500 млн. Срок обращения FRN составит 2 года. Организаторами выпуска выступают ABN Amro, BNP Paribas, Citigroup и JP Morgan.
- Российско-британская ТНК-ВР рассматривает возможность размещения еврооблигаций в рамках программы (EMTN euro medium term note) в первом квартале 2006 года. Объем размещения может составить до \$1 млрд. Ранее выходила информация о том, что ТНК-ВР утвердила программу EMTN на \$5 млрд. и выбрала организаторов программы - Citibank, CSFB, UBS и BNP Paribas.
- Банк "Русский стандарт" планирует начать размещение бумаг в рамках сделки по секьюритизации в феврале 2006 года. Главным организатором сделки назначен германский банк HVB, лид-менеджерами являются Barclays и J.P. Morgan. Объем транша составит 60 млн. евро.
- Размещение нот участия в займе (LPN) ООО "Торговый Дом "Евросеть" (PTC: TDEV), владельца крупнейшей в России сети салонов связи, переносится на следующий год из-за задержки подготовки размещения организатором и изменившейся конъюнктуры финансового рынка.
- Москва может в первом квартале 2006 года разместить еврооблигации на 400 млн. евро. Срок обращения еврооблигаций может составить 10-15 лет.

Российские рублевые облигации

Активность на рынке внутренних рублевых облигаций оставалась по-прежнему на низком уровне, а ценовые колебания были незначительными. Помимо низкой доходности в рублевом секторе, ситуацию во многом усугубила низкая рублевая ликвидность. Ставки МБК до конца недели не опускались ниже 3.5%, что сдерживало игроков от активных торгов на рынке рублевого долга. Некоторой активизации торгов способствовали состоявшиеся на прошлой неделе аукционы. В целом, на рынке наблюдалась тенденция к понижению котировок, чему дополнительно способствовал рост доходности внешних долгов России.

В обозримом будущем большое количество размещений, которые ожидаются в декабре, продолжают оказывать давление на цены облигаций, равно как и на активность торгов, которая, судя по всему, до конца года останется на низком уровне.



ГКО-ОФЗ-ОБР

Изменения курсовой стоимости облигаций федерального займа в течение всей прошедшей недели были незначительными, при этом изменение средневзвешенной доходности в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД не выходило за рамки 4 базисных пунктов, а, по итогам торгов 9 декабря, она составила 6,50% годовых.

Низкая активность, как и ранее на этой неделе, обуславливалась дефицитом рублевой ликвидности в связи с остававшимися в силе настроениями на покупку доллара. Об этом, в частности, свидетельствовал объем средств коммерческих банков на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ, составивший в пятницу 320,7 млрд. рублей, а также средние ставки на рынке однодневных межбанковских кредитов (MIACR), не опускавшиеся в течение первых четырех дней недели ниже 3,5% годовых. Для удовлетворения спроса банковской системы на рублевые ресурсы Центральному банку РФ приходилось практически каждый торговый день проводить аукционы прямого РЕПО.

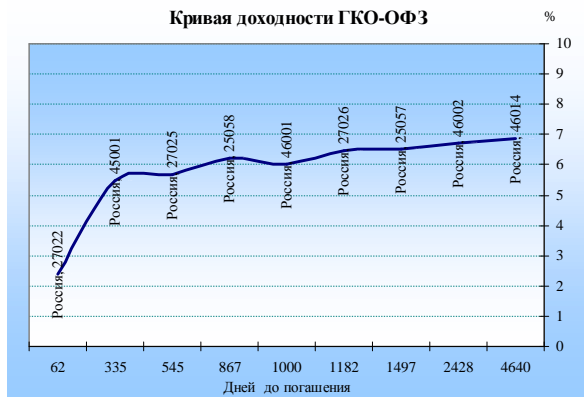
Кроме того, интерес к ОФЗ, которые, по большей части являются инструментом для стратегических вложений крупных банков, существенно снизился в последнее время в силу доходности ниже уровня инфляции в стране. Как следствие, большую часть недели инвесторы проявляли довольно слабый интерес к рублевому госдолгу.

Дневной объем торгов на вторичном рынке в течение четырех дней не превышал 1 млрд. рублей, и лишь в среду, 7 декабря, он вырос до 3,411 млрд. рублей. Суммарный же недельный объем торгов с учетом показателя за 7 декабря составил 5,446 млрд. рублей.

Негативно на активности торгов в секторе рублевого госдолга отразилось большое количество аукционов по первичному размещению новых выпусков корпоративных и региональных облигаций. Общий объем размещенных бумаг в смежных облигационных секторах составил за пять дней 16,35 млрд. рублей по номиналу. Отвлечение ресурсов на участие в этих аукционах по причине более высоких процентных ставок корпоративных и региональных бумаг по сравнению с гособлигациями также не давало возможности активизироваться игрокам на повышение в секторе ОФЗ.

Что касается поддерживающего госдолг фактора, то им стал тот факт, что крупнейшие держатели ОФЗ в лице «Сбербанка России», Пенсионного фонда, «Внешэкономбанка», незаинтересованные под конец года в снижении стоимости своих активов. Основной интерес аукциону ОФЗ-АД серии 48001 с датой погашения 31 октября 2018 года в среду проявили, скорее всего, именно названные имена. В ходе аукциона было реализовано бумаг на общую сумму 1,246 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения в 3 млрд. рублей и спросе в 2,353 млрд. рублей по номиналу. Средневзвешенная цена ОФЗ-АД 48001 составила на аукционе 104,463% от номинала, что соответствует доходности 7,39% годовых. Также на среду, 7 декабря, пришелся недельный пик активности участников рынка, чему способствовала

Кривая доходности ГКО-ОФЗ



проведенная Минфином в этот день выплата шестого купона ОФЗ серии 28005 на сумму 540,232 млн. рублей. Часть средств от купонных платежей, полученная крупными игроками, была, по всей видимости, вновь реинвестирована в государственные бумаги.

Скорее всего, активности на торгах государственными рублевыми облигациями в первой половине недели ждать не придется, в силу все тех же причин: дефицита рублей и низкой доходности на вторичном рынке. Основное внимание инвесторов в ближайшие дни опять будет направлено на первичный рынок, активность которого на текущей неделе будет чрезвычайно высока. В среду, например, пройдут размещения корпоративных бумаг на 7 млрд. рублей, а также выпуска ОФЗ 46018 на 8 млрд. рублей. Часть рублевых средств со вторичного рынка также отвлекут запланированные на 15 декабря налоговые выплаты в бюджет (ЕСН). Поэтому активизации торгов стоит ожидать лишь со среды, на которую к тому же приходится выплаты купонов по целому ряду выпусков госбумаг (27025, 27026, 46001 и 46018) на общую сумму почти 3 млрд. рублей, что улучшит ситуацию с рублевой ликвидностью. Принимая во внимание тот факт, что основное количество этих бумаг находится в портфеле крупных консервативных игроков, по всей видимости, средства от купонов будут вновь реинвестироваться в ОФЗ, что поднимет их котировки на рынке.

Субфедеральные и муниципальные облигации

На рынке субфедеральных долгов, равно как и на рынке рублевого госдолга, торги проходили крайне вяло. Суммарный биржевой оборот за неделю составил 1,1 млрд руб. Доля сделок с облигациями Москвы сократилась до 17% биржевого оборота. Наиболее активным в этом секторе был 36-ой выпуск Москвы, подешевевший за неделю на 2,22%.

Лидером ценового роста стал новый выпуск облигаций КОМИ, который с момента размещения вырос к четвергу на 3,6% (в пятницу по данному выпуску наблюдались одиночные продажи). Столь резкий рост котировок, возможно, связан с тем, что при размещении данные облигации были недооценены рынком.

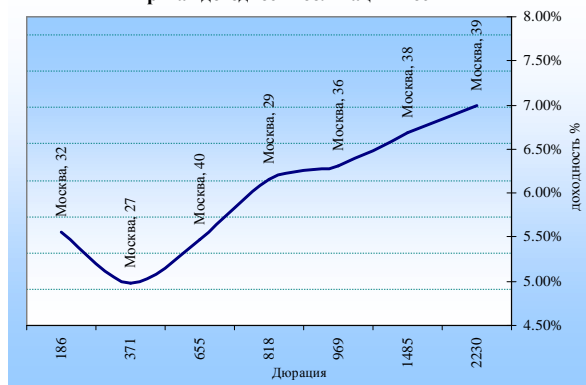
Также отмечался ценовой рост на 0,1-0,4% в секторе облигаций Московской области, на долю которых пришлось около 30% биржевого оборота.

В то же время 2-ой выпуск Новосибирской области подешевел на 0,33%, что могло быть связано с объявлением эмитента о размещении нового выпуска 20 декабря на 2,5 млрд. руб., так же продажи наблюдались в облигациях Тверской области (-0,7-1,6%).

Корпоративные облигации

Совокупный объем сделок, совершенных на вторичном рынке корпоративных бумаг с 5 по 9 декабря, снизился почти на 30% по сравнению с предыдущей неделей - до 14,46 млрд. рублей. Активность торгов на вторичном рынке корпоративных бумаг в этот период находилась на низком уровне из-за высокого объема первичных

Кривая доходности облигаций Москвы



размещений - 10, при этом 7 состоялось во вторник. Общая сумма размещений на прошлой неделе составила 16,35 млрд. рублей. Главным фактором, оказывавшим негативное влияние на динамику котировок корпоративных ценных бумаг, была низкая ликвидность банковского сектора. Незначительное увеличение уровня денежных средств в экономике, характерное для начала месяца, нивелировалось высокой активностью первичного рынка. В результате этого курсовая стоимость корпоративных облигаций заметно снижалась всю неделю. Индекс полной доходности RUXCbonds вырос с 5 по 9 декабря на 0,03% и составил 186,64 пункта, а ценовой индекс RUXCbonds-P упал на 0,14% до 113,64 пункта.

Состоявшиеся размещения прошли вполне успешно для большинства эмитентов. Практически все бумаги были размещены в рамках прогнозируемого диапазона, который предполагал премию ко вторичному рынку. Причем для эмитентов 1-го круга премия составляла 30-60 б.п., для остальных – 70-150 б.п. Однако, нехватка свободных средств для инвестирования в новые выпуски уже начала ощущаться. Спрос на аукционах находился примерно на уровне заявленных объемов размещения, часть выпусков организаторы не смогли разместить в ходе аукциона, проводя доразмещение в режиме переговорных сделок.

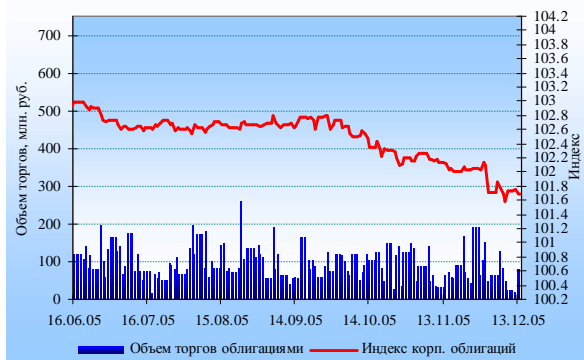
На падающем рынке наиболее активные продажи отмечались в бумагах «ФСК» (перед размещением 16 декабря 3-го выпуска эмитента на 7 млрд. руб.), «Центртелекоме» и других облигациях телекоммуникационных компаний (что было обусловлено размещением двух выпусков «Волгателекома» на прошлой неделе и облигаций ЮТК-4 14 декабря). В лидеры роста котировок по итогам недели вышли бумаги ТНК-5, выросшие на 4.27%.

На этой неделе факторы, влияющие на стоимость рублевых облигаций, будут оказывать разнонаправленное влияние на котировки бумаг.

С одной стороны, сохраняющийся дефицит рублевой ликвидности снова будет оказывать давление на котировки корпоративных выпусков. Так, по данным на утро 13 декабря объем средств на корсчетах и депозитах ЦБ РФ составил 311,8 млрд. рублей, что лишь на 3,1 млрд. рублей выше показателя понедельника, и она может еще больше осложниться в связи с выплатой ЕСН 15 декабря.

Кроме того, снижению котировок корпоративных облигаций на этой неделе может поспособствовать высокая активность первичного рынка. Объем объявленных на начавшуюся неделю первичных размещений составляет 36,3 млрд. рублей, при этом облигации на 19,1 млрд. рублей будут проданы в пятницу. В результате этого в первой половине недели эксперты не исключают возможности небольшого повышения котировок в случае стабильной ситуации на рынке российских еврооблигаций и увеличения рублевой

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



ликвидности. Однако, принимая во внимание тот факт, что основные игроки на рынке будут оттянуты на рынок первичных размещений, в конце недели, после того, как пройдут основные размещения, стоит ожидать заметного снижения котировок корпоративных облигаций.

С другой стороны, рост курса рубля по отношению к доллару США будет поддерживать спрос на рублевые бумаги, однако, влияние второго фактора, скорее всего, будет ограниченным.

Прошедшие размещения:

6 декабря прошло сразу 6 размещений на первичном рынке:

Республика Коми полностью разместила в ходе аукциона на ФБ ММВБ 8-й выпуск облигаций объемом 1 млрд. руб. Дата погашения облигаций - 3 декабря 2015 г. «Ухтабанк» совместно с ИБ "КИТ Финанс" является организатором выпуска.

ОАО "ВолгаТелеком" полностью разместило облигации серии ВТ-2 и ВТ-3 на общую сумму 5,3 млрд. руб. «Связь-банк» является организатором выпуска.

ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" полностью разместило в ходе аукционов на ФБ ММВБ облигации 5-го и 6-го выпусков на общую сумму 4,7 млрд. руб. Организаторами 5-го выпуска выступили Газпромбанк и Райффайзенбанк Австрия, организаторами 6-го выпуска - Внешторгбанк и Внешэкономбанк.

ОАО "Детский мир - Центр" полностью разместило в ходе аукциона на ФБ ММВБ дебютный выпуск облигаций объемом 1,15 млрд. руб. Срок обращения облигаций – 3458 дней. ЗАО "Гарант-М" является организатором выпуска.

ООО "Белгородские гранулированные корма" разместило облигации на 700 млн. руб.

Маслоэкстракционный завод (МЭЗ) "Волшебный край" вышел на рынок с облигационным займом на 500 млн. рублей.

7 декабря ЗАО "Марта Финанс" полностью разместило на ФБ ММВБ 2-й выпуск облигаций объемом 1 млрд. руб. Срок обращения облигаций - 4 года. Организаторы – «ИМПЭКСбанк», «Росбанк».

ООО "Санвэй-Груп" (Кингисепп, Ленинградская область) предложило инвесторам свои трехлетние бумаги на 1 млрд. руб.

8 декабря Иркутская область полностью разместила на ФБ ММВБ с.г. выпуск государственных облигаций объемом 900 млн. руб. Срок обращения - 1050 дней. Генеральным агентом эмитента является ОАО "Восточно-Сибирская фондовая компания". Организаторы выпуска – брокерская компания "Регион" и банк "Союз".

Предстоящие размещения

По сведениям агентств «Интерфакс» и «Cbonds» на текущей неделе пройдут следующие размещения:

На среду запланированы первичные размещения облигационных займов ОАО "ЮТК" (РТС: KUBN) 4-й серии на 5 млрд. рублей и ОАО "Севкабель-финанс" 2-й серии на 1 млрд. рублей.

Кроме того, на 14 декабря запланировано размещение облигаций 1-й серии ООО "Матрица Финанс" на 1,2 млрд. рублей.

В четверг свои бумаги 4-й серии на 10 млрд. рублей предложит инвесторам ОАО "Российские железные дороги" (РТС: RZHD).

На пятницу, 16 декабря, запланированы размещения облигаций ОАО "НК "Русснефть" 1-й серии и ФСК ЕЭС 3-го выпуска объемом эмиссии по 7 млрд. рублей.

Кроме того, в пятницу пройдут размещения бумаг банка "КИТ Финанс" 1-й серии на 2 млрд. рублей, «Сибкадембанка» 2-го выпуска объемом 1,2 млрд. рублей, ООО "Моссельпром Финанс" 1-й серии на 1 млрд. рублей.



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин - тел. (095) 411-66-55 доб. 237

(US treasuries, Emerging markets, Российские еврооблигации, ОФЗ)

Отдел доверительного управления ИФК «Алемар»

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

(ОФЗ, рублевые субфедеральные, муниципальные и корпоративные облигации)

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».

