



# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

## ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

21.11.2005 – 29.11.2005

### **В обзоре:**

#### **ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА 2**

#### **МИРОВОЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК 2**

US TREASURIES 3

EMERGING MARKETS 6

#### **РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 10**

СУВЕРЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 10

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ 12

#### **РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ 14**

ГКО-ОФЗ-ОБР 14

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 15

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ 15

#### **ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: 16**

#### **ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ 16**

### **Основные события:**

- Протокол заседания FOMC выявил ряд разногласий среди представителей ФРС по поводу необходимости дальнейшего повышения ставок
- М.Москоу: Базовая ставка достигла минимальных значений нейтрального диапазона
- Доходности UST10Y снизились с 4.5% до 4.4% годовых
- Бразилия близка к присвоению инвестиционного рейтинга агентством S&P
- Спрэд EMBI+ достиг минимального значения 239 п., спрэд UST-10Y к «России-30» сузился до 105 п.
- На этой неделе проходят роад-шоу Альфа-Банка, Газпрома и Евросети
- Лидером роста котировок за неделю среди корпоративных облигаций стали бумаги Ист-Лайн (+2.48%)
- Наиболее сильно снизилась цена облигаций Разгуляй-Финанс (-1.76%).

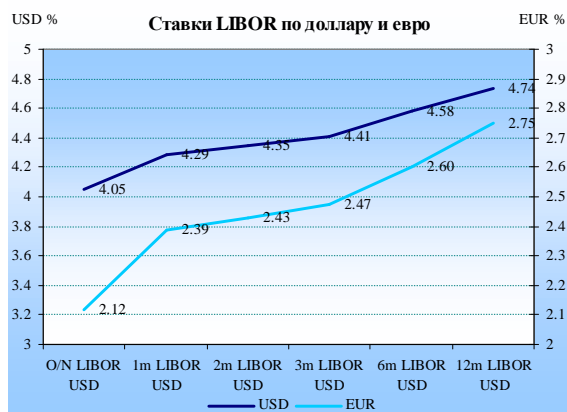


## Основные индикаторы рынка

курсы ЦБ РФ	на	курс	+-
USD	30.11	28.7312	-0.1386
EURO	30.11	33.989	0.2344

индикатор	значение	изм.%	время
SPI	1 257,46	-0.85	29.11 00:21
DJI	10 890,72	-0.37	29.11 00:03
NQE	2 239,37	-1.04	29.11 00:59
NKS	14 927,70	-0.4	29.11 12:43
DAX30	5 171,99	-0.09	29.11 13:06
FTO	5 463,90	-0.25	29.11 13:06

индикатор	значение	изм.%	время
RTSI	1 028,29	-1.11	29.11 14:10
RTX	1 532,23	-1.29	29.11 14:15
MCXINDCF	928.75	-1.23	29.11 14:18
RCBI	102.19	0.15	29.11 14:03



## Мировой долговой рынок

На прошлой неделе опасения по поводу того, что ФРС близка к завершению цикла повышения ставок, предопределили судьбу US treasuries, которые, упав с 4.50%, колебались в течение всей недели в диапазоне 4.45%. Одновременно с этим продолжался рост развивающихся рынков, которые продолжили притягивать иностранный капитал на фоне сохраняющейся общей неопределенности в отношении будущих значений ставок в США и Европе. Текущая ситуация на рынке, скорее всего, продолжится до очередного заседания FOMC, на котором базовая ставка ФРС должна быть повышена на очередные 0.25% до 4.25% годовых. В преддверие данного события, доходности по US treasuries должны вырасти, поддавшись давлению спекулянтов. Вместе с тем, дальнейшая динамика долгового рынка будет определяться комментариями американских денежных властей, а также инфляционными показателями. С другой стороны, стоит отметить тот факт, что при отсутствии признаков инфляции и намеках со стороны ФРС о завершении цикла повышения ставок с приходом Бернанке в феврале, вполне возможно, что сегодняшняя ситуация на рынках может закрепиться.

Мы продолжаем придерживаться мнения, что к концу года стоит ожидать глобального перетока средств в американскую экономику и падения на развивающихся рынках. По мере того, как американская экономика успешно развивается, денежные вливания в инструменты американского фондового рынка усиливаются. Индекс Dow Jones за неделю вырос с 10687п. до 10930п. Столь впечатляющий рост может привести только к усилению сложившейся тенденции, и заставит инвесторов закрывать позиции на emerging markets для того, чтобы поучаствовать в американском фондовом ралли.

Кривая доходности по US Treasuries



### US treasuries

На фоне отсутствия явных признаков инфляции в стране и уверенного экономического роста целесообразность дальнейшего повышения базовой ставки в США была поставлена под сомнение. Как показал опубликованный протокол FOMC, представители ФРС уже не так единодушны в стремлении продолжать цикл повышения ставки, однако, они по-прежнему продолжают отмечать возможность усиления инфляционного давления в будущем.

На фоне публикации протокола заседания ФРС доходности по десятилетним казначейским облигациям снизились с 4.46 до 4.43%. За текущими движениями на рынке и обширным спросом, как на рынке базовых активов, так и emerging markets, стоит ФРС, которая, по всей видимости, проводит денежные инъекции на рынке, замедляя тем самым слишком бурный рост ставок. На рост котировок казначейских бумаг также косвенно влияет и интерес неамериканских инвесторов, для которых текущие уровни доходностей остаются привлекательными в условиях, когда существенного роста ставок в Европе ожидать не приходится, а признаки дефляции в Японии окончательно похоронили надежды на то, что ее Центробанк отойдет от политики «нулевой ставки». Несмотря на то, что последний фактор оказывает опосредованное влияние на рынок, в начале недели был зафиксирован спрос на treasuries, который был, по всей видимости, спровоцирован выступлением Трише и ожиданиями скорого начала цикла повышения ставок в Европе, что в свою очередь необратимо привело бы к падению котировок европейского долга. Однако, по мере того, как стало ясным то, что ЕЦБ не планирует начинать цикл повышения, а ограничится лишь разовыми подъемами ставки, спрос на US treasuries утих, что позволило их котировкам подрасти в середине недели.

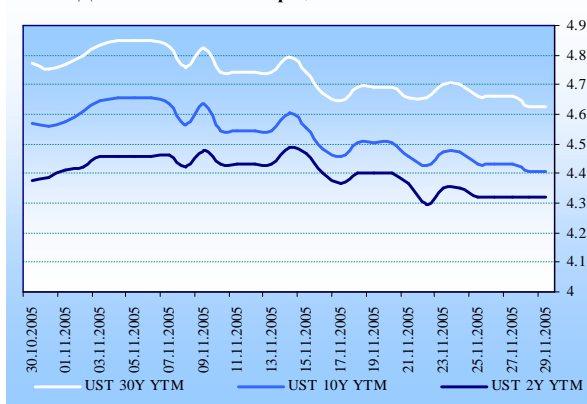
Некоторую неопределенность на рынок вносит грядущее вступление в должность главы ФРС Бена Бернанке, который, несмотря на свое реноме борца с инфляцией, вполне может приостановить повышения и взять тайм аут для оценки результатов выбранной денежной политики.

В сложившейся ситуации ФРС, скорее всего, прибегнет к повышению ставки еще 2-3 раза, чтобы окончательно закрепить результаты борьбы с инфляцией. В пользу повышения продолжил высказываться и глава ФРБ Чикаго Майкл Москоу, который отметил тот факт, что хотя базовая ставка достигла минимальных значений нейтрального диапазона у ФРС еще остается стимул и возможности для неоднократного повышения ставок (в пределах 1%). Представители ФРС также продолжают указывать и на сохраняющуюся опасность инфляционного давления, которому способствуют цены на энергоносители, остающиеся на достаточно высоких уровнях, и которые, с наступлением холодов в северном полушарии, будут только расти.

### Понедельник, 21 ноября

В понедельник глава ЕЦБ Жан-Клод Трише повторил перед Европейским парламентским комитетом то, что

Динамика изменения проц. ставок по US treasuries



ЕЦБ готов к повышению ставки в ближайшем будущем, однако, он также дал понять, что даже если ставка будет повышена в декабре на 25 б.п. с минимума 2%, на котором она оставалась с июня 2003 года, это не будет означать начало цикла повышения ставок.

Американские UST улучшили свои позиции на неактивных торгах в начале укороченной недели, поскольку в четверг в США отмечается День благодарения, а торги в среду и пятницу объявлены укороченными. Рынок в целом не отреагировал на небольшой рост индекса опережающих индикаторов, однако, тенденция к снижению доходности treasuries укрепилась, в результате, ставка по десятилетним облигациям снизилась с 4.5% до 4.46% годовых.

#### ***Вторник. 22 ноября***

Царившая в понедельник на рынке уверенность, что ФРС путем повышения ставки может контролировать уровень инфляции в стране, во вторник сменилась новыми опасениями. Инвесторы обеспокоены тем, что спрэд между базовой ставкой и доходностью десятилетних казначейских обязательств в результате повышения размера ставки достигнет наименьшего значения за четыре года, и держать десятилетние бумаги станет невыгодно.

Публикация протокола заседания FOMC и содержащиеся в нем намеки на прекращение роста базовой ставки спровоцировали спрос на treasuries, который привел к падению доходности бумаг с 4.46% до 4.42% годовых. В протоколе ФРС было отмечено, что риск инфляции сохраняется, но завершение цикла повышения ставок уже близко. После публикации доходность коротких двухлетних treasuries сократилась сразу на 6.3 б.п., а кривая на участке между двухлетними и десятилетними бумагами приняла более крутой наклон после достижения 4-летнего максимума по плоскости. Базовая ставка будет повышаться на последующих 2-3 заседаниях ФРС, но ожидания завершения ужесточения денежной политики могут привести к тому, что в какой-то момент она превысит доходность двухлетних и десятилетних облигаций, что характерно для фазы окончания повышения ставок. Вместе с тем, по мере приближения очередного заседания FOMC ставки treasuries, по всей видимости, вновь начнут расти, отражая ожидания повышения базовой ставки до 4.5-4.75% годовых.

#### ***Среда. 23 ноября***

После нескольких дней роста на базовые активы, наконец, обрушилась коррекция, которая подогревалась желанием инвесторов зафиксировать прибыль перед грядущим праздником. Снижение котировок казначейских бумаг наблюдалось на дневных торгах, однако, в большей степени это обуславливалось проведением аукциона, когда участники рынка стараются поднять доходность и частично избавиться от других выпусков облигаций для того, чтобы высвободить больше средств для участия в размещении. Несмотря на то, что спрос на новые бумаги на \$20 млрд. превысил



предложение в 2.16 раз, а участие нерезидентов составило более 40%, после аукциона доходность treasuries продолжила рост, в том числе благодаря неожиданно сильному индексу доверия Мичигана.

#### ***Четверг. 24 ноября***

В четверг в США отмечался День благодарения, и торги в этот день проходили при низкой активности инвесторов-резидентов, однако, благодаря высокой степени участия иностранных игроков котировки десятилетних US Treasuries смогли практически полностью отыграть падение стоимости в среду.

#### ***Пятница 25 ноября***

В пятницу на фоне вялых послепраздничных торгов продолжилось снижение доходности американских базовых активов после небольшой консолидации в среду. В отсутствие новых отчетов по экономике единственной причиной покупок служил фактор окончания месяца и финансового года у многих инвестиционных фондов. Кроме того, инвесторы выбрали выжидательную позицию в преддверие важных публикаций, которые должны состояться на этой неделе, в том числе данных по заказам на товары длительного пользования, потребительскому доверию, ВВП и промышленности США.

***В начале этой недели*** инвесторы продолжили покупки базовых активов. Близость окончания цикла повышений процентных ставок сделали текущие уровни доходностей по treasuries приемлемыми для открытия длинных позиций. Ситуацию еще больше усугубило снижение продаж на вторичном рынке жилья, на фоне которого доходность десятилетних treasuries снизилась до 4.4% годовых, а спрэд между двухлетними и десятилетними бумагами сократился на фоне признаков замедления инфляции до 8 п., возобновив опасения инверсии кривой доходности на этом участке.

Вместе с тем, экономические отчеты этой неделе, по всей видимости, подтвердят более оптимистичный прогноз ставок, на фоне чего короткие активы начнут восстанавливаться. Кроме того, ФРС вряд ли остановится на разовом повышении ставки в декабре и продолжит цикл в начале нового года, что делает достижение базовой ставкой уровня 4.5% годовых вполне реальным и поддержит рост доходности казначейских бумаг.

Поддержку росту ставок казначейских бумаг могут оказать публикации инфляционных показателей и заседание ФРС, намеченное на 14 декабря. До тех пор, рынок американских базовых активов продолжит боковое движение. Доходности десятилетних US treasuries, скорее всего, останутся колебаться в диапазоне 4.4-4.5%. Инверсия по отношению к базовой ставке в настоящий момент возможна, но в любом случае со временем она будет устранена рыночными механизмами, а, следовательно, текущие котировки при доходности 4.4% годовых слишком высоки при ожидаемой базовой ставке на уровне 4.75%.



### Emerging markets

После того, как emerging markets испытали рекордный прилив капитала, на прошедшей неделе активность денежных вливаний заметно снизилась, однако позволила развивающимся рынкам продолжить свой рост.

Опасения того, что ФРС близка к завершению цикла повышения ставок, делают долги emerging markets выгодными вложениями: во-первых, в силу большей доходности, во-вторых, в силу того, что наиболее востребованные облигации эмитированы странами с инвестиционным рейтингом, что существенно снижает риски.

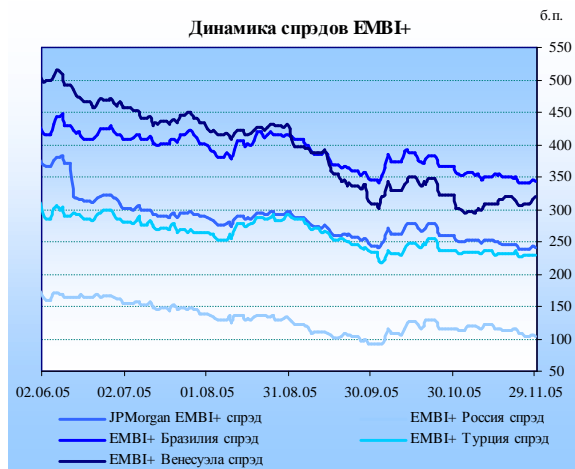
В настоящий момент такой подход может быть оправдан, однако, существует еще очень большая вероятность, что Федеральный резерв доведет базовую ставку до 4.5-4.75%, а в таком случае доходности treasuries неизбежно начнут расти, открывая новые и более выгодные возможности для покупок, что приведет к оттоку капитала с emerging markets в пользу treasuries. Кроме того, не оставляет себя без внимания и фондовый рынок США. Индекс Dow Jones поднялся за прошлую неделю почти на 300 п. до 10930п., что служит явным сигналом притока денежной ликвидности в данный сектор финансовых рынков. Даже если ФРС поддерживает спрос на американские активы, проводя денежные инъекции, их объемы не будут безграничными, поскольку явно противоречат целям текущей денежной политики Федерального резерва, направленной на борьбу с инфляцией. Между тем, в условиях ограниченной ликвидности растущий спрос на долларовые активы будет стимулировать вывод средств с развивающихся рынков. Пока это тенденция не получила развития, однако, вероятность развития событий по данному сценарию возрастает по мере того, как ФРС будет повышать ставки, а экономические данные будут поддерживать рост фондового рынка США.

Стоит отметить, что текущий разгон рынков характерен для конца года, когда участники рынка стремятся показать хорошие результаты, однако, также характерно для рынка и снижение котировок в начале нового финансового года. Желание зафиксировать прибыль вместе с возросшей значимостью экономической информации для участников рынка скажется на увеличении волатильности рынка.

Что касается ближайшей перспективы, то динамика emerging markets будет следовать за treasuries. Резких перемен и перетока капитала стоит ожидать только в случае, если доходность индикативных десятилетних казначейских бумаг пройдет уровень 4.5% и пойдет штурмовать не так давно покинутые рубежи 4.65-4.7 годовых.

### Понедельник. 21 ноября.

Позитивный новостной фон вместе с продолжающимся ростом treasuries способствовал новым покупкам в секторе долга развивающихся стран. Спрэд EMBI+ остался на уровне 245 б.п., однако, в стоимостном



выражении бумаги продолжили рост.

Индикативные «Бразилия'40» пробили важный уровень сопротивления, достигая 123% номинала, благодаря надеждам на повышение рейтинга на фоне улучшающихся макроэкономических данных вслед за недавним улучшением прогноза. В сентябре профицит торгового баланса Бразилии составил \$943 млн., а вчера местное представительство S&P заявило, что страна близка к получению инвестиционного рейтинга.

Наибольший рост в регионе продемонстрировали высокодоходные еврооблигации Венесуэлы и Эквадора. К ним также присоединилась Аргентина, особенно после того, как президент Киршнер заявил о том, что в ходе двухсторонних встреч с Уго Чавесом, Венесуэла подтвердила намерение продолжать покупать аргентинский долг (в этом году она купила уже около \$1 млрд.).

Новость о выпуске варрантов Мексикой на \$2.5 млрд., позволяющих обмен внешних долгов на внутренние, оказала поддержку еврооблигациям страны.

### ***Вторник, 22 ноября***

Во вторник emerging markets последовали за ростом казначейских бумаг США. Покупки продолжились, несмотря на негатив из Бразилии, который мог бы стать поводом к фиксации прибыли. Возможная отставка министра финансов Бразилии Антонио Палоччи увеличивает риск роста бюджетных расходов перед президентскими выборами в 2006 году, а последние опросы показали, что рейтинг популярности президента Лулы, который на Wall Street ассоциируется с грамотной финансовой политикой, резко снизился, что сокращает его шансы на переизбрание.

Новостной фон из других развивающихся стран в целом оставался позитивным. На первичном рынке, как мы и ожидали, Венесуэла предложила инвесторам бумаги на \$1.5 млрд. с погашением в 2016 и 2020 годах, однако, в спросе можно было не сомневаться: глобальный выпуск был доступен местным инвесторам, для которых покупка долларовых активов – выгодный доступ к валюте в условиях жесткого курса.

Кроме того, стало известно, что правительство Аргентины выкупило долговые обязательства номинальной стоимостью \$113 млн., используя средства из фондов, образованных в результате реструктуризации госдолга страны, проходившей в июне. Снижение долговой нагрузки страны положительно повлияет на инвестиционную привлекательность ее облигаций.

### ***Среда, 23 ноября***

В среду пути emerging markets и treasuries разошлись. Американские бумаги снизились в рамках коррекции, тогда как долги развивающихся стран продолжили пользоваться спросом, что привело к сокращению спреда EMBI+ до нового исторического минимума 239 б.п.

Одним из важных факторов наблюдающегося роста emerging markets является стремление большинства фондов улучшить показатели перед закрытием



финансового года в конце месяца.

Кроме того, благоприятным оказался и новостной фон. Сокращение ставки Selic ЦБ Бразилии на 50 б.п. и заявление президента Лулы, что министр финансов Палоччи останется на своем посту до конца работы правительства, поддержало спрос на бразильские активы, считающиеся индикативными для всех emerging markets. Учитывая замедление инфляции, аналитики полагают, что к концу следующего года представители центрального банка смогут понизить ставку до 14,5% годовых.

Долги Эквадора, существенно выросшие во вторник, благодаря избранию нового Совета директоров Центробанка (что открывает доступ к кредиту Латиноамериканского Резервного Фонда на \$400 млн.), показали негативную динамику. Причиной тому, могла служить отсрочка договора о Свободной Торговле с США, а также попытка президента Паласио провести ряд популистских мер в бюджете, который должен быть принят сегодня. В частности, из средств обслуживания государственного долга предполагается переправить \$200 млн. на борьбу с бедностью, что может ухудшить финансовые показатели страны и помешать планам глобального выпуска на \$750 млн.

Спрос в Азиатском секторе оставался высоким: росту бумаг Индонезии способствовали планы страны реструктуризации своего долга в декабре, что положительно отразится на кредитном профайле страны-эмитента. Филиппины надеются на улучшение рейтинговой оценки после того, как впервые за 3 года стране удалось показать бюджетный дефицит меньше ожидаемого.

#### ***Четверг, 24 ноября***

Сделки по emerging markets практически не проводились из-за закрытия американских рынков, которые приносят основную ликвидность в сегмент. Вместе с тем, позитивный настрой в отношении emerging markets сохранился на фоне стремления фондов зафиксировать хорошие результаты по итогам финансового года. Покупки развивающихся долгов поддерживались также благоприятными страновыми событиями: обстановка вокруг правительства в Бразилии стабилизировалась, а в Индонезии и Филиппинах улучшение бюджетной ситуации может привести к повышению рейтингов.

#### ***Пятница, 25 ноября***

Высокодоходные долги emerging markets продолжили умеренный рост в пятницу на вялых торгах, продолжая отыгрывать надежды на паузу в повышении ставки ЕЦБ и сохранение министра финансов Бразилии Палоччи на посту. Спрэд доходности EMBI+ сократился на 1 б.п. до нового исторического минимума 238 б. Долги Бразилии были поддержаны вышедшими данными об улучшении бюджетных показателей: в октябре профицит бюджета центрального правительства вырос в 2 раза по сравнению с сентябрем до 6.1 млрд. реалов (\$2.69 млрд.).

Между тем, правительство Венесуэлы, ощутив большой



спрос местных инвесторов на глобальные облигации на \$1.5 млрд. сроками 2016 и 2020 годов погашения, которые размещались на прошлой неделе, планирует увеличить предложение до \$3 млрд.

В Азии Индонезия заявила о выкупе в понедельник внутренних облигаций на 1 трлн. рупий (\$99.43 млн.) в целях реструктуризации долга страны, что может привести к повышению инвестиционных ожиданий в отношении рейтинга Индонезии.

**В начале новой недели** emerging markets стали отставать от базовых активов, инвесторы предпочли скорректировать позиции по некоторым бумагам на негативе из Аргентины, а также в преддверии большого потока данных по экономике США и новых выпусков. Спрэд индекса EMBI+ поднялся на 4 б.п. с исторического минимума до 242 б.п.

Министр экономики Аргентины Лаванья, пользующийся доверием на Wall Street, отправлен в отставку, что привело к падению наиболее ликвидных еврооблигаций страны 2033 года сразу на 16 п.п. до 84% номинала. Уход Лаванья напомнил инвесторам о недавних опасениях по поводу отставки другого уважаемого экономиста – министра финансов Бразилии Палочии. Вероятно, рост политических опасений перед 2006 годом, когда во многих латиноамериканских странах проходят президентские выборы, привел к снижению долгов региона.

Хуже всех выглядели наиболее доходные еврооблигации Эквадора и Венесуэлы, которые пострадали от risk-aversion, вызванной, в том числе, продажами Аргентины. Большую устойчивость показали инвестиционные бумаги и долги Бразилии, которая в понедельник доразместила еврооблигации 2034 года еще на \$500 млн. после успеха подобной операции 2 недели назад.

В Азии Филиппины, возможно, не смогут показать целевой рост 5.3% ВВП, однако, покупки бумаг страны продолжаются на фоне улучшения бюджетных показателей.

В ближайшее время рост на emerging markets продолжится, однако, ряд факторов окажет сдерживающее влияние на рост котировок долга развивающихся стран. Большое число важных отчетов по экономике США увеличит волатильность финансовых рынков, что может заставить инвесторов зафиксировать часть прибыли. В конце ноября завершается финансовый год у многих фондов, и это может привести к фиксации прибыли по наиболее доходным бумагам – Бразилии, Филиппинам, Эквадору, Венесуэле. Наконец, по мере приближения заседания FOMC, на котором ожидается, что ставка ФРС будет повышена, может образоваться тенденция к перетоку капитала в пользу американских базовых активов и акций.

Среди наиболее перспективных бумаг в рисковом секторе стоит отметить облигации Бразилии, которые на фоне стабилизации политической ситуации в стране и перспектив повышения рейтинга страны до



инвестиционного, могут продолжить свой рост. Также позитивно смотрятся долги азиатских стран, в том числе Индонезии, которая приступила к реструктуризации своего долга.

## Российские еврооблигации

### Суверенные еврооблигации

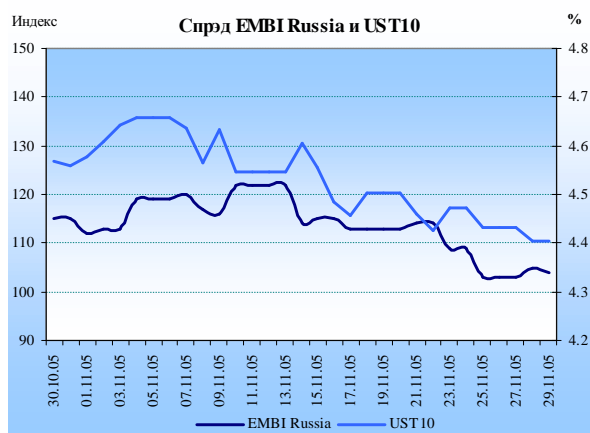
На прошлой неделе динамика котировок внешнего долга России полностью повторила тенденцию emerging markets, которые росли, в свою очередь, следуя за спросом на американские казначейские бумаги. Сильная новостная составляющая роста emerging markets и интерес инвесторов к российскому внешнему долгу позволил российским еврооблигациям устоять против коррекционного движения на американских рынках в среду. В частности, разница между доходностями наиболее ликвидного отечественного выпуска "Россия-30" и 10-летними американскими госбумагами в начале недели составляла 115-117 базисных пунктов, а в среду уменьшилась до 105 пунктов. В целом же, в период с 18 по 24 ноября сводный индекс облигаций развивающихся рынков EMBI+, рассчитываемый J.P.Morgan Chase, вырос на 0.8%. В результате, по итогам недели, стоимость еврооблигаций РФ с погашением в 2028 году выросла на 1%, в 2030 году - на 1%, облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ) 7-го транша - на 0,9%. Рост котировок остальных выпусков составил 0,1-1,2%.

### Понедельник, 21 ноября

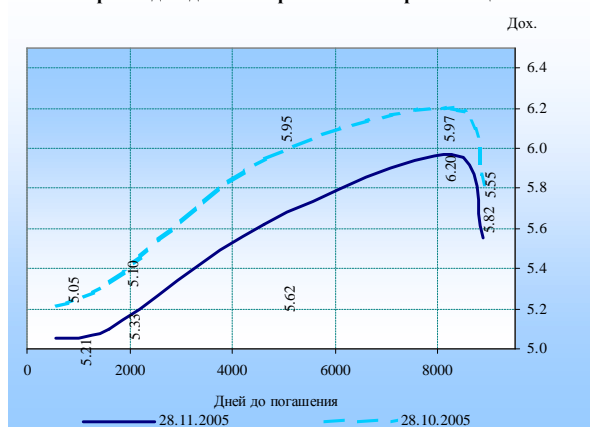
На фоне низкой активности, обычной для понедельника, стоимость валютных госбумаг РФ изменилась незначительно. За день стоимость наиболее ликвидного выпуска евробондов с погашением в 2030 году увеличилась на 0.15%, составив к вечеру 111,85% от номинала. К этому моменту доходность снизилась на 2 базисных пункта по сравнению со значением, сформировавшимся к аналогичному времени в предыдущий торговый день, и составила 5,63% годовых. Спрэд между доходностями "России-30" и десятилетних US Treasuries расширился на 1 базисный пункт по сравнению с пятницей и составил 114 базисных пунктов.

### Вторник, 22 ноября

Для рынка валютного госдолга РФ во вторник была характерна низкая волатильность котировок на фоне невысокой активности американского сегмента. Торги по «России-30» открылись с ценой на 0,21% выше уровня закрытия в понедельник (112,04% от номинала), в связи с тем, что участники рынка стремились отыграть ночное повышение котировок американских казначейских обязательств. В течение торгового дня цена «России-30» корректировалась незначительно, составив к вечеру в среднем 112,05% от номинала при доходности 5,6% годовых. К вечеру спрэд между доходностью «России-30» и десятилетних US Treasuries сузился на 1 базисный пункт по сравнению с понедельником и составил 113 базисных пунктов.



### Кривая доходности по российским еврооблигациям



### ***Среда, 23 ноября***

После резкого скачка котировок US treasuries, последовавшего вслед за публикацией протокола заседания FOMC, котировки валютных гособлигаций России в среду существенно выросли в цене. За час после открытия торгов еврооблигации с погашением в 2030 году поднялись в цене на 0,4% до 112,6% от номинала. В течение сессии сделки проходили на этом уровне и чуть ниже, что привело к тому, что к вечеру котировки облигаций оказались на уровне 112,5% от номинала. К этому времени их доходность снизилась на 4 базисных пункта по сравнению со значением, сформировавшимся к аналогичному времени в предыдущий торговый день, до 5,56% годовых. К вечеру спрэд между доходностями "России-30" и десятилетних US Treasuries сузился на 3 базисных пункта по сравнению со вторником и составил 110 базисных пунктов.

### ***Четверг, 24 ноября***

В связи с праздником в США торги российскими еврооблигациями проходили достаточно вяло, поскольку emerging markets были лишены поддержки со стороны американской ликвидности. Тенденция среды получила развитие, в результате, российский внешний долг слегка укрепился.

### ***Пятница, 25 ноября***

Стоимость еврооблигаций РФ с погашением в 2030 году в пятницу выросла до максимума почти за 2 месяца в результате подъема интереса инвесторов к emerging markets на фоне усилившихся ожиданий скорого прекращения повышения базовой ставки в США.

К вечеру спрэд между доходностью «России-30» и десятилетних US Treasuries сузился на 7 базисных пунктов по сравнению с показателем, сформировавшимся к этому времени в среду, до 104 базисных пунктов. Исторический минимум спрэда был зафиксирован в конце сентября, когда он сокращался до 90 базисных пунктов.

В течение сессии сделки заключались на этом уровне и выше, и к концу торгов в Москве котировки оказались около 113,2% от номинала, доходность к этому времени снизилась на 7 базисных пунктов до 5,49% годовых.

### ***Начало недели***

На внешнем долговом рынке РФ в понедельник при невысокой активности торгов стоимость "России-30" почти не изменилась с пятницы и находилась на максимальном с начала октября уровне. К концу понедельника стоимость этого выпуска увеличилась на 0.06%, составив 113.269% от номинала. Доходность немного уменьшилась, составив 5.479% годовых против 5.486% днем ранее.

Неопределенность в отношении дальнейшей судьбы ставок в Америке на этой неделе продолжит поддерживать рост котировок долгов emerging markets, в



том числе и котировок российских еврооблигаций. Коррективы в текущую ситуацию на рынке могут внести важные публикации по экономике США в конце недели, в том числе по ВВП, промышленному производству и платежным ведомостям. Скорее всего, на этой неделе спрэд «России-30» к десятилетним treasuries продолжит сужение и будет колебаться в пределах 105-110 пп.

В целом, российские еврооблигации пока что остаются недооцененными относительно всего рынка emerging markets. Это хорошо видно на динамике индексов и спрэда EMBI+: индекс всех развивающихся рынков уже отыграл сентябрьское падение, когда риски увеличения ставки в США привели к опасениям ужесточения политики ФРС, в то же время российский сегмент сохраняет потенциал в 20-30 пунктов. Принимая во внимание тот факт, что текущая тенденция на рынке продлится еще несколько недель, стоит ожидать дальнейшего сужения спрэда вплоть до уровня 90 п.

В пользу роста российских евробондов высказывается также и новый глава крупнейшего в мире инвестиционного фонда, специализирующегося на странах emerging markets, Pacific Investment Management Co. (Pimco) Майкл Гомес, который среди прочих бумаг emerging markets считает гособлигации России и Бразилии наиболее привлекательными для инвесторов.

Вместе с тем, заглядывая чуть дальше, вполне может оказаться, что, получив свидетельства в пользу дальнейшего роста базовой ставки в США, российский внешний долг, равно как и облигации других стран рискованного сектора с инвестиционным рейтингом, может существенно пострадать. Ожидается, что в случае повышения ставки ФРС до 4.5%, доходность по treasuries вырастет до 4.7-5%, что соответственно отразится в росте доходности по российским облигациям, которая для «России-30» может вырасти с текущих 5.6% до 6-6.2% при котировках 108-110% от номинала.

### **Корпоративные еврооблигации**

Плавный рост суверенного долга подготовил неплохую почву для роста валютного корпоративного долга. Больше всех выросли длинные бумаги Газпрома («Газпром-34»: +2% по итогам недели), как за счет принятия поправок в первом чтении в Думе в отношении либерализации рынка его акций, так и за счет роста суверенного долга России, который традиционно оказывает поддержку долгам газового монополиста. Последний фактор оказал весомую поддержку «Внешторгбанку», выпуск которого с погашением в 2035 г. вырос на +1.19%.

Существенный рост также отмечался в секторе телекомов, показавших впечатляющие результаты деятельности по итогам III квартала («Вымпелком»: +1.04%; «МТС-10»: +0.92%), а также бумаги металлургических компаний, которые выиграли от роста цен на металлы.

Хуже всех смотрелись бумаги банков категории В, в частности, снижение зафиксировали «Петрокоммерц», «МДМ-Банк», «НОМОС-банк» и «Альфа-банк», однако, к

Место (на прошлой неделе)	Пятерка лидеров по абсолютному изменению за неделю	
1(2)	Газпром-34	2.09%
2(1)	Внешторгбанк-35	1.19%
3(3)	Северсталь-14	1.13%
4(11)	Вымпелком-11	1.04%
5(9)	Вымпелком-10	0.93%



концу недели им удалось частично отыграть падение, после позитивных отзывов Fitch. Скорее всего, снижение их котировок было связано с проводившимися размещениями еврооблигаций ряда других банков, соответственно, часть игроков предпочла перенаправить средства в более свежие выпуски, избавившись от более коротких долгов этих банков.

Из корпоративных событий нужно также отметить несколько road-show, которые будут проходить на этой неделе:

- Рoad-шоу субординированных евробондов «Альфа-банка» продолжится на этой неделе. Евробонды будут иметь срок обращения 10 лет с возможностью полного выкупа через 5 лет. Ожидаемая доходность субординированных евробондов «Альфа-банка» определена в районе 8.625%. Организаторами сделки назначены UBS и Barclays. Международное рейтинговое агентство Moody's присвоило этим бумагам рейтинг Ba3, Fitch - ожидаемый рейтинг B-.
- С понедельника началось road-шоу нового еврозайма "Газпрома". Его объем может составить до 1 млрд. евро, лид-менеджерами сделки являются банки ABN Amro и CSFB. Ожидаемая доходность евробондов "Газпрома" находится в районе 4.5% годовых, срок обращения бумаг составит 7 лет.
- Также в понедельник на этой неделе стартовало road-show нот участия «Евросети» в займе (LPN) объемом \$150 млн. Размещение бумаг должно произойти до конца месяца, отметили в компании. Заемщиком выступает "Торговый Дом "Евросеть", а выпускает бумаги голландская Dalnink N.V. Срок их обращения - 2,5 года.

Из новостей о грядущих размещениях стоит отметить, что ОАО "Нижнекамскнефтехим" до конца 2005 года года планирует выпустить еврооблигации на \$200 млн. Организатором дебютного выпуска еврооблигаций "Нижнекамскнефтехима" станет «МДМ-банк».

Кроме того, стало известно, что сам «МДМ-банк» планирует до середины декабря разместить еврооблигации объемом \$200-300 млн. Road-show бумаг, по его словам, началось на прошлой неделе в Азии, в Европе будет проходить на текущей неделе. «МДМ-банк» рассчитывает разместиться под 7,5-8% годовых с учетом всех комиссий.



## Российские рублевые облигации

На прошедшей неделе на рынок рублевых облигаций действовали разнонаправленные факторы. Из негативных факторов следует отметить остающуюся напряженной ситуацию с рублевой ликвидностью. Средняя величина остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков за неделю составила 320.1 млрд. рублей против 337.3 млрд. рублей неделей ранее. Процентные ставки на рынке межбанковского кредитования продолжали оставаться на высоком уровне. Положительным моментом явилась ситуация на валютном рынке. По итогам недели, доллар снизился по отношению к рублю на 0.47%. Еще одним позитивным фактором явилось снижение доходностей российских еврооблигаций, спрэд по доходности «России-30» к десятилетним американским государственным облигациям снизился и составил 105 пунктов.

### ГКО-ОФЗ-ОБР

Рублевый госдолг на прошлой неделе рос, несмотря на дефицит рублевой ликвидности. По итогам торгов за неделю, по большинству обращающихся выпусков происходил рост котировок. Снизилась лишь стоимость ОФЗ серий 45001 (-0,14%) и 46001 (-0,1%). Лучше рынка выглядели ОФЗ серий 46005 (+3,21%) и 46017 (+1,096%). Объем торгов на вторичном рынке ГКО-ОФЗ за прошедшую неделю составил 10 120,58 млн. рублей. При этом, средневзвешенная доходность рынка ОФЗ-АД и ОФЗ-ФД снизилась за неделю на 23 базисных пункта до 6,40% годовых.

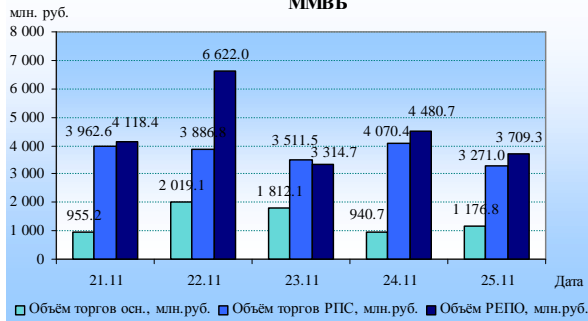
Одной из главных причин роста рынка стал подъем российских еврооблигаций, в частности, в конце недели «Россия-30» достигла двухмесячного максимума, что способствовало сужению спреда еврооблигаций РФ с погашением в 2030 году к десятилетними американскими казначейским обязательствам до 107-110 базисных пунктов.

Кроме того, привлекательность рублевых бумаг возросла также после произошедшего в начале недели укрепления российского рубля по отношению к доллару США.

В период с 21 по 25 ноября также возросли и объемы торгов, хотя, в основном, это произошло за счет договорных сделок. В частности, объем вторичных торгов ОФЗ по итогам недели составил 10,492 млрд. рублей. Однако, около 2/3 оборота пришлось на четыре сделки, носившие явно нерыночный характер: в понедельник были проведены две операции с ОФЗ-АД серии 46014 на сумму около 4,4 млрд. рублей, а в среду прошли две сделки с ОФЗ-АД 46001 на 2,4 млрд. рублей.

Рост цен на рынке рублевых госбумаг мог быть еще более существенным, если бы не дефицит рублевой ликвидности, отмечавшийся практически всю прошедшую неделю. Так, объем средств коммерческих банков на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ с понедельника по четверг не превышал 322 млрд. рублей, а средние ставки на рынке однодневных межбанковских кредитов (МАСР) не опускались ниже 5.6% годовых. Для удовлетворения спроса банковской

Объемы торгов негос. рублёвыми облигациями на ММВБ



Кривая доходности ГКО-ОФЗ



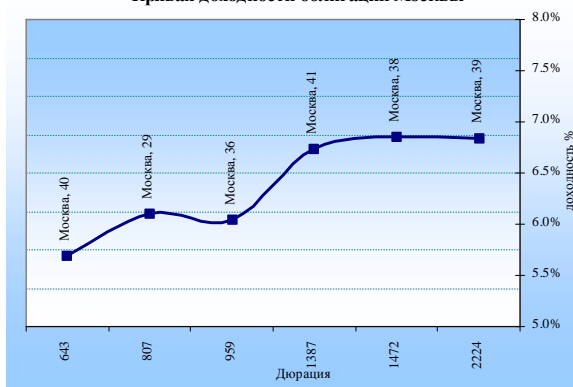
системы на рублевые ресурсы Центральному банку РФ приходилось практически каждый торговый день проводить аукционы прямого РЕПО, что обезопасило ОФЗ от падения, которое могло быть вызвано распродажами бумаг.

На этой неделе цены рублевых гособлигаций, могут продолжить свой рост, вслед за суверенным долгом, однако, желание зафиксировать прибыль от роста на прошлой неделе и нехватка рублевых средств станут существенными сдерживающими факторами.

### Субфедеральные и муниципальные облигации

На вторичном рынке субфедеральных и муниципальных облигаций, как и по корпоративным облигациям, происходило разнонаправленное движение котировок бумаг. Объем торгов на этом сегменте рынка рублевых облигаций за прошедшую неделю заметно вырос по сравнению с предыдущей и составил 3 356,6 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Лидером по обороту за неделю в основном режиме торгов стал тридцать пятый выпуск облигаций Москвы (853,69 млн. рублей). Далее расположились тридцать седьмой выпуск облигаций Москвы и пятый выпуск облигаций Московской области, оборот по которым составил 532,26 млн. рублей и 380,76 млн. рублей соответственно.

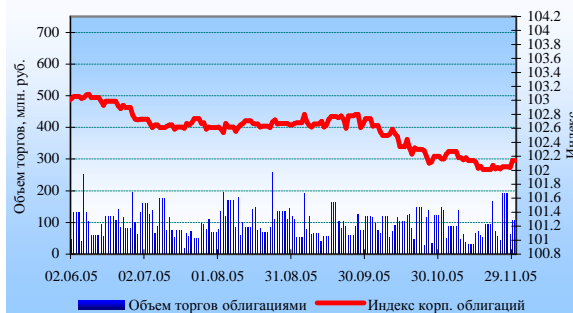
Кривая доходности облигаций Москвы



### Корпоративные облигации

На вторичном рынке корпоративных облигаций в течение недели наблюдалось разнонаправленное движение котировок бумаг. Индекс корпоративных облигаций ММВБ РСВІ за неделю вырос на 0,04% и остановился на значении 102,05. Среди облигаций первого "эшелона" лучше рынка выглядели бумаги «ФСК «ЕЭС»-2» (+0,83%) и «Газпром-4» (+0,62%). Лучшую динамику котировок продолжали демонстрировать бумаги второго и третьего "эшелонов". Объем торгов корпоративными облигациями на ММВБ за прошедшую неделю незначительно снизился по сравнению с предыдущей и составил 3 547,26 млн. рублей (без учета торгов в режиме переговорных сделок и сделок РЕПО). Наиболее значительный оборот наблюдался в понедельник, когда объем торгов составил 818,04 млн. рублей. Объем по сделкам РЕПО по негосударственным рублевым облигациям составил за неделю 22 244,96 млн. рублей, объем торгов в режиме переговорных сделок - 18 702,26 млн. рублей.

Динамика индекса корпоративных облигаций ММВБ



Лидером среди корпоративных облигаций по объему торгов за неделю в основном режиме стал четвертый выпуск облигаций «Центртелекома», оборот по которому составил 237,34 млн. рублей. Цена бумаги за неделю выросла на 0,89% до 117,4% от номинала. Эффективная доходность бумаги к погашению уменьшилась до 8,45%. Второе место по обороту заняли облигаций «Ист Лайн» второй серии. По этой бумаге было совершено сделок на сумму 175,3 млн. рублей. Цена долгового инструмента за



неделю увеличилась на 2,48% до 100,17% от номинала, а доходность бумаги к оферте через 12 месяцев снизилась до 11,73%.

Третьим по объёму торгов стал второй выпуск облигаций «ФСК «ЕЭС». Объём торгов по бумаге за неделю составил 157,7 млн. рублей. Цена этой облигации за неделю выросла на 0,83% до 103,6% от номинальной стоимости. Доходность инструмента к погашению уменьшилась до 7,44%.

Лидером роста котировок за неделю среди достаточно ликвидных облигаций стали уже упоминавшиеся бумаги «Ист Лайн». Наиболее сильно снизилась цена облигаций «Разгуляй Финанс» (-1,76%).

## Прошедшие размещения:

За прошедшую неделю на рынке рублёвых облигаций состоялось четыре первичных размещения.

**22 ноября** на ММВБ состоялось размещение облигационного займа ЗАО АКБ «Газбанк». Объем займа составляет 750 млн. руб. Срок обращения – 3 года. Предусмотрена оферта через год по цене 100% от номинала. По облигациям выплачиваются 6 полугодовых купонов. Ставка 1-2 купонов определяется на конкурсе, 3-6 купоны – устанавливаются эмитентом. По итогам конкурса эмитентом принято решение об установлении ставки 1-2 купонов в размере 11% годовых. Эффективная доходность выпуска к оферте через 1 год составила 11,30% годовых. В ходе аукциона удовлетворено 67 заявок. Весь выпуск был размещен в ходе конкурса. Поручительство – ООО «Управляющая компания холдинга «Волгопромгаз». Организатор и андеррайтер выпуска – ФК «УРАЛСИБ»

**23 ноября** на ММВБ прошло размещение облигаций ООО «Магнит Финанс». Объем размещения составляет 2 млрд. рублей. Срок обращения облигаций - 3 года. Купонный период соответствует 6 месяцам. Цена размещения составит 100%. Размер первого купона определяется на аукционе. По результатам конкурса ставка первого купона составила 9,34%. Эффективная доходность облигаций к погашению составила 9,56% годовых. Выпускаемые облигации обеспечены поручительством компаний ЗАО «Магнит» и ЗАО «Тандер». Весь облигационный выпуск был реализован в ходе аукциона в первый день размещения. Организатор выпуска - ИК «Тройка Диалог».

**24 ноября** ММВБ состоялось размещение облигаций ОАО «Уралсвязьинформ». Объем выпуска составляет 2 млрд. рублей. Срок обращения облигаций - 6 лет. Предусмотрена оферта через 3 года. Размер первого купона определяется в ходе аукциона. Цена размещения составляет 100%. Размещение проводилось по открытой подписке. Ставка первого купона определена в ходе конкурса и составила 8,20% годовых, эффективная доходность к погашению 8,37% годовых. На конкурсе было размещено облигаций на общую сумму 1813 млн. рублей. Оставшиеся облигации были размещены в течении торгового дня. Организатором займа является ОАО АКБ «Связь-Банк».

В тот же день на ММВБ размещались облигаций Хабаровского края 2005 года с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга. Объем выпуска составил 1 млрд. руб. Ставка 1-2 купонов - 9% годовых, 3-4 купонов - 8% годовых, 5-6 купонов – 7,5% годовых, 7-8 купонов - 7% годовых. По итогам аукциона цена отсечения составила 100,51% от номинала. Организатором выпуска является АБ «Газпромбанк».

## Предстоящие размещения

Объем объявленных первичных эмиссий на текущей неделе не окажет ощутимого давления на вторичный рынок рублевых обязательств, поскольку он составляет лишь 4 млрд. рублей.

**В среду, 29 ноября**, пройдет размещение 2-летних бумаги 2-й серии объемом 1 млрд. рублей ООО "МаирИнвест". Ставку 1-го купона организаторы займа прогнозируют на уровне 10,7-11% годовых. Привлеченные средства планируется направить на реструктуризацию кредитов и диверсификацию источников финансирования. В настоящее время портфель привлеченных кредитов компании на 41% состоит из кредитов западных банков и на 37% - российских банков. Средства от размещения облигаций будут направлены на погашение кредитов российских банков.

В тот же день пройдет вторичное размещение бумаг ОАО "Югтранзитсервис" 2-й серии объемом 1,2 млрд. рублей в



виде аукциона по цене размещения. Первичное размещение состоялось 18 октября 2005 года по закрытой подписке в интересах ООО "Евромед" (Таганрог). Облигации предполагают выплату семи полугодовых купонных доходов. Ставки трех первых купонов установлены в размере 11,5% годовых.

**В четверг, 1 декабря,** состоится размещение 5-летних облигаций 3-го выпуска ООО "Росинтер Ресторантс" объемом 1 млрд. рублей.

Кроме того, на 1 декабря запланировано размещение облигаций Тверской области 25003 объемом 800 млн. руб. Ставка купона будет определяться на конкурсе, периодичность выплат – 4 раза в год.

---

### **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](mailto: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».

