



ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

13.02.2006 – 21.02.2006

Февраль 2005

Основные события:

- Новый глава ФРС Бен Бернанке рынок не разочаровал, однако, в целом, тон его выступлений не преподнес каких-либо сюрпризов и укладывался в общий характер сопроводительного заявления ФРС после повышения ставки 31 января
- Розничные продажи в прошлом месяце увеличились на 2.3%, превысив прогнозы и предыдущее значение, также был отмечен рост региональных показателей производственной активности, в частности, индексов Philly Fed и New York manufacturing
- Ставки десятилетних treasuries находились вблизи 4.6% годовых
- Приток средств в emerging markets сохраняется, позволив спрэду EMBI+ достичь очередного рекорда – 195 п., спрэд России-30 к UST-10 составил 104 п.
- Знаковым событием для рынка стало размещение 30-летних облигаций серии 46020 в среду, спрос на которые превысил предложение в 2,5 раза, составив 22,36 млрд. рублей по номиналу
- Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Сибирьтелеком-4» (+1,55%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Газпром-5» (-1,26%)

Содержание:

МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2

US TREASURIES 2
EMERGING MARKETS 5

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 6

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ
ЕВРООБЛИГАЦИИ 6
КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ
7

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 8

ГКО-ОФЗ-ОБР 8
СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И
МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 9
КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 9
РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ 10
РАЗМЕЩЕНИЯ ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ: 11
РАЗМЕЩЕНИЯ СЛЕДУЮЩЕЙ НЕДЕЛИ:
11



Мировой долговой рынок

Важные публикации по экономике США, равно как и выступление Бернанке перед Конгрессом США, во многом определили динамику торгов на прошлой неделе. Рост инфляционных ожиданий, усиленный вышедшими данными по розничным продажам и ростом производственных индексов, способствовали дальнейшему снижению котировок US treasuries.

Выступление нового главы ФРС Бена Бернанке оправдало ожидания рынка относительно продолжения денежной политики Алана Гринспена и активизировало спекуляции на тему повышения базовой ставки до 4.75% в марте и, возможно, до 5% годовых в мае этого года. На этом фоне доходности десятилетних treasuries к середине недели достигли 4.61% годовых, а активные продажи в наиболее чувствительном к повышениям ставки, коротком, конце кривой доходности привели к усилению инверсии кривой доходности до рекордных 12 п.

Отток капитала из базовых активов продолжился, однако, в преддверии ключевых событий на прошлой и текущей неделях (выступление Бернанке и публикации инфляционных показателей) активность в рисковом сегменте заметно снизилась. Долги emerging markets после фиксации в начале недели вплоть до пятницы оставались на одном уровне, что на фоне снижения treasuries привело к сужению спреда EMBI+ до рекордных 195 б.п.

К концу недели, видимо, благодаря восстановлению ликвидности, заметный рост был отмечен во всех секторах рынка ценных бумаг. Вслед за ростом Dow Jones к отметкам выше 11100 п. последовал подъем treasuries и долгов emerging markets. Поводом для коррекции послужили новости о снижении потребительского доверия в США, однако, по всей видимости, данная тенденция будет краткосрочной, и в ближайшее время снижение долгов продолжится. Вместе с тем, не стихающий поток капитала в сектор emerging markets продолжит удерживать еврооблигации развивающихся стран на текущих уровнях, хотя рост спекулятивных настроений приведет к увеличению волатильности в сегменте.

US treasuries

Основным событием на рынке US treasuries стало двухдневное выступление нового Главы ФРС Бена Бернанке перед Конгрессом США, которое состоялось в среду и четверг. Бернанке не сказал ничего нового по сравнению с тем, что было заявлено Аланом Гринспеном после последнего заседания комиссии по открытым рынкам, 31 января. Между тем, как и ожидалось, он оказался достаточно жестким и дал рынку уверенность в том, что экономика страны продолжает демонстрировать впечатляющие темпы роста, а угроза инфляции сохраняется, что делает мартовское повышение базовой ставки до 4.75%

практически решенным вопросом. На этом фоне инверсия кривой доходности treasuries только усилилась, достигнув 12 б.п., а доходности десятилетних treasuries прошли уровень 4.61% годовых.

Итак, наиболее значимые события произошли в среду и четверг, когда Бернанке отчитывался перед палатой представителей и финансовым комитетом Конгресса США. Ожидалось, что Бернанке будет весьма жесток в своих заявлениях, и покажет рынку свою готовность продолжать прежнюю политику ФРС, что способствовало подъему доллара и доходности treasuries.

Новый глава ФРС рынок не разочаровал, однако, в целом, тон его выступлений не преподнес каких-либо сюрпризов и укладывался в общий характер сопроводительного заявления ФРС после повышения ставки 31 января. В своем выступлении глава ФРС озвучил основные моменты, которые могут привести к продолжению агрессивной денежной политики ФРС. По его словам, американская экономика демонстрирует устойчивый рост, что может потребовать дополнительного повышения уровня базовой процентной ставки для сдерживания инфляции. Повышение ставки может стать необходимым шагом для контроля инфляции в том случае, если макроэкономические показатели будут превышать ожидания, отметил Бернанке. По его словам, в ближайшие кварталы Комитету по открытым рынкам (FOMC) ФРС предстоит принимать решения с учетом, как инфляционных рисков, так и рисков, связанных с замедлением темпов роста экономики, и монетарная политика все больше будет зависеть от опубликованных показателей.

Глава ФРС отметил рост рынка труда и значительное снижение безработицы в стране, что подтверждает стабильность развития экономики США в целом. Согласно озвученным им прогнозам, безработица в 06-07 годах составит 4.75%-5.0%, прогноз по ВВП на 06 год - 3.5%, на 07 - 3.0-3.5%.

Говоря о ситуации на рынке недвижимости, глава ФРС отметил, что "ожидается некоторое охлаждение на рынке жилья", однако, это не будет препятствовать сохранению высоких темпов экономического роста. Тем не менее, "рост цен и строительства может замедлиться более стремительно, чем ожидается", добавил он.

По мнению Б. Бернанке, высокие цены на энергоносители и возможность замедления темпов роста на рынке жилья несут в себе риск ускорения инфляции и замедления экономики.

Таким образом, факт того, что на заседании 28 марта ФРС повысит ставку до 4.75%, вызывает мало сомнений, тем более что темпы роста американской экономики в первом квартале, скорее всего, превысят ожидания. Выступление Бернанке также способствовало и укреплению мнения о том, что новый



глава может пойти и еще на одно повышение ставки в мае для того, чтобы окончательно убедить рынок в своей беспристрастности и намерении следовать политике Гринспена. Аналитики ожидают еще, как минимум, два повышения в марте и в мае с вероятностью в 96% и 65%, соответственно.

На волне роста оптимизма в отношении дальнейшего повышения уровня базовой ставки, продажи в коротком конце кривой доходности, наиболее чувствительном к повышениям базовой ставки, усилились, позволив их доходности достичь рекордного уровня 4.71% годовых. Между тем, десятилетние treasuries, после того как их доходность достигла уровня 4.60%, были поддержаны спросом, однако, возросшие инфляционные опасения не позволили им снизиться и усилили инверсию на кривой доходности. Спрэд между двухлетними и десятилетними treasuries вырос до рекордных -12 п. - самого большого значения с декабря 2000 г.

Помимо выступления Бернанке, рынок также отслеживал выходящие экономические новости, которые также только укрепили веру инвесторов в продолжение цикла повышений ставки ФРС вплоть до 5% годовых к маю этого года.

Согласно официальным данным, розничные продажи в прошлом месяце увеличились на 2.3%, превысив прогнозы и предыдущее значение. "Ядро" продаж, исключая автопродажи, увеличилось на 2.2%, что также значительно выше прогнозов. Кроме того, был отмечен рост региональных показателей производственной активности, в частности, индексов Philly Fed и New York manufacturing. Еще одним важным фактором стало рекордное увеличение показателя начала строительства новых домов, который в январе достиг 33-х летнего максимума. Опасения в отношении охлаждения в строительном секторе на протяжении последних месяцев значительно ослабляли позиции доллара, поскольку, именно бум в данном секторе положительно сказался на росте ВВП страны в 2005 г. Однако, как показывает статистика, рост ставок в настоящий момент только усилил спрос на недвижимость, так как ожидания дальнейшего удорожания кредитов заставляют инвесторов вкладывать деньги в сектор сейчас, когда ставки еще не достигли максимумов. Также, важно отметить и тот факт, что представители ФРС ясно дали понять, что не намерены завершать цикл повышений ставок до появления признаков охлаждения рынка жилья.

Данные по сокращению притока иностранного капитала, вышедшие в среду, не оказали существенного влияния на рынок, поскольку проведенные ранее аукционы показали существенный спрос со стороны иностранцев на длинные бумаги. Поэтому ближайшие отчеты TICS, по всей видимости, покажут хорошие влияния в долг США, тем более что уверенность в дальнейшем росте экономики США по-прежнему сильна. Об этом, в частности, свидетельствует хороший спрос на длинные долги, доходность которых, несмотря

на явные сигналы в пользу дальнейшего повышения базовой ставки, не смогли подобраться к отметке 4.65% годовых.

Медленное падение treasuries было прервано в пятницу после вышедших разочаровывающих данных индекса потребительского доверия. При этом, росту treasuries не помешал даже рост базового индекса производственной инфляции, превысивший в два раза прогнозные значения. Во многом это связано с тем, что на рынке назрела коррекция, и рост котировок казначейских бумаг (доходность по десятилетним бумагам снизилась до 4.54%) вполне объясним.

Как сообщило Министерство Труда, в январе оптовые цены выросли на 0.3%, а рост «ядра» индекса - показателя, который не учитывает изменения цен на продукты питания и энергоносители, вдвое превысил прогноз и оказался самым значительным за последний год, составив 0.4%. В предыдущем месяце, напомним, показатель вырос лишь на 0.1%. Рост индекса PPI стал еще одним свидетельством в пользу роста инфляции, и может дать дополнительные аргументы в пользу продолжения повышения процентных ставок ФРС.

Что же касается индекса потребительских настроений американцев, рассчитываемого университетом Мичигана, то он снизился в феврале 2006 до 87.4 пункта с 91.2 пункта в январе, вопреки прогнозам роста до 91.5 пункта. Падение уровня доверия потребителей было вызвано ростом расходов на отопление жилья, говорят экономисты.

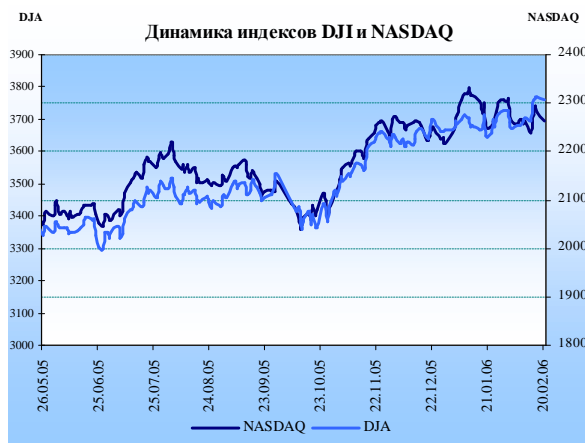
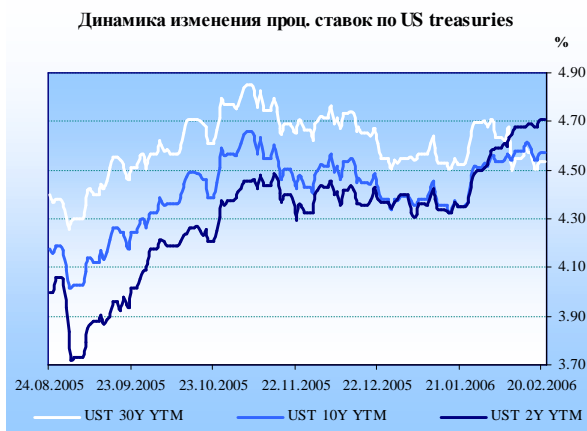
Скорее всего, пятничный взлет котировок американских казначейских бумаг был во многом обусловлен техническими факторами: за последний месяц доходности treasuries выросли более, чем на 20 б.п. и достигли максимальных значений с ноября прошлого года. В связи с этим, длительная коррекция в секторе маловероятна. Особенно принимая во внимание рост инфляционных опасений и весьма позитивную экономическую ситуацию в стране, оптимистичный настрой в отношении которой, вряд ли мог быть испорчен выходом одного не слишком удачного индекса.

Большинство игроков сейчас сфокусировано на целевом значении по базовой ставке. Рост базового индекса PPI существенно обострил инфляционные ожидания инвесторов, а вместе с решимостью Бернанке продолжить «дело Гринспена», повышение ставки по федеральным фондам до 5% уже не выглядит абсурдным, тем более что экономика США далека от замедления. Таким образом, в ближайшие месяцы нисходящий тренд на рынке treasuries сохранится, при этом продажи могут усилиться, особенно в коротком конце кривой доходности, что в еще большей степени усилит инверсию кривой доходности. Вместе с тем, долларовая ликвидность остается на высоком уровне, поэтому вряд ли доходности treasuries в ближайшие дни приблизятся к значениям,



соответствующим ожиданиям в отношении базовой ставки – 4.75%. Более того, уровень 4.65% по длинным бумагам остается достаточно привлекательным, поэтому при усилении продаж в коротком конце поддержка длинных бумаг будет только нарастать. Динамика treasuries на этой неделе во многом будет зависеть от выходящих публикаций. В понедельник американские рынки будут закрыты, а во вторник выходят сразу два важных отчета – протокол FOMC

и опережающие индикаторы. В среду ожидается выход данных по потребительской инфляции, которые в случае увеличения дадут существенный толчок для снижения длинных бумаг, однако, вряд ли оно будет существенным. Судя по всему, доходность по индикативным бумагам сможет вырасти до 4.65-4.7% годовых, где под давлением спроса останется вплоть до прогнозируемого подъема ставки в марте.



Emerging markets

Тема базовой ставки в США продолжила главенствовать на финансовом рынке. Несмотря на то, что рынок ожидал достаточно агрессивного выступления нового главы ФРС – Бена Бернанке, инвесторы все же решили воздержаться от активных действий, предпочитая, по возможности, зафиксировать прибыль по индикативным бумагам. После выступления Бернанке активность вернулась в рискованный сектор, однако, по всей видимости, она продолжает носить спекулятивный характер, несмотря на то, что вырасти удалось как еврооблигациям с инвестиционным рейтингом, так и еврооблигациям. Явным сигналом к росту аппетита на рисковые активы послужило мощное восстановление индекса Dow Jones, который вырос почти на 300 п. с 10856 до 11151 п. в пятницу. Однако, несмотря на активизацию в рисковом секторе, оптимистичный настрой инвесторов в отношении американской экономики может оттянуть часть капитала из долгового рынка развивающихся стран на американский рынок акций.

Страновые факторы также внесли свои коррективы. Перуанские долги продолжили расти после выхода последнего опроса общественного мнения, согласно которому перед президентскими выборами 9 апреля лидирует дружественный рынку кандидат Лордес Флорес. Напомним, что в конце прошлого года индикативные «Перу'33» потеряли более 500 б.п. из-за неожиданного роста популярности левого кандидата Олланта Умала. Также оптимизма в отношении еврооблигаций Перу добавили и недавние сообщения S&P о том, что сильные экономики Перу и Бразилии, вероятно, не пострадают от президентских выборов. Цены на нефть также оставались в фокусе рынка и стали причиной снижения еврооблигаций основных стран-экспортеров нефти, в том числе Венесуэлы и Колумбии.

В целом, спекулятивный настрой игроков сохранялся, и торги в рисковом секторе проходили по техническому сценарию. После того, как индикативные еврооблигации, в особенности Бразильские, показали мощные ралли в пятницу на позапрошлой неделе (10 февраля), начиная с понедельника, на рынок обрушилась коррекция. Однако, снижение treasuries также оказалось значительным, и спрэд EMBI+ в первые дни недели даже сузился со 198п. до 196п. Во многом, сужению спреда способствовало затишье, воцарившееся на emerging markets в преддверии выступления Бена Бернанке в среду и четверг. Выступление Бернанке было вполне спокойно воспринято на рынке долгов стран с развивающейся экономикой из-за того, что тон заявления нового главы ФРС был предсказуем. Коррекция по наиболее ликвидным и индикативным бумагам продолжилась вслед за снижением US treasuries.

Стабилизация на рынке базовых активов, равно как и растущий аппетит инвесторов к риску, вернули интерес в рисковом сегменте рынка. После длительного снижения в лидерах вновь оказалась индикативные еврооблигации Бразилии. Основу их росту положили как решение правительства отменить 15-процентный налог на покупку местных облигаций для нерезидентов, так и недавнее заявление о досрочном выкупе долгов, что оказало поддержку всем бразильским активам. Индикативные «Бразилия'40» прибавили 88 б.п. по цене до 132.25%, а более привлекательные по доходности «Бразилия'30» – 250 б.п. Спрос на высокодоходные бумаги после их роста в предыдущие недели не был существенным, тем более что цены на нефть играли в конце недели против них. В результате, спрэд остался неизменным – 198 п.

На фоне восстановления базовых активов долги emerging markets получили хороший стимул к росту. Долларовая ликвидность остается на высоком уровне, поэтому в пятницу воодушевленные ростом американского фондового рынка инвесторы проявили существенный интерес к рисковому активам. Спрэд рисковой премии EMBI+ остался вблизи исторических минимумов 198 б.п., тогда как на наличном рынке наибольший рост показали бразильские еврооблигации с погашением в 2024-2030 годах за счет либерализации внутреннего долгового рынка для нерезидентов, а также долги стран экспортеров нефти за счет сильного открытия котировок Brent в пятницу. Венесуэла, ранее заметно ослабившая свои позиции, стала фаворитом emerging markets на фоне возобновления роста цен на «черное золото».

В целом, emerging market продолжают оставаться под давлением базовых активов, снижение которых увлекает за собой и котировки наиболее ликвидных долгов развивающихся стран. Несмотря на то, что уверенность инвесторов в том, что базовая ставка будет повышена в марте до 4.75%, заметно укрепилась, активных распродаж в секторе базовых активов не наблюдалось. Вероятнее всего, инвесторы предпочитают дожидаться выхода данных по потребительской инфляции, а также протоколов заседания FOMC, которые смогут окончательно развеять их сомнения в том, пойдет ли Бернанке на повышение ставки. По всей видимости, выходящие данные по США будут говорить в пользу продолжения жесткой политики ФРС, что может усилить отток капитала из treasuries и, в свою очередь, повысит интерес инвесторов к рисковому активам – акциям и долгам развивающихся стран. Тем не менее, данная тенденция будет носить ограниченный характер, особенно учитывая высокую неопределенность в отношении базовых ставок, что, как и прежде, будет способствовать господству спекулятивных настроений в секторе рисковом активов, а по мере приближения мартовского заседания волатильность на рынке будет только возрастать. Как показала



последняя неделя, вложения в еврооблигации *emerging markets* носят преимущественно краткосрочный характер, и на рынке преобладают технические сценарии торгов. Но в ближайшее время, благодаря не утихающему мощному притоку средств из базовых активов, спрэд к *emerging markets* может продолжить сужение и подойти к 190 б.п.: достигнув исторических максимумов, рынок будет заметно корректироваться, после чего приток иностранного капитала вновь будет выводить его на рекордные уровни.

Что касается перспектив текущей недели, то, как уже отмечалось, во многом динамика торгов определится характером данных из США. В случае, если выходящие данные по инфляции и протоколы FOMC дадут основания надеяться на еще одно или два повышения ставки ФРС, снижение *treasuries* усилятся, тем более, что пятничный рост их котировок был во многом обусловлен технической коррекцией. На этом фоне могут пострадать индикативные долги и долги с инвестиционным рейтингом, тогда как высокодоходные облигации, вероятно, испытают приток спекулятивного капитала. Игра в секторе качественных индикативных долгов также возможна, однако, поводом для этого будут служить страновые новости.

Из наиболее перспективных бумаг на ближайшее время стоит выделить Бразилию и еврооблигации стран-экспортеров нефти, в том числе Колумбию и Венесуэлу, которые, в случае роста цен на нефть, будут отыгрываться рынком вверх. Также, достаточно стабильно продолжают себя вести не индикативные бонды, в частности, Аргентины.

Российские еврооблигации

Государственные еврооблигации

Как и в случае с остальными индикативными долгами *emerging markets* активность на российском рынке заметно снизилась в преддверии выступления Бена Бернанке. Российский рынок после фиксации прибыли в понедельник немного восстановился, но активности со стороны инвесторов на нем не наблюдалось: в течение недели котировки индикативной «России-30» колебались у отметки 112% от номинала. Исключение составила пятница, когда инвесторы воспользовались данными о падении потребительского доверия в США для новых покупок *treasuries*, что привело к падению доходности по индикативным десятилетним бумагам до 4.54% годовых. Это движение было отыграно российским рынком и другими качественными бумагами, которые по итогам недели смогли вырасти и превзойти максимум прошлой недели, достигнув уровня 112.47% от номинала, при доходности 5.59% годовых.

Если более подробно остановиться на ходе торгов на прошлой неделе, то начало недели ознаменовалось заметной коррекцией во всех индикативных долгах.

Продолжающееся снижение *treasuries* передалось и на российский рынок. После резкого рывка вверх, последовавшего за успешным аукционом *treasuries*, совершенного российскими еврооблигациями в позапрошлую пятницу, начало недели прошло под знаком коррекции по российским долгам. В результате чего, в понедельник индикативные тридцатилетние бумаги РФ упали до 111.79% от номинала, при доходности 5.75% годовых. Между тем, снижение *treasuries* в тот день было более существенным, что позволило спрэду EMBI+ Russia сузиться на 1 п. со 108 б.п. до 107 б.п. В целом, вялая динамика была свойственна всем индикативным бумагам рискового сектора в начале недели.

Зафиксировав прибыль, инвесторы предпочли воздержаться от активных действий на рынке, в ожидании двухдневной тестимонии Бернанке перед Конгрессом США, а также выхода инфляционных показателей.

Заявление главы ФРС спровоцировало усиление продаж *treasuries* на коротком конце кривой доходности. В свою очередь, оптимизм в отношении долгосрочного развития американской экономики способствовал существенной поддержке индикативных длинных казначейских бумаг и их консолидации на уровнях доходности 4.61% годовых. Российские еврооблигации, в свою очередь, также оставались в диапазоне 111,9-112% от номинала при соответствующей доходности 5.64-5.66% годовых. Спрэд EMBI+ Russia к этому моменту сузился до 105 б.п. После некоторого снижения в четверг, возросший аппетит к риску инвесторов помог подъему российского внешнего долга, который происходил на фоне взлета *treasuries* и *emerging markets*. Как следствие, индекс EMBI+ снизился до 104 б.п. Котировки «России-30» в конце недели выросли до 102.47% от номинала, а доходность составила 5.59% годовых.

*В ближайшем будущем отток капитала из *treasuries* будет продолжаться, если ФРС не даст сигналов к окончанию цикла повышений, что маловероятно ввиду значительного роста, который показывает экономика Штатов.*

Сохраняющаяся нисходящая динамика на рынке базовых активов негативно скажется на российском внешнем долге, поскольку небольшой спрэд к доходности США и высокая скоррелированность российских еврооблигаций и американских казначейских бумаг на фоне перспективы роста ставки в США до 4.75-5% годовых, позволяют надеяться на более выгодные условия для входа в рынок.

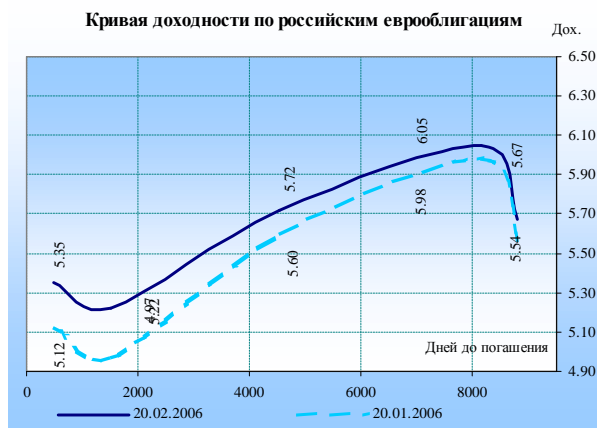
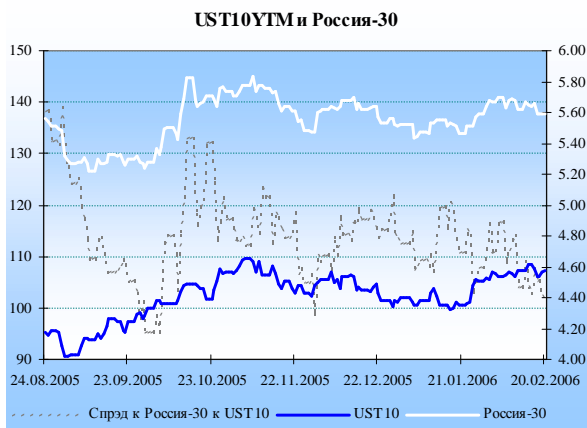
Вместе с тем, индикативные долги продолжают притягивать спекулянтов, поэтому не исключено, что при восходящей коррекции на американском рынке российский рынок будет их переигрывать, тем самым, закрепляясь на более высоких уровнях. Достаточно позитивный внутривосточный фон (в частности,



золотовалютные резервы РФ достигли рекордного уровня \$194,2 млрд.), равно как и сохраняющаяся позитивная динамика на emerging markets удержат российские долги от существенного проседания.

Что касается текущей недели, то после скачка десятилетних treasuries от 4.61% годовых к отметке 4.54% годовых, после праздника в США, вероятно, американский долг немного скорректируется вниз, что

также приведет к незначительному понижению российских долгов. В целом, понижательная тенденция по еврооблигациям РФ сохраняется, однако, она будет заметно отставать от treasuries, что может привести к дальнейшему сужению спреда между «Россией-30» и десятилетними казначейскими бумагами. Скорее всего, его значения продолжат колебаться в диапазоне 104-108 б.п.



КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Фиксация прибыли в начале прошлой недели захватила также и корпоративный сегмент, в результате чего, котировки еврооблигаций российских компаний снижались, при этом, основные продажи отмечались среди наиболее качественных эмитентов. Распродаже подверглись длинные долги «Газпрома», ВТБ, а также недавний лидер рынка – выпуск «Алроса-14». Ближе к середине недели на рынке наблюдалась консолидация, при этом наиболее сильно пострадавшие еврооблигации смогли несколько восстановиться. Основной подъем активности пришелся на конец недели (что становится тенденцией последнего времени), когда возросший аппетит инвесторов к риску вновь вернул спрос в сегмент российского корпоративного внешнего долга. В лидерах вновь оказались длинные долги «Алросы», «Газпрома» и ВТБ.

Итак, по итогам недели отметились выпуски: «Алроса-14» (+1,62% за неделю), которая продолжает расти на новостях об отмене квот на экспорт алмазов, а также возможных приобретениях алмазным гигантом ряда нефтегазовых активов в России. Следом за ней расположились выпуски «Газпрома»: «Газпром-34» (+1,28%), «Газпром-13» (+0,61%), а также «ВТБ-35» (+0,51%).

Аутсайдером стали потерявшие на снижении цен на нефть выпуски «Сибнефти» с погашением в 2007 и

2009 г. (-0,24% и -0,23% соответственно), а также «ВТБ-11» (-,36%).

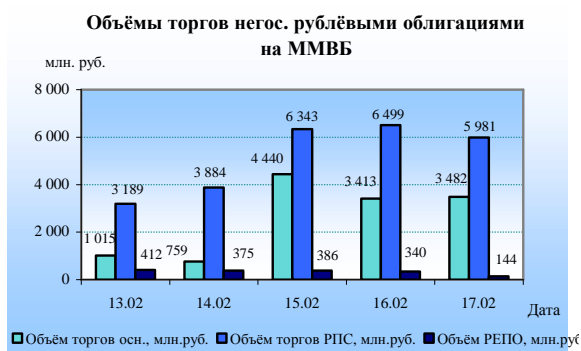
Из анонсов размещений стоит выделить намерение ОАО «Группа "Разгуляй"» в этом году разместить еврооблигаций на сумму \$100-150 млн. Также ОАО «ГидроОГК» в 2006 году планирует выйти на международный рынок заимствований, а в дальнейшем возможен выпуск еврооблигаций.

Как и в сектор внешнего долга, корпоративные еврооблигации во многом будут зависеть от динамики treasuries, при этом, в нем также продолжит наблюдаться усиление спекулятивных настроений. Как показывают последние недели, после плавного падения в течение недели к концу обычно в сектор возвращается интерес, который толкает еврооблигации корпораций на новые ценовые уровни, после чего одно-двухдневный взлет котировок сменяется коррекцией. Спросом продолжают пользоваться квази-эмитенты, однако, это приводит к существенной волатильности в данном сегменте. Телекомы и банки категории «В» выглядят более стабильно, и разброс цен по ним меньше. Спрос на короткие выпуски квази-эмитентов слабый, к тому же, например, долги «Газпрома» с погашением до 2013 г. перепроданы, что окажет давление на их котировки и в дальнейшем.



Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали в основном положительные факторы. Продолжала оставаться благоприятной ситуация с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 504,1 млрд. рублей против 372,6 млрд. рублей неделей раньше. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования в течение всей недели находились на низком уровне. Положительным моментом стало снижение доходностей российских еврооблигаций. Ситуация на валютном рынке также оставалась достаточно благоприятной. По итогам недели доллар снизился по отношению к рублю на 0,096%.



ГКО-ОФЗ-ОБР

На прошлой неделе цены большинства рублевых облигаций плавно снижались, несмотря на большой объем свободных рублевых средств у отечественных компаний и банков. Этому способствовал как большой объем размещений ОФЗ, так и понижательная динамика в секторе еврооблигаций. Средневзвешенная доходность в секторе ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД при этом плавно росла, составив 17 февраля 6,57% годовых.

Формированию тенденции к плавному снижению котировок облигаций федерального займа на вторичном рынке способствовал большой объем первичных размещений в секторе рублевого госдолга. На прошлой неделе Минфин РФ в общей сложности провел 4 аукциона, в рамках которых были размещены бумаги на общую сумму 2,6 млрд. рублей по рыночной стоимости, а в секторе корпоративных облигаций недельный объем первичных размещений составил более 20 млрд. рублей по номиналу. Снижение в рублевом секторе могло быть еще большим, однако, высокая рублевая ликвидность удержала его от падения. Знаковым событием для рынка стало размещение 30-летних облигаций серии 46020 в среду, спрос на которые превысил предложение в 2,5 раза, составив 22,36 млрд. рублей по номиналу. При этом были

размещены бумаги на сумму 3,47 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 8 млрд. рублей. Средневзвешенная цена ОФЗ-АД 46020 с погашением в 2036 году на аукционе составила 100,426% от номинала, что соответствует доходности 6,99% годовых.

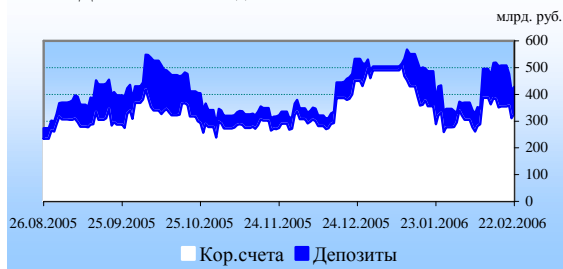
В этот же день, 15 февраля, состоялись аукционы по доразмещению ОФЗ-АД 46017 и ОФЗ-ПД 25060. По результатам аукциона ОФЗ-АД 46017, объем размещения составил 7,967 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 8 млрд. рублей и спросе 20,46 млрд. рублей по номиналу. В то же время, на аукционе по продаже ОФЗ-ПД серии 25060 были проданы бумаги на общую сумму 6,976 млрд. рублей по номиналу при предложении 7 млрд. рублей и спросе 16,232 млрд. рублей.

В пятницу, 17 февраля, Минфин провел еще один аукцион по размещению нового выпуска ОФЗ-АД серии 46019 с погашением в 2019 году. Средневзвешенная цена на аукционе составила 55,396% от номинала, что соответствует доходности 6,82% годовых. Всего было продано бумаг на общую сумму 6,732 млрд. рублей по номиналу при объеме предложения 10 млрд. рублей и спросе 9,331 млрд. рублей по номиналу.

В ближайшие дни вероятно на рынке сохраниться понижательная тенденция, тем более что начало налоговых выплат приведет к еще большему обострению ситуации денежном рынке. Также, в пользу снижения будут играть ожидаемая коррекция в секторе внешнего долга и большой объем первичных на сумму более 20 млрд. рублей на рынке корпоративных облигаций, выступающим альтернативным сектором для рынка ОФЗ.



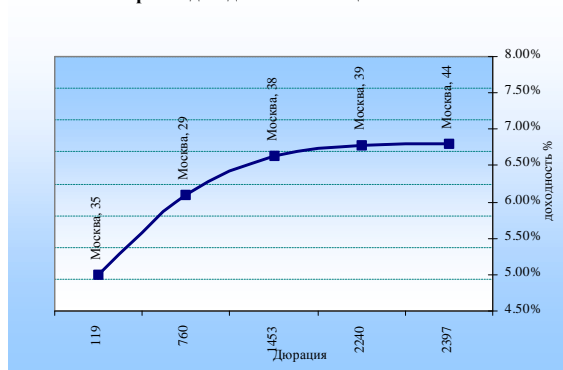
Динамика ликвидности банковской системы



СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций в течение недели также происходило разнонаправленное движение котировок, при этом, снижение продемонстрировали наиболее ликвидные облигации («Москва-39» -0,53%, «Москва-44» - 0,62%). Объем торгов на этом сегменте рынка за прошедшую неделю значительно вырос по сравнению с предыдущей и составил 4 519,96 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 (1698,26 млн. рублей). Далее расположились сорок четвертый выпуск облигаций Москвы и пятый выпуск облигаций Московской области, оборот по которым составил 1434 млн. рублей и 444,29 млн. рублей соответственно.

Кривая доходности облигаций Москвы



КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное движение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ РСВ1 за неделю вырос на 0,12% и остановился на значении 101,64. Большинство облигаций первого "эшелона" выглядели хуже рынка. Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю существенно вырос по сравнению с предыдущей и составил 8 589,21 млн.

рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в пятницу, когда объем торгов составил 2 760,62 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублёвым облигациям составил за неделю 1 657,12 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 25 895,93 млн. рублей.

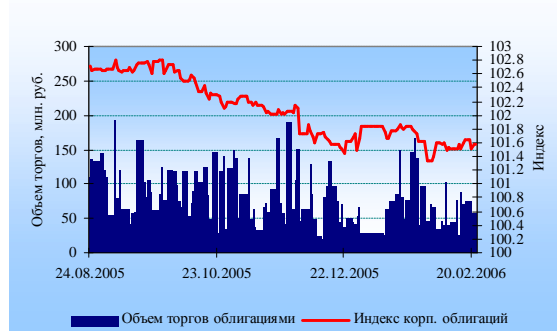
Лидером среди корпоративных облигаций по объёму торгов за неделю в основном режиме стал шестой выпуск облигаций РЖД, оборот по которому составил 1822,14 млн. рублей. Цена бумаги за неделю снизилась на 0,34% до 101,1% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению увеличилась до 7,19%.

Второе место по обороту заняли облигации ФСК «ЕЭС» второй серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 998,11 млн. рублей. Цена долгового инструмента за неделю уменьшилась на 0,4% до 104,05% от номинала. Доходность облигации к погашению выросла до 7,27%.

Третьим по объёму торгов стал шестой выпуск облигаций «Газпрома». Объем торгов по бумаге за неделю составил 996,11 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю снизилась на 0,35% до 100,65% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению увеличилась до 6,85%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали бумаги «Сибирьтелеком-4» (+1,55%). Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Газпром-5» (-1,26%).

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОШЛОЙ НЕДЕЛИ

За прошедшую неделю на биржевом рынке рублёвых облигаций состоялось восемь первичных размещений.

14 февраля на ММВБ состоялось размещение облигаций ОАО Банк «ЗЕНИТ». Общий объем выпуска - 2 млрд. рублей. Срок обращения бумаг - 1098 дней. Облигации размещались по цене 100% от номинала. Ставка первого купона определялась на конкурсе в первый день размещения, ставки 2-6 купонов равны ставке первого купона. По итогам аукциона, ставка первого купона по облигациям ОАО Банк «ЗЕНИТ» была утверждена в размере 8,39% годовых.

В тот же день на ММВБ началось размещение облигаций «ГАЗ-финанс» общим объемом 5 млрд. рублей. Срок обращения облигаций – 5 лет. Предусмотрена оферта через 2 года после начала размещения. Купонный период – 6 месяцев. Ставка первого купона по облигационному займу ООО «ГАЗ-Финанс» по итогам конкурса определена в размере 8,49% годовых. Эффективная доходность облигаций к оферте по итогам размещения составила 8,67% годовых. В ходе конкурса было размещено 4 714 125 бумаг. Оставшийся объем выпуска был доразмещен в тот же день. Выпускаемые облигации обеспечены поручительством ОАО «ГАЗ».

Организаторы размещения: Банк «Союз», ИК «Тройка Диалог».

15 февраля на ММВБ прошло размещение второго выпуска облигаций «Международного Московского Банка». Общий объем выпуска - 3 млрд. рублей. Срок обращения бумаг – 1 092 дня. Облигации имеют шесть купонных периодов. Ставка первого купона определялась на конкурсе. Процентная ставка 2-го купона равна процентной ставке 1-го купона. Процентные ставки последующих купонов устанавливаются уполномоченным органом эмитента. По итогам конкурса, ставка первого купона была установлена в размере 6,50% годовых, что соответствует эффективной доходности к годовой оферте – 6,61% годовых. Выпуск полностью размещен по итогам конкурса. Организатором, андеррайтером и платежным агентом выпуска является ЗАО «ММБ».

Также в среду на ММВБ состоялся конкурс по определению процентной ставки первого купона процентных неконвертируемых документарных облигаций на предъявителя ЗАО «Банк Русский

Стандарт». Цена размещения одной облигации равна 100% от номинальной стоимости облигаций - 1000 руб. Срок обращения облигаций – 1892 дня. Предусмотрена оферта на выкуп облигаций 23 августа 2007 года. По облигациям производятся десять купонных выплат. По результатам конкурса процентная ставка установлена в размере 8,1% годовых. Выпуск размещен в полном объеме в ходе конкурса. Ставка по второму и третьему купонам равна ставке по первому купону. Процентная ставка по остальным купонам облигаций выпуска будет установлена эмитентом. При этом процентная ставка по третьему, четвертому, пятому и шестому купонам не может составлять менее 5% годовых. Организаторами выпуска выступают АБ «Газпромбанк» (ЗАО) и ООО «Дойче Банк».

В тот же день на ММВБ началось размещение первого выпуска облигаций ОАО "Новосибирский металлургический завод им. Кузмина". Общий объем выпуска составляет 1,2 млрд. рублей. Срок обращения бумаг – 1460 дней. По облигациям выплачиваются 8 купонов, продолжительностью 6 месяцев каждый. Ставка первого купона определялась на конкурсе в первый день размещения. Ставки 2-3 купонов равны ставке первого. Ставки остальных купонов устанавливаются позднее. В результате аукциона ставка первого купона по облигациям была установлена в размере 11% годовых, что соответствует эффективной доходности к полугодовой оферте 11,3% годовых.

Организатор – ОАО "ИМПЭКСБАНК",

16 февраля прошло размещение облигационного займа ООО «ДОМО-финанс» объемом 1 млрд. руб. и сроком на два года. Купонный период составляет 6 месяцев (182 дня). Предусмотрена оферта на досрочный выкуп на пятый рабочий день третьего купонного периода. В ходе конкурса заявок ставка первого купона была установлена в размере 12,5% годовых. Ставка 2 купона равна ставке 1 купона. Ставка 3, 4 купонов определяется Эмитентом после регистрации отчета об итогах выпуска. Поручители: ООО «Бытовая Электроника», ООО «ДОМО «Электроника», ООО «Чингисхан – К». Организатор, Андеррайтер - ЗАО ИК «ТатИнК»

В тот же день началось размещение облигаций ЗАО «БАНК ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ».



Объем выпуска составляет 500 млн. рублей. Срок обращения бумаг – 1092 дня. Способ размещения – открытая подписка, цена размещения – 100% от номинальной стоимости. По облигациям выплачиваются 12 купонов продолжительностью 91 день каждый. Ставка первого купона определялась на аукционе, ставки 2-6 купонов равны ставке первого. Ставки остальных купонов определяются позднее. По итогам аукциона ставка первого купона утверждена в размере 12,5% годовых.

Организатор выпуска – АИКБ «НОМОС-БАНК» (ЗАО).

17 февраля на ММВБ состоялось размещение второго облигационного займа компании «Инком-Лада»

объемом 1,4 млрд. руб. сроком на 4 года. Купон выплачивается ежеквартально. Ставка купона на 1 год обращения – 11,75%. Ставка купона на 2-4 годы обращения определяются эмитентом. По итогам конкурса эмитентом принято решение об установлении ставки 1-4 купонов в размере 11,75% годовых. Эффективная доходность выпуска к оферте через 1 год составила 12,28% годовых. В ходе аукциона удовлетворено 82 заявки общим объемом 1 400 млн. руб. Таким образом, весь выпуск был размещен в ходе конкурса. Поручительство по выпуску предоставили ООО «Автокредит», ООО «Регби». Организатор и андеррайтер – ФК «УРАЛСИБ»

Размещения текущей недели:

| Дата | Эмитент | Объем выпуска, млн. рублей | Срок обращения | Оферта | Организатор |
|-------|-----------------------------------|----------------------------|----------------|----------|----------------------------|
| 21.02 | Отечественные лекарства-Финанс, 2 | 1 300 | 3 года | 1,5 года | МДМ-Банк |
| 21.02 | ТМК, 3 | 5 000 | 5 лет | 2 года | Внешторгбанк, Банк Уралсиб |
| 21.02 | Юниаструм Банк, 1 | 1 000 | 3 года | 1 год | ИК АВК |
| 21.02 | АПК Аркада, 2 | 700 | 3 года | - | ИМПЭКСБАНК |
| 22.02 | Россельхозбанк, 2 | 7 000 | 5 лет | - | Внешторгбанк |
| 22.02 | ТД Копейка, 2 | 4 000 | 3 года | 6 лет | Уралсиб |

Размещения следующей недели:

| Дата | Эмитент | Объем выпуска, млн. рублей | Срок обращения | Оферта | Организатор |
|-------|-----------------------------------|----------------------------|----------------|----------|---------------------------|
| 02.03 | ВМК-Финанс, 1 | 200 | 3 года | | С-3 банк Сбербанка России |
| 02.03 | Амурметалл, 1 | 1 500 | 3 года | | Райффайзенбанк |
| 02.03 | КБ МИА (ОАО), 3 | 1 500 | 6 лет | 1,5 года | ФК Уралсиб |
| 02.03 | Мосэнерго, 2 | 5 000 | 10 лет | 6 лет | Газпромбанк |
| 02.03 | Мельничный комбинат в Сокольниках | 1 000 | 3 года | 1,5 года | Промсвязьбанк |
| 03.03 | Метзавод им. А.К. Серова, 1 | 2 000 | 3 года | | Газпромбанк |



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 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. 411-66-55