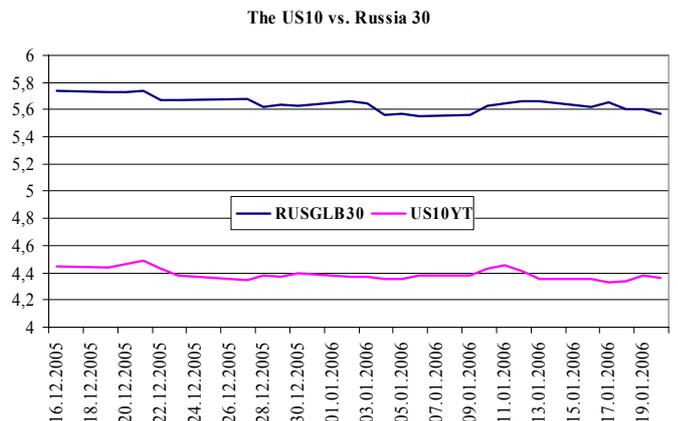
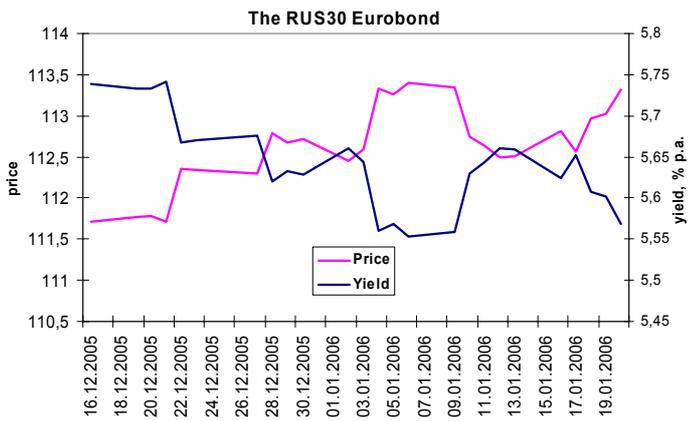
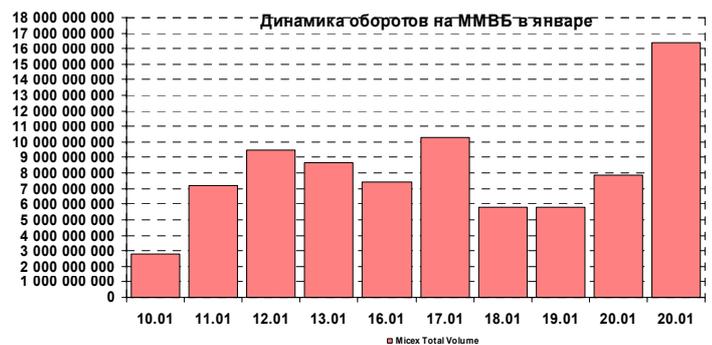
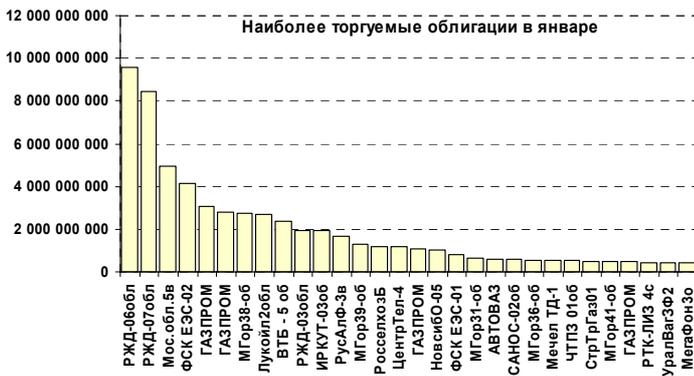




Основные новости

- Конъюнктура российского долгового рынка формируется в настоящее время ожиданиями заседания ФРС 31 января, а также колебаниями на валютном рынке. В случае если на встрече будет заявлено, о том, что ФРС приостановит политику повышения процентных ставок, скорее всего это будет воспринято как позитив для бондов и отрицательно для доллара. Все это хорошо для рублевых облигаций.
- Остатки на корр. счетах коммерческих банков в ЦБ постепенно снижаются, но ставки на МБК остаются на низком уровне. Ликвидности пока всем хватает.
- Постепенно начинается сезон в сегменте первичных размещений. На текущей неделе на рынок выходят два benchmark - новый выпуск ОФЗ 25059 и трехлетний займ РЖД. Основное внимание инвесторов будет направлено на данные аукционы, хотя стоило бы обратить внимание еще на размещение ЭФКО.
- Минфин озвучил свои ориентиры по федеральным облигациям на 2006 год. Они оказались практически на 2% выше текущих уровней. Чтобы это значило?
- В настоящее время конъюнктуру оцениваю как достаточно благоприятную, перспективы ценового роста сохраняются у долгосрочных РЖД 6 и 7 серии, также к покупке можно рекомендовать ряд выпусков облигаций агрокомпаний. Рекомендация по федеральным и субфедеральным займам – держать.



Федеральные облигации

Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

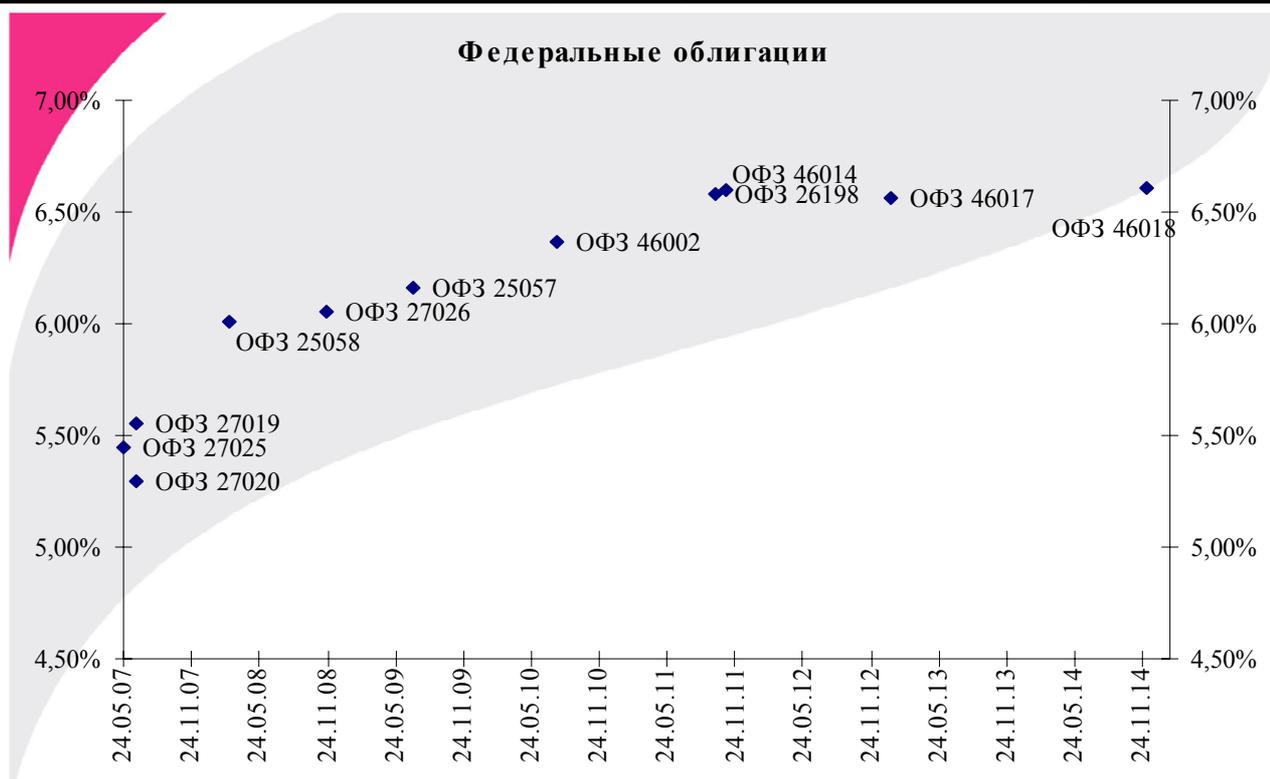
В ближайшей перспективе существует ряд как внутренних, так и внешних факторов, которые могут оказать влияние на конъюнктуру рынка федеральных облигаций.

Основным внешним фактором остается политика ФРС США, а именно предстоящее заседание 31 января на котором, скорее всего, будет решен вопрос об очередном повышении учетной ставки и озвучены дальнейшие перспективы ее изменения. Существует мнение, что январское повышение может стать последним в ближайшей перспективе, что должно позитивно отразиться на долговом рынке, как в штатах, так и российском.

К внутренним факторам можно отнести, во-первых, предстоящий 25 января аукцион по новому выпуску ОФЗ 25059, который послужит индикатором рыночных настроений в сегменте федеральных бумаг. Считаю, что с учетом прошедшего на прошлой неделе размещения выпуска облигаций г. Москвы, можно рассчитывать на достаточно большой спрос инвесторов на ОФЗ. В случае если переподписка в ходе аукциона действительно превысит ожидания, это послужит хорошим стимулом для покупок бумаг на вторичном рынке.

Фактором, влияние которого пока тяжело оценить, является опубликованный на прошлой неделе прогноз Минфина по среднему уровню доходности ОФЗ на 2006 год. Так по долгосрочным бумагам официальный ориентир составляет 8,5% годовых, притом, что в настоящее время они торгуются под 6,7% годовых. Откуда взялась цифра «8,5%» - или в ожиданиях значительного роста доходности на рынке, или каким-то образом привязана к инфляции..., сказать достаточно тяжело. Однако отмечу, что для того, чтобы доходность на рынке выросла практически на 2%, должно произойти уж совсем что-то серьезное, поэтому, считаю, что пока что, до дополнительных объяснений (если они последуют) не следует воспринимать прогноз Минфина, как действительный рыночный ориентир.

Считаю, что в перспективе нескольких недель конъюнктура сегмента федеральных облигаций останется достаточно благоприятной, **рекомендаций по ОФЗ – держать.**



Субфедеральные облигации

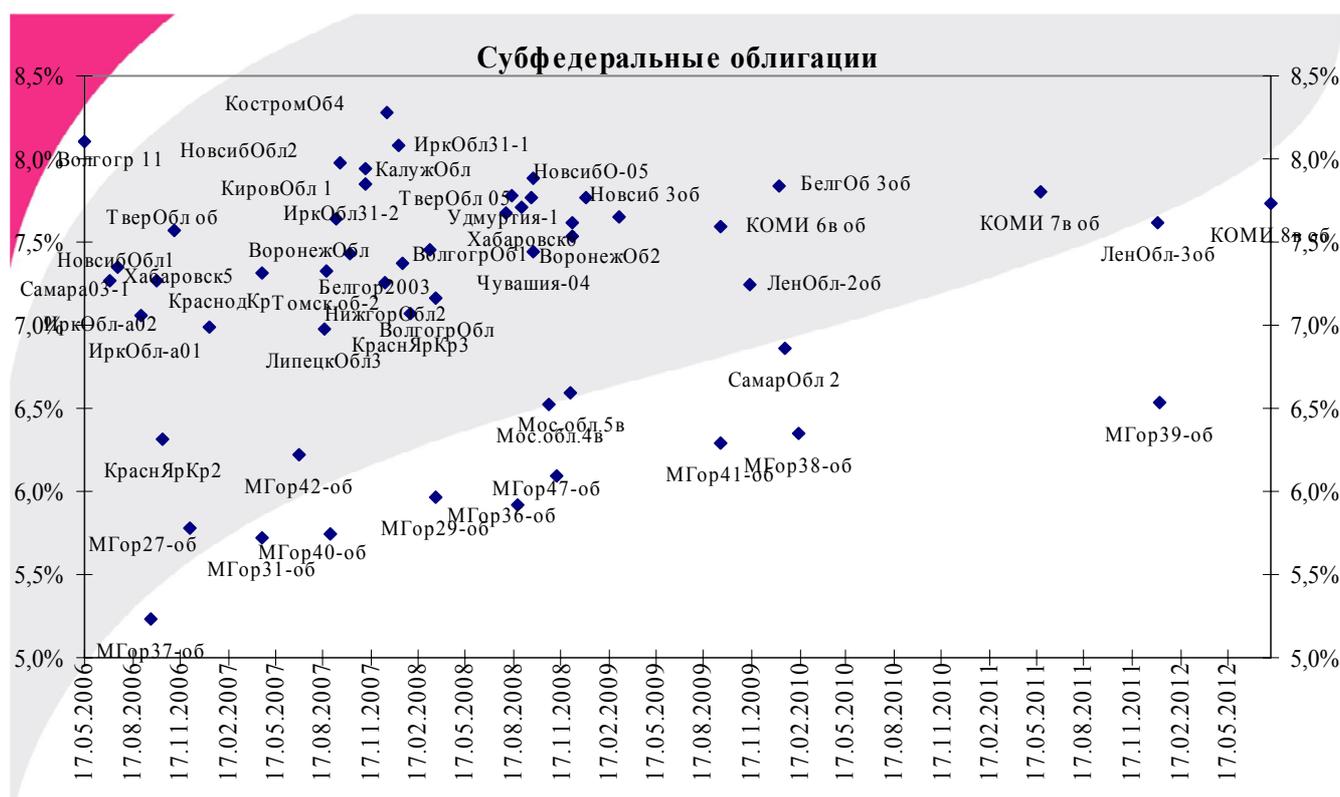
Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

Ситуация в секторе субфедеральных облигаций на предстоящей неделе не должна претерпеть значительных изменений. Сегмент первичных размещений остается пока без новых выпусков, в то же время в отсутствии глобальной идеи дальнейшего движения процентных ставок, на вторичном рынке цены, скорее всего, стабилизируются.

Можно отметить, что ставки большинства субфедеральных облигаций приблизились к своим справедливым уровням в соответствии со сложившейся кривой доходности – во втором эшелоне по различным эмитентам они отличаются не более чем на 0,5 процентных пункта, что ограничивает возможности для поиска недооцененных займов и соответственно спекулятивных покупок.

Таким образом, общая рекомендация по сегменту субфедеральных облигаций – держать.

Скорее всего, новых размещений субфедеральных облигаций придется ждать еще несколько месяцев, что связано с принятием бюджетов на 2006 год и дальнейшей регистрацией займов в Минфине, поэтому, можно ожидать некоторого снижения активности операторов в данном сегменте. Скорее всего, наиболее активно торгуемыми бумагами будут оставаться только долгосрочные займы Москвы и Московской области, движение котировок в этих бумагах будет зависеть от колебания рынка ОФЗ, а также результата размещений крупнейших заимов в секторе корпоративных облигаций.



Корпоративные облигации

Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

Кратковременное посленоевгоднее ралли на долговом рынке вновь сменилось стабилизацией котировок и отсутствием глобальных идей дальнейшего движения. Спрос со стороны нерезидентов вроде бы сократился, постепенно падают остатки на корр. счетах банков в ЦБ. С другой стороны, позитивом для рынка остается пока ситуация в США – это касается как долгового рынка, на котором цены облигаций сохраняются на достаточно высоком уровне, так и валютного рынка – укрепление евро, а соответственно и рубля к доллару позитивно сказывается на привлекательности российских внутренних облигаций. Кроме того, на достаточно низком уровне продолжают находиться ставки МБК – порядка 1-1,5% по кредитам overnight. Таким образом, позитивные факторы пока преобладают, однако их недостаточно для нового витка снижения доходности бумаг.

Фактором, который может способствовать краткосрочному всплеску активности в сегменте российских корпоративных облигаций, скорее всего, станет размещение 26 января трехлетнего выпуска РЖД-05 объемом 10 млрд. рублей. При этом, *достаточно интересными для вложений остаются более долгосрочные серии эмитента – РЖД-06 и РЖД-07*, которые до сих пор предоставляют премию к кривой. Считаю возможным, снижение доходности по этим займам в ближайшей перспективе – **до 7,0% РЖД-06 и 7,15% - РЖД-07**.

Кроме того, среди займов второго-третьего эшелона, интересным может стать размещение второго выпуска облигаций ЭФКО. Оценивая кредитное качество компании, как удовлетворительное, предварительно можно оценить доходность займа на уровне порядка 11-11,2% годовых.

В целом, второй эшелон корпоративных займов сохраняет перспективы для ценового роста, который с начала текущего года был менее ярко выражен, нежели в голубых фишках. **Интересными остаются займы агрокомпаний** – Русагро01, Разгуляй, кроме того, после размещения второго займа ЭФКО, компании будет значительно более просто исполнить оферту в марте 2006 года, тем самым для краткосрочных вложений можно использовать первый займ эмитента.



В ожидании решения ФРС...

Дмитрий Зак
D.Zak@cf.ru

Основные факторы, оказывающие влияние на динамику Tbonds

	краткосрочно	средне срочно
1. Инфляция	↑	↓
2. Рост ставок ФРС	↑ ↓	↓
3. Спекулятивная игра «на инверсию»	↑ ↓	↓

- (1) «Задавленная» в моменте инфляция в США стимулирует покупки американских бондов. Очищенные инфляционные индексы за последние месяцы 2005 зачастую демонстрировали снижение, публикуясь либо в рамках прогнозов, либо лучше. Краткосрочно это несомненно позитив, однако нельзя забывать что инфляционные ожидания снижены лишь на коротке: с одной стороны это эффект ужесточения политики денежных властей США, а с другой – эффект влияния высоких цен на нефть на потребительские цены более длителен - около полугода.
- (2) Повышение учетных ставок в краткосрочной перспективе является как позитивом, так и негативом. С одной стороны, это стимулируемый высокими ставками приток дополнительного капитала в страну (краткосрочно), а с другой – в долгосрочной перспективе - торможение роста экономики (в том числе и опасность для сектора «жилья в кредит»), а также проявление эффекта схлопывания мировой ликвидности (ведь кредиты становятся брать все дороже).
- (3) Данный фактор носит краткосрочный характер, особым спросом пользуются высокодоходные выпуски. Тем не менее, исторически инверсия предвещает рост доходностей T-bonds и расширение спрэдов между T-bonds и Fed Funds rate (достаточно вспомнить 1998, 2000 годы).

Основные факторы, оказывающие влияние на динамику еврооблигаций стран ЕМ

	краткосрочно	средне срочно
1. Изменение базовой кривой – кривой доходностей американских Treasuries	↑ ↓	↓
2. Отдельно для стран с экспортно-сырьевой моделью экономики - динамика цен на нефть в мире (Россия, Венесуэла, Мексика)	↑	↑
3. Угроза эпидемии «птичьего гриппа» (Турция, Азиатский регион)	↓	

- (1) Наблюдающаяся практически полная инверсия кривой доходностей T-bonds предполагает более выгодные вложения в длинные выпуски еврооблигаций (в т.ч. и России). Однако, на сокращение страновых спрэдов данное явление влияния не оказывает.
- (2) Цены на нефть возобновили рост в рамках глобального восходящего тренда: с начала года – плюс 10%. Консенсус прогноз по ценам на нефть на 2006 год – не менее текущих уровней. Для стран экспортирующих сырье за рубеж - это дополнительные денежные потоки. В случае с Россией – это сокращение долговой нагрузки, рост ЗВР и Стабфонда (демпферной подушки).
Для стран, импортирующих сырье – высокие цены на нефть будут тормозить экономический рост.

- (3) Фактор негативный. В долгосрочной перспективе может сузиться с понижением эффективности животноводческого сектора, как одной из составляющей экономического роста страны. Краткосрочный негатив, выражающийся в расхождении спредов евробондов к T-bonds – скорее спекулятивная реакция на слухах.

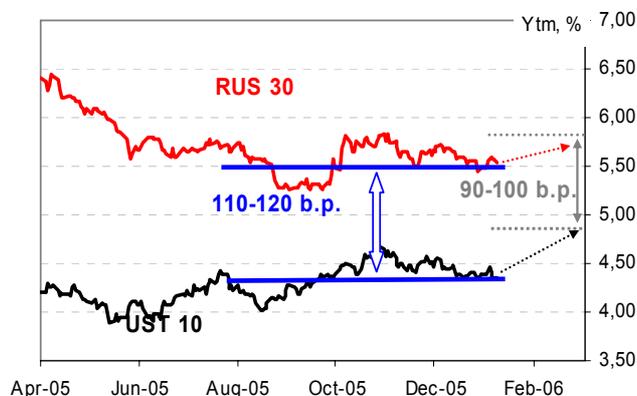
Выводы:

1. В перспективе 2-3 месяца уровень основных учетных ставок стабилизируется на отметке в 4,5% годовых. Высокий интерес будут представлять сопутствующие комментарии, а также последующая публикация стенограммы заседания ФРС.

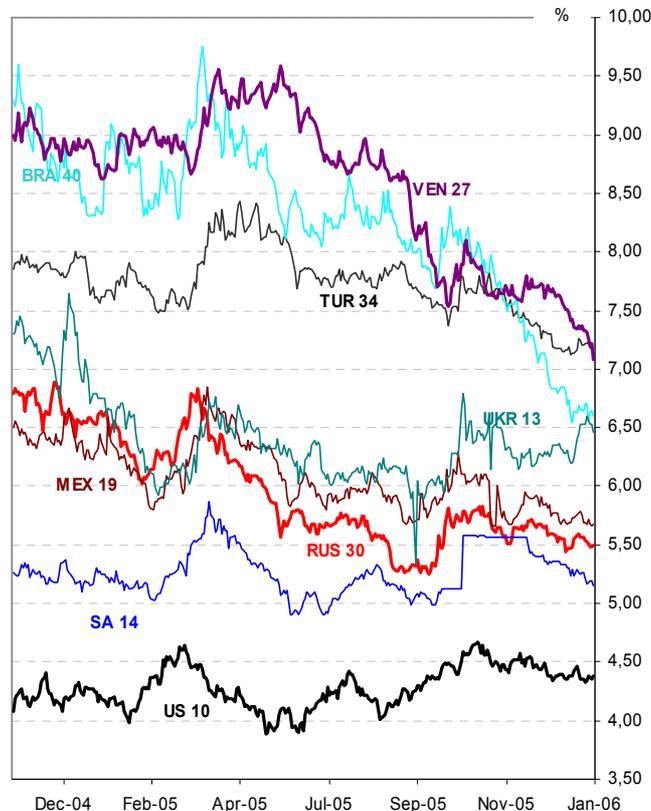
2. Считаю, что стабилизация ставок ФРС еще не повод к стабильности на рынке мировых процентных ставок. В краткосрочной перспективе, суверенные бонды Бразилии и Турции считаю локально перекупленными, потому есть основания ожидать коррекции вверх по доходности в перспективе 1-2 месяцев до уровней 7,0-7,2% и 7,5-7,7% соответственно. Кроме того, рекомендую продавать нехеджированные длинные позиции в UST bonds и еврооблигациях стран Emerging Markets по текущим высоким ценам.

3. В рамках среднесрочной стратегии (~3 месяца) рекомендую покупать спрэды суверенных бондов нефтедобывающих стран - России, Венесуэлы и Мексики, к американским казначейским бондам. Целевые уровни по Russia-30 vs US-10 – 90 б.п., **VEN-27 vs US-10 – 280**, **Mex-19 vs US-10 – 120 б.п.**

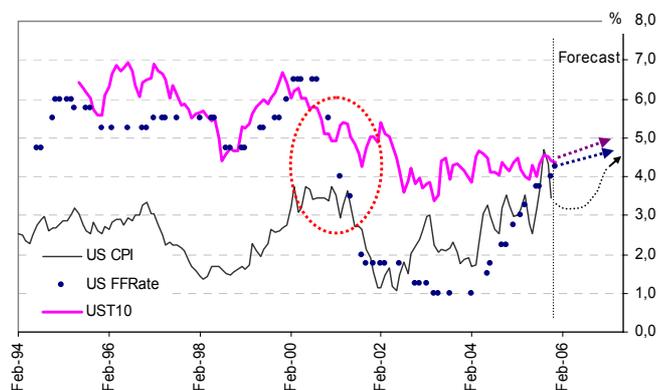
RUS-30 vs US-10



Суверенные облигации: доходность



US CPI, Tbonds 10, FFrate



Департамент долговых Рынков

Отдел Продаж (Санкт-Петербург)

+ 7 (812) 326 13 05

Наталия Газиева
Анна Думчева
Ирина Зеленцова
Анна Широкова

Отдел Продаж (Москва)

+ 7 (095) 771 65 37

Анна Грицаенко
Алексей Васильев
Дмитрий Иванов
Антон Кихаев
Наталья Ляховская
Дмитрий Попов
Михаил Хазан
Юля Чудина
Анна Ярославцева

Международные Продажи

Егор Заостровцев
Елена Мелешкова

+ 7 (812) 332 35 00

+ 7 (812) 332 35 21

Аналитическое Управление

+ 7 (812) 326 13 05

Литишия Риджески
Начальник Аналитического управления
Владимир Малиновский
Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств
Дмитрий Зак
Старший аналитик
Илья Кубарь
Аналитик

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, и ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако, проверка использованных данных не проводилась, и КИТ Финанс не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако, КИТ Финанс имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс. КИТ Финанс не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.
