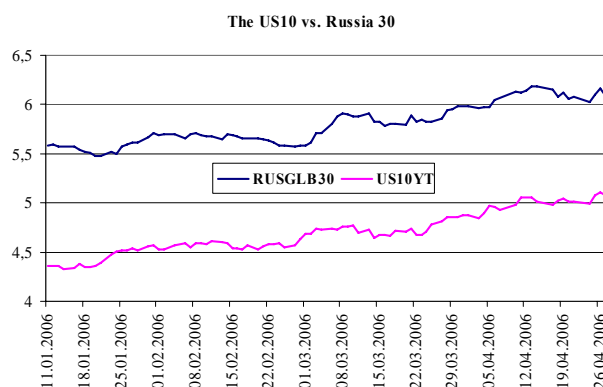
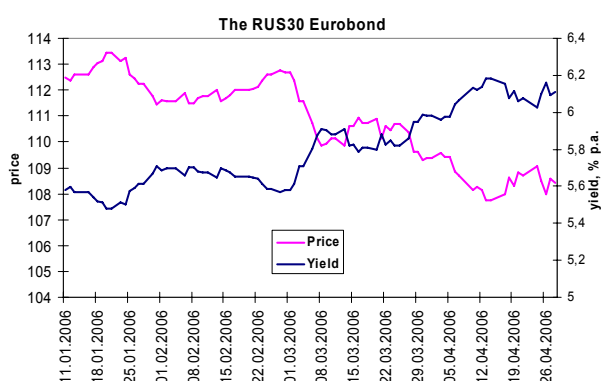




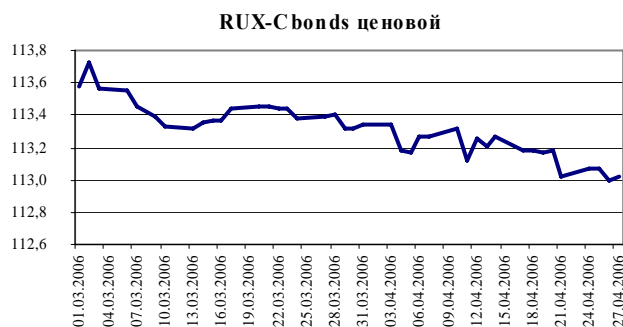
Итоги апреля

На внешнем рынке апрель начался со снижения котировок UST. В отличие от предыдущих месяцев, доходность UST-10 достигла прогнозируемой ставки ФРС не в последнюю неделю накануне предстоящего заседания, а практически через 10 дней после состоявшегося. Дойдя до уровня в 5% годовых, до конца месяца «десятка» колебалась в диапазоне 5.0-5.08%, то есть на достаточно высоком значении.

Негатив со стороны американского долгового рынка в первую очередь отрицательно сказался на российских евробондах: доходность Евро-30 практически мгновенно выросла до 6.0–6.15% годовых. Рублевые облигации сопротивлялись несколько дольше (например, спрэд сопоставимых ОФЗ к еврооблигациям сужался до 70 б.п.), однако и они не избежали коррекции. Активные продажи бумаг, относящихся к «первому эшелону» и «голубым фишкам» (скорее всего, их осуществляли нерезиденты) привели к падению котировок на 0.7–1.5 %.



К концу месяца российский рынок стабилизировался и перестал реагировать на незначительные колебания UST: при снижении оборотов котировки облигаций практически не изменялись. В последние дни апреля на фоне заявления Б. Бернанке о возможной приостановке повышения ставки появились осторожные покупки, однако они быстро захлебнулись, не получив подтверждения с внешних рынков.



В итоге большинство облигаций из числа «голубых фишек» и «первого эшелона» показали в апреле отрицательную доходность. Напротив, займы второго-третьего эшелонов продемонстрировали положительный результат, в основном за счет высоких купонных ставок. Особо выделим облигации ЮТК, которые значительно сократили спрэды к остальным займам телекоммуникационного сектора и в итоге стали лидерами по доходности за месяц.



Доходность от вложения в облигации за апрель

	На 31.03.2006		На 28.04.2006		Доходность за период, % год.	Дюрация
	Доходность	Цена	Доходность	Цена		
МГор39-об	6.84%	111.00	7.04%	109.56	-7.76%	6.02
ОФЗ 46005	6.73%	45.50	6.83%	45.25	-7.16%	12.08
Мос.обл.5в	7.07%	108.44	7.43%	107.25	-7.16%	2.67
МГор44-об	6.84%	110.95	7.01%	109.6	-6.69%	6.45
ОФЗ 46017	6.73%	106.43	6.88%	105.2	-6.55%	6.92
ОФЗ 46018	6.85%	110.54	6.97%	109.3	-6.00%	8.79
МГор47-об	6.39%	109.20	6.72%	108.05	-4.50%	2.67
ОФЗ 46019	6.97%	55.05	7.06%	54.86	-4.50%	10.16
ОФЗ 46020	6.97%	100.55	7.05%	99.68	-4.33%	12.84
ОФЗ 46014	6.69%	109.65	6.84%	108.57	-3.71%	5.82
ГАЗПРОМ А6	7.00%	100.20	7.28%	99.4	-3.44%	3.02
ЦентрТел-4	8.43%	116.10	8.77%	114.75	-3.22%	2.83
РЖД-05обл	7.07%	99.30	7.39%	98.55	-3.10%	2.58
Вагонмаш 1	11.34%	104.70	11.05%	105.09	17.14%	1.94
ИНТЕКО-1об	11.86%	99.50	11.19%	100.01	17.46%	0.85
ВолшКрай-1	12.03%	100.00	11.13%	100.5	17.61%	0.65
Мособлгаз1	10.23%	101.21	9.70%	101.95	19.58%	1.64
АЦБК-Инв 2	11.87%	100.25	10.53%	100.9	19.99%	0.62
ЭйрЮнион01	14.63%	99.08	13.93%	99.75	21.58%	1.05
МиГ-Ф обл.	10.17%	100.60	9.20%	101.53	21.78%	1.11
АвтобанИн	14.83%	100.11	13.13%	100.7	21.96%	0.49
Юниаструм	13.82%	99.25	12.83%	100	22.16%	0.86
НижЛенинв	13.04%	102.35	11.68%	103	23.11%	0.74
ЮТК-04 об.	10.55%	100.00	10.01%	101	23.43%	2.16
ЮТК-03 об.	10.64%	100.75	9.48%	102.15	27.71%	1.37

На первичном рынке эмитенты проявляли в апреле среднюю активность: всего было выпущено в обращение новых займов на 40.7 млрд рублей. Стоит отметить, что впервые в нынешнем году объем размещений оказался ниже, чем за аналогичный период 2005 года (в апреле прошлого года он составил 42.4 млрд рублей).

Наконец-то на первичном рынке активизировались и субъекты РФ: в апреле проведены аукционы по займам Московской области (на 12 млрд рублей), Москвы (на 5 млрд рублей), а также Республики Саха (Якутия) и Ярославской области (на 2,5 и 2 млрд рублей, соответственно).

Первичные размещения облигаций в апреле

Выпуск	Объем эмиссии
Акибанк, 1	600 000 000
АрнестФинанс, 1	600 000 000
АЦБК-Инвест, 3	1 500 000 000
Башкирэнерго, 3	1 500 000 000
Дикая Орхидея, 1	1 000 000 000
ЕБРР, 2	5 000 000 000
Лаверна, 1	1 000 000 000
Московская область, 25006	12 000 000 000
Омела Холдинг, 01	50 000 000
Ренинс Финанс, 1	750 000 000
Российские коммунальные системы, 1	1 500 000 000
Русский Международный Банк, 1	1 000 000 000
Синергия, 1	1 000 000 000
Сувар-Казань, 1	900 000 000
Уралвнешторгбанк, 1	1 500 000 000
Центральный телеграф, 3	700 000 000
Элемтэ, 2	600 000 000
Якутия (Саха), 35001	2 500 000 000
Ярославская обл, 34006	2 000 000 000
Москва 44	5 000 000 000
ИТОГО	40 700 000 000



Прогноз на май

Основным драйвером рублевых облигаций в мае, как и все последнее время, останется внешний рынок. Но от этого строить прогнозы ничуть не проще: многие пытаются разобраться, что будет происходить в Штатах, но лишь единицы знают, как сложатся события в итоге.

Пожалуй, давно уже не возникала ситуация, когда прогноз развития долгового рынка становился столь неопределенным. С другой стороны, это закономерно: США очевидно приближаются к окончанию затянувшегося периода повышения процентных ставок, и потому вопросы «Когда?», «Каким образом?» и «Что потом?» приобретают наибольшую актуальность.

Для инвесторов оптимальным, наверняка, стало бы увеличение ставки до 5% и заявление о стабилизации ее на определенное время.

Однако глава ФРС, похоже, выбрал другой путь, которой, по нашей оценке, не идеален для долгового рынка. Временное прекращение практики повышения ставки означает сохранение волатильности котировок UST на фоне выходящих макроэкономических данных и постоянное «гадание» на результаты ближайшего заседания. Такое поведение рынка не позволит значительно вырасти ценам американских облигаций и сведет вероятность возникновения инверсии доходности займов и ставки ФРС к минимуму. Таким образом, мы не ожидаем улучшения конъюнктуры западного рынка до возникновения определенности.

Российский сегмент, возможно, и рад бы подрасти, благо внутренняя банковская ликвидность остается на хорошем уровне, а ослабление доллара — в том числе и к рублю — повышает привлекательность вложений в местные активы. Однако высокая корреляция с внешними рынками, скорее всего, не позволит котировкам рублевых бондов пойти вверх, сужая спреды к еврооблигациям.

Мы полагаем, что рублевый рынок облигаций в мае будет относительно стабильным, неохотно реагируя на умеренные колебания UST, и лишь значительные движения американских облигаций способны изменить настроения инвесторов. Очевидно, ближайшим «глобальным событием» станет заседание ФРС 10 мая и последующие комментарии.

Как следствие, остаются в силе рекомендации придерживаться защитной стратегии как минимум до майского заседания ФРС. Считаем пока преждевременной покупку долгосрочных выпусков «голубых фишек» и облигаций «первого эшелона» ввиду сохраняющейся вероятности продолжения коррекции, как на Западе, так и в России. Предлагаем держать основную часть портфеля в деньгах и в «коротких» займах с высоким купоном. К таковым относятся облигации ЮТК (они сохраняют хороший спред к остальным телекомам), и предприятий аграрного сектора (оба выпуска «Разгуляя», Русагро). Кроме того, представляют интерес займы ЕПК-1, СанвэйГ 01, ВолгоБур01, ДжэйЭфСи 2.

На наш взгляд, ситуация может измениться в лучшую сторону ближе к июньскому заседанию ФРС, поэтому момент для покупки «длинных» бумаг, скорее всего, наступит только в конце мая – начале июня.

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как оферта к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни Инвестиционный банк КИТ Финанс, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.

Владимир Малиновский v.malinovskiy@cf.ru

www.cf.ru
191011 Россия, Санкт-Петербург
Невский пр., д.38
Тел. +7 (812) 326 1305
Факс +7 (812) 332 2323