

Евгений Кочемазов
+7 095 775 70 22
kochemazov@vtb.ru

Мария Суворова
+7 095 775 70 12
suvorova@vtb.ru

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

Рынок US Treasuries: обзор и прогноз стр. 2

Самое интересное в сложившейся ситуации – это то, что рост котировок и, соответственно, снижение доходности длинных казначейских облигаций США происходило на фоне очередного и ожидаемого повышения учетной ставки. В среду Федеральная комиссия по открытым ФРС США приняла решение повысить учетную ставку на 25 б.п. до уровня 2.5% годовых, что стало шестым повышением подряд.

Тем не менее, фундаментальный фон остается лишь «фоном», а реальность отражена в рыночных котировках US Treasuries, которые закрываются ростом вопреки предостережениям многих инвесторов относительно заниженности текущих ставок по облигациям и начала коррекции...

Российские еврооблигации стр. 3

В целом, мы полагаем, что текущее ценообразование России 30 является справедливым. Спрэд бумаги к мексиканским бондам с погашением в 2019 году составляет на сегодняшний день порядка 22 б.п., что, с учетом повышения рейтинга Мексики по шкале S&P до уровня «BBB», является адекватным отражением разницы в уровне кредитных рейтингов двух стран...

Рекомендации по корпоративным еврооблигациям стр. 4

Бизнес ХКФ мало чем отличается от бизнеса Банка Русский Стандарт. В то же время, в свете отказа BNP от покупки доли в последнем, акционерная структура ХКФ выглядит даже предпочтительнее. Текущий уровень спреда по Русскому Стандарту 07 составляет порядка 322 б.п., тогда как ХКФ 08 торгуется с премией к РФ на уровне 425 б.п....

Приложение: Новости и события прошедшей недели стр. 5

Инвестиционный рейтинг от S&P
Всемирный банк комментирует экономику РФ
Рейтинг Банка Русский Стандарт подтвержден
Новые приобретения АФК Система
и другие новости ...

Приложение: Календарь экономических публикаций США стр. 7

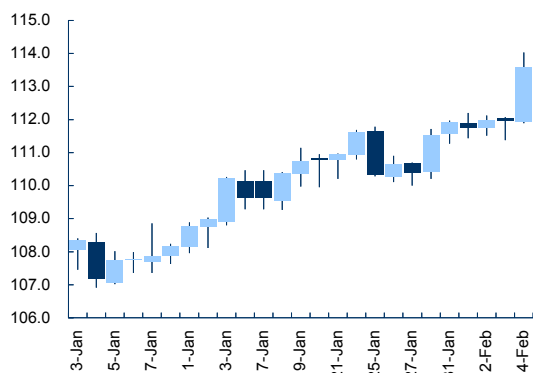
Приложение: Статистика и карты рынка еврооблигаций..... стр. 8

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
FED FUNDS	2.50%	25.00
US1MT	2.18%	9.66
US3MT	2.77%	30.39
US6MT	2.48%	(22.86)
US2YT	3.29%	3.78
US3YT	3.41%	3.71
US5YT	3.68%	(1.55)
US10YT	4.08%	(5.75)
US30YT	4.48%	(12.57)

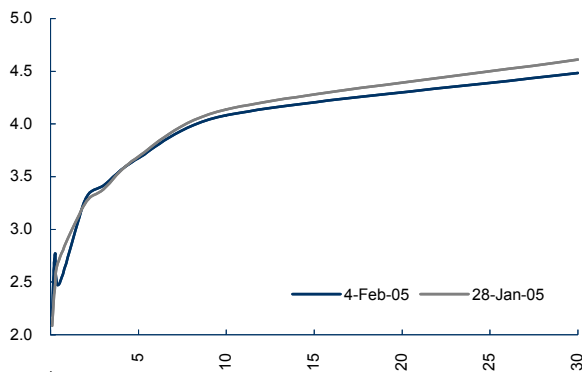
Источник: Reuters, Внешторгбанк

ДИНАМИКА US30YT



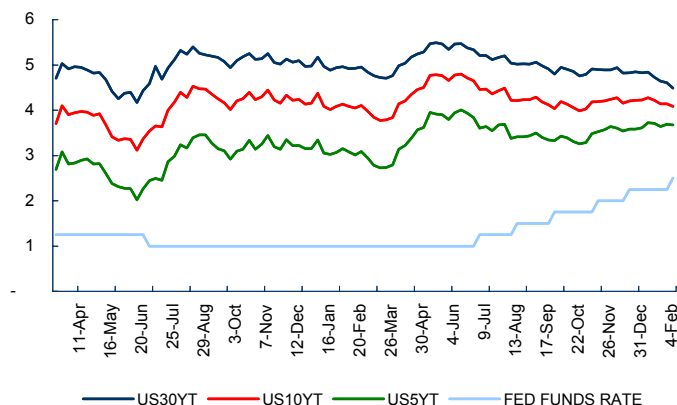
Источник: Reuters, ММББ

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

РЫНОК US TREASURIES: ОБЗОР И ПРОГНОЗ

Прошлая неделя стала для рынка американских казначейских облигаций самой успешной за почти полгода: котировки тридцатилетних облигаций выросли на две с четвертью фигуры, достигнув уровня в 113.625 пунктов, а доходность упала почти на 13 б.п. до уровня 4.48% годовых.

Впрочем, как это обычно и бывает, львиная доля роста пришлась лишь на один день – пятницу, когда был опубликован ежемесячный отчет о рынке труда. Рост числа занятых в несельскохозяйственном секторе экономики в январе составил всего 146 тыс. против ожидаемого уровня в 200 тыс. и декабрьского значения в 133 тыс. (последнее, кстати, было пересмотрено в сторону уменьшения со 157 тыс.).

Именно после этой публикации котировки тридцатилетнего бонда и совершили мощный рывок вверх, закрывшись по итогам дня на две фигуры выше уровня закрытия четверга.

Самое интересное в сложившейся ситуации – это то, что рост котировок и, соответственно, снижение доходности длинных казначейских облигаций США происходило на фоне очередного и ожидаемого повышения учетной ставки. В среду Федеральная комиссия по открытым ФРС США приняла решение повысить учетную ставку на 25 б.п. до уровня 2.5% годовых, что стало шестым повышением подряд.

Таким образом, спрэд между Us10YT и FedFunds составил на конец недели 158 б.п., тогда как в начале года данный показатель держался на уровне 200 б.п., а в течение 2004 года в среднем составлял 290 б.п.

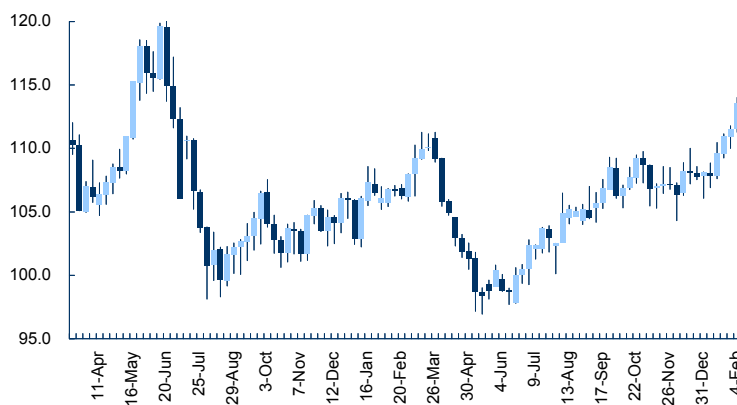
Форма кривой доходности американских казначейских облигаций также продолжила изменяться в нехарактерную для периода ужесточения денежно-кредитной политики сторону: ее наклон продолжил снижаться, а спрэд между двух- и десятилетними нотами сузился до уровня 79 б.п. – минимального с конца марта 2001 года значения. Существенное отличие заключается в том, что в марте 2001 года ФРС проводила смягчение денежной политики, постепенно снижая учетную ставку, доверяя ее к июню 2003 года до 1% годовых.

Тем не менее, фундаментальный фон остается лишь «фоном», а реальность отражена в рыночных котировках US Treasuries, которые закрываются ростом уже 6-ю неделю подряд, вопреки предостережениям многих инвесторов относительно заниженности текущих ставок по облигациям и начала коррекции.

На этой неделе мы не увидим значимых макроэкономических релизов, за исключением, пожалуй, данных по торговому балансу за декабрь, дефицит которого, согласно прогнозам Wall Street, сократится на 3.3 млрд. долларов США по сравнению с ноябрем 2004 года.

В целом, мы сохраняем негативные среднесрочные ожидания по рынку UST, указывая на фундаментальную заниженность текущих ставок по длинным выпускам.

НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК US30YT



Источник: Reuters,

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
RUSSIA 05	3.37%	(30.57)
RUSSIA 07	4.56%	(5.94)
RUSSIA 10	4.78%	0.43
RUSSIA 18	6.15%	(35.25)
RUSSIA 30	6.16%	(16.86)
RUSSIA 28	6.74%	(24.07)
R30 vs. US10YT, bps.	208	(11)
R30 vs. MEX19, bps.	22	(1)
MINFIN 5	5.25%	(3.14)
MINFIN 6	4.48%	(23.93)
MINFIN 7	5.93%	3.42
MINFIN 8	4.40%	(15.17)
ARIES 14	6.14%	(21.08)

Источник: Reuters, Внешторгбанк

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Российские суверенные еврооблигации в самом начале недели получили мощную поддержку со стороны агентства S&P, которое все же решилось отнести Россию к инвестиционной категории, повысив рейтинг страны до уровня «BBB-».

Реакция на эту новость была однозначной, да и другой ожидать не имело смысла: котировки **России 30** «подпрыгнули» почти на фигуру, закрывшись по итогам понедельника на новом историческом максимуме в 105% от номинала.

В течение вторника – четверга рынок **России 30** торговался в диапазоне от 104.75% до 105.5% от номинала, двигаясь в согласованности с рынком UST, а в пятницу после выхода данных по рынку труда США, котировки России 30 взлетели на фигуру, закрывшись по итогам недели на уровне 106% от номинала, что соответствует спреду к US10YT на уровне 208 б.п. (-11 б.п.). Всего за неделю **Россия 30** выросла на 1.44% от номинала.

Котировки **России 28** – самого длинного выпуска с суверенным риском РФ – выросли на 2.5% от номинала, оправдав свой спекулятивный потенциал. Также существенно, почти на 3 пункта, выросла Россия 18.

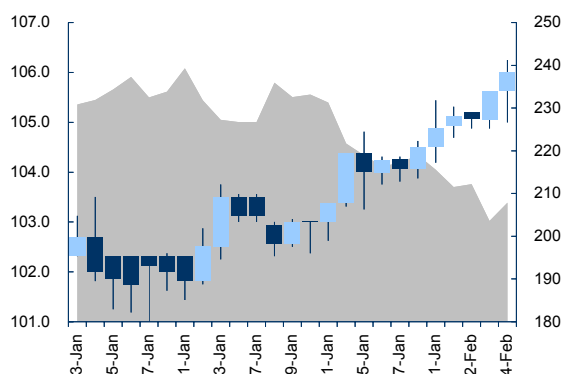
Aries 14, которые де-факто несут российский риск, выросли за неделю на 1.4%, достигнув уровня в 125% от номинала, а их спред к кривой доходности РФ сократился на 4 б.п. до уровня 25 б.п.

В целом, мы полагаем, что текущее ценообразование **России 30** является справедливым. Спред бумаги к **мексиканским бондам с погашением в 2019** году составляет на сегодняшний день порядка 22 б.п., что, с учетом повышения рейтинга Мексики по шкале S&P до уровня «BBB», является адекватным отражением разницы в уровне кредитных рейтингов двух стран. В течение декабря 2004 года, когда разница кредитных рейтингов Мексики и России составляла два пункта, средний спред R30 к M19 держался на уровне 23 б.п.

В настоящий момент разница в рейтингах составляет уже 3 пункта (рейтинг Мексики по Moody's находится на уровне Baa1), что предполагает заниженность премии. В то же время, Moody's сохраняет позитивный прогноз изменения рейтинга РФ, что делает текущую премию в размере 20 б.п. вполне оправданной.

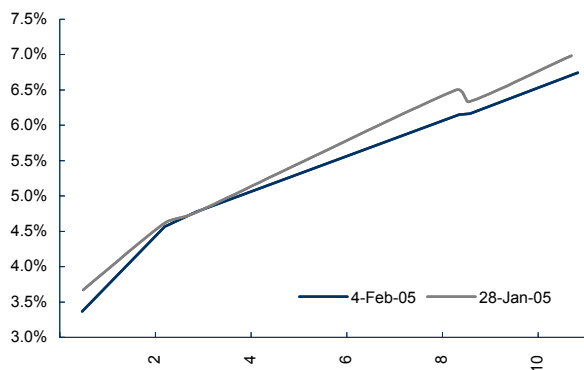
Таким образом, в условиях сохранения узких спредов как к базовому активу (US Treasuries), так и к peers (Мексика), **Россия 30** будет двигателем согласно рынку американских казначейских облигаций, который, с нашей точки зрения, является перекупленным и в среднесрочной перспективе неизбежно будет снижаться.

РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT



Источник: Reuters

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Reuters

Инструмент	Mkt. Rating	Изм.
Aries 14	Mkt. perform	Up
Алроса 08	Underperform	-
Алроса 14	Underperform	-
Альфа Банк 05	Mkt. perform	Up
Альфа Банк 06	Outperform	-
Банк Москвы 09	Outperform	-
ВБД 08	Mkt. perform	Down
ВТБ 08	Mkt. perform	-
ВТБ 11	Mkt. perform	-
ВТБ 15	Mkt. perform	-
Вымпелком 09	Outperform	-
Вымпелком 11	Mkt. perform	Down
Газинвест 08	Underperform	-
Газпром 07	Underperform	-
Газпром 09	Underperform	-
Газпром 13	Underperform	-
Газпром 20	Underperform	-
Газпром 34	Underperform	-
Евразхолдинг 06	Underperform	-
Евразхолдинг 09	Underperform	-
Зенит 06	Outperform	Up
МДМ 05	Outperform	Up
МДМ Банк 06	Outperform	-
Мегафон 09	Mkt. perform	Down
ММК 08	Mkt. perform	Down
МТС 08	Mkt. perform	-
МТС 10	Mkt. perform	-
МТС 12	Mkt. perform	-
Никоил 07	Outperform	-
Номос 07	Outperform	-
Норникель 09	Outperform	-
Росбанк 09	Outperform	-
Роснефть 06	Underperform	-
Русский Стандарт 07	Outperform	-
Северсталь 09	Mkt. perform	-
Северсталь 14	Mkt. perform	-
Сибнефть 07	Outperform	-
Сибнефть 09	Outperform	-
Система 08	Underperform	-
Система 11	Underperform	-
ТНК 07	Underperform	-
Уралсиб 06	Mkt. perform	-
ХКФ Банк 08	Outperform	-

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

Российские корпоративные еврооблигации на прошлой неделе поддержали суверенные бонды, продемонстрировав существенный рост на новостях о повышении кредитного рейтинга РФ.

Средний рост котировок корпоративных еврооблигаций российских эмитентов составил за неделю 70 б.п., а средний спрэд к суверенным еврооблигациям сократился на 15 б.п.

Наилучшую динамику показали **Северсталь 14**, которая закрылась на 2 фигуры выше уровня предыдущей пятницы, **Вымпелком 11** (+1.8%), **Газпром 34** (+1.84%) и **МТС 10** (+1.15%).

По итогам недели мы провели пересмотр рыночных рейтингов корпоративных евробондов. Так, мы снизили рейтинги **ММК 08** и **Мегафона 09** до уровня Market Perform с Outperform. Снижение рейтинга обусловлено достижением спрэдов обоих выпусков справедливых уровней.

Существенный рост котировок **Вымпелкома 11** также привел к аналогичному понижению рыночного рейтинга до Market perform.

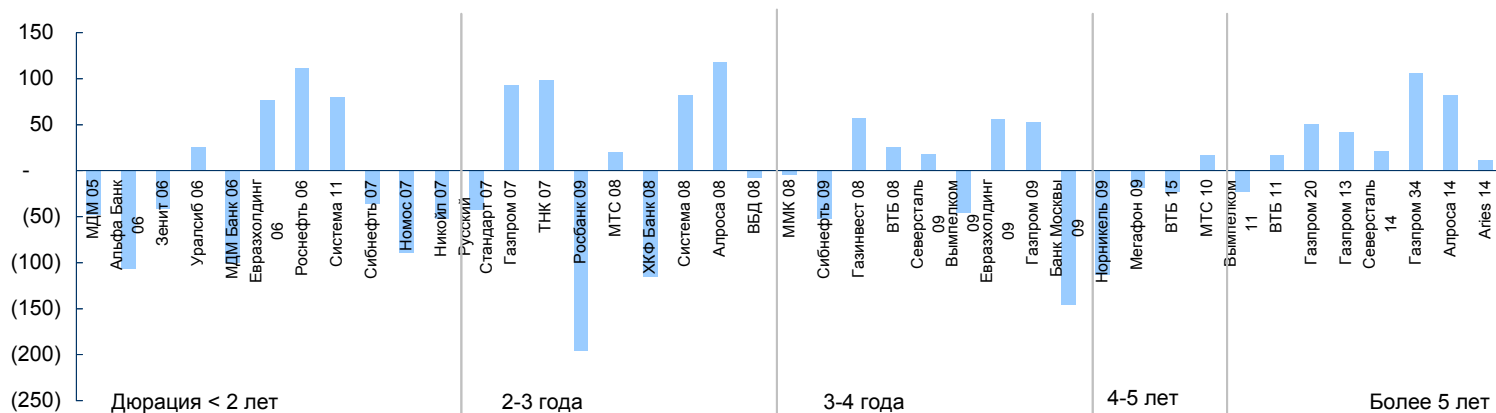
В то же время мы повысили рейтинги по ряду банковских еврооблигаций, в числе которых **Альфа Банк 05**, **Зенит 06** и **МДМ 05**. Текущие уровни спрэдов по этим выпускам выглядят завышенными по отношению к справедливому уровню в среднем на 65 б.п.

Размещенным еврооблигациям **ВТБ 15** и **ХКФ 08** мы присвоили рыночные рейтинги Market Perform и Outperform соответственно. Выпуск **ВТБ 15** мы рассматриваем к колл-опциону в 2010 году, что соответствует дюрации на уровне 4.4 лет. Спрэд выпуска, который является субординированным, к суверенной кривой доходности РФ составляет около 1%, что с учетом премии других выпусков ВТБ, которая в среднем составляет около 40 б.п., представляется справедливым уровнем.

Говоря о **ХКФ 08**, мы считаем этот выпуск существенно недооцененным. Бизнес ХКФ мало чем отличается от бизнеса Банка Русский Стандарт. то же время, в свете отказа BNP от покупки доли в последнем, акционерная структура ХКФ выглядит даже предпочтительнее. Текущий уровень спрэда по **Русскому Стандарту 07** составляет порядка 322 б.п., тогда как **ХКФ 08** торгуется с премией к РФ на уровне 425 б.п. Таким образом, евробонды **ХКФ 08** недооценены примерно на 100 б.п.

Из других недооцененных выпусков мы отмечаем оба выпуска **Сибнефти** (средняя недооцененность на 44 б.п.), **Норникель 09**, **Банк Москвы 09**, **Росбанк 09** и **Вымпелком 09**.

ОЖИДАЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ СПРЭДОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ К КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

ПОНЕДЕЛЬНИК - 31 ЯНВАРЯ 2005

S&P повысило долгосрочный суверенный рейтинг РФ до инвестиционного уровня BBB-

S&P повысило долгосрочный суверенный рейтинг РФ по обязательствам в иностранной валюте до инвестиционного уровня BBB-, прогноз – стабильный. Так же агентством был повышен краткосрочный суверенный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте до уровня «А-3», долгосрочный суверенный кредитный рейтинг по обязательствам в национальной валюте до уровня «BBB» и рейтинг по национальной шкале до уровня «ruAA». Повышение рейтингов является следствием улучшения показателей государственной задолженности и внешней ликвидности, которые настолько значительны, что уравнивает фактор политического риска. В конце 2004 г. российское правительство стало нетто-кредитором с чистыми внешними активами в размере 11% текущих доходов платежного баланса. В ближайшие 2 года ожидается укрепление этой позиции. На конец 2005 г. объем активов должен составить порядка 22%, на конец 2007 г. – около 35%. Общий размер задолженности в 2005 г. составит \$13.6 млрд. и менее \$12 млрд. в 2006-2007 годах, что сопоставимо с размером аккумулированных в стабфонде активов (\$18.8 млрд.) и высоким уровнем золотовалютных резервов (\$118 млрд.).

Вследствие повышения долгосрочного суверенного рейтинга РФ до инвестиционного уровня, S&P повысило рейтинг по трем сериям Aries до «BBB-». В то же время, Повышение рейтинга РФ до инвестиционного уровня не повлияет на рейтинг международных облигаций Газпрома на \$1.25 млрд., который сейчас находится на уровне «BBB-». Представители S&P прокомментировали решение тем, что рейтинг компании сдерживается рисками способности Газпрома добывать, транспортировать и экспортировать газ в Западную Европу, что не связано с основными факторами повышения суверенного рейтинга РФ.

Всемирный банк считает 2005 г. индикативным для российской экономики

Всемирный банк считает 2005 г. показательным для российской экономики. Постоянный представитель банка К. Георгиева заявила, что именно итоги 2005 г. продемонстрируют инвесторам, насколько оправданы их ожидания и в каком направлении российская экономика будет двигаться дальше. В 2004 г. РФ продемонстрировала ряд достижений, в частности макроэкономическую стабильность, совершенствование управления внешним долгом и бюджетную дисциплину, следствием которых стало долгожданное повышение рейтинга S&P страны до инвестиционного уровня. Г-жа Георгиева считает, что, несмотря на общее признание рейтинговых агентств, каждое инвестиционное решение с точки зрения риска пока будет оцениваться индивидуально. По мнению ряда инвесторов, перспективы экономического развития РФ на сегодняшний день оцениваются оптимистически, и именно 2005 год покажет, насколько оправданы эти ожидания.

ВТБ разместил субординированные международные облигации на \$750 млн.

ВТБ разместил субординированные международные облигации на \$750 млн. с погашением в 2015 г. Ставка купона составила 6.315% годовых. Цена размещения – номинал плюс 260 базисных пунктов к казначейским облигациям США с погашением в 2010 г. Выпуску присвоены рейтинги Moody's, SP и Fitch на уровне «Baa2», «BB-» и «BB+» соответственно. Лид-менеджерами, как уже сообщалось ранее, выступили Barclay's, Deutsche Bank, HSBC и JP Morgan.

ВТОРНИК - 1 ФЕВРАЛЯ 2005

S&P повысило рейтинги Москвы

Вслед за повышением рейтингов России, S&P повысило долгосрочный кредитный рейтинг Москвы по обязательствам в иностранной валюте до BBB-, прогноз – стабильный. Так же до уровня BBB- были повышены рейтинги приоритетной необеспеченной задолженности Москвы, прогноз – стабильный.

Первые траты за счет стабфонда

РФ погасила долг МВФ в размере \$3.3 млрд. за счет средств стабфонда. По данным на 01.02.05 объем стабилизационного фонда составил 740 млрд. рублей или \$26.3 млрд. По решению правительства, средства фонда сверх базовой величины в 500 млрд. рублей могут быть израсходованы на погашение внешнего долга. Комментируя ситуацию, А. Кудрин отметил, что, вернув подлежащий погашению в ближайшие три года долг, РФ сэкономила \$204 млн. на его обслуживание. Так же министр финансов заявил, что часть средств фонда будет использована на повышение пенсий.

О «схеме приобретения Юганскнефтегаза»

По данным ряда информационных агентств, А. Кудрин и С. Оганесян раскрыли некоторые детали сделки по приобретению Юганскнефтегаза. А именно, что для приобретения Юганска Роснефть взяла кредит на \$6 млн. во Внешэкономбанке, который, в свою очередь, заимствовал эти средства у ряда китайских банков. Остальные средства были получены от Газпрома. Однако, после официальных заявлений Внешэкономбанка, Роснефти и Минфина, выяснилось, что «горячая» новость основана на неверно истолкованных журналистами фактах. Действительно, Роснефть получила \$6 млн. от ВЭБа – банка-агента – в качестве предоплаты за поставки нефти в КНР (48.8 млн. тонн, до 2010 г.). Развитие товарно-экономических отношений между РФ и Китаем является приоритетным направлением работы банка. Но ВЭБ не имеет отношения к приобретению Юганскнефтегаза. В официальном заявлении Минфина так же было подчеркнуто, что ни А. Кудрин, ни С. Оганесян не утверждали, что ВЭБ имеет отношение к приобретению Юганска.

СРЕДА - 2 ФЕВРАЛЯ 2005**Рост ВВП в 2004 г. составил 7.1%**

Росстат опубликовала данные по ВВП в 2004 г. Рост показателя в реальном выражении составил 7.1%, что превышает прогнозные оценки Минэкономразвития (6.9%), ряда аналитиков (6.4-6.7%) и самого Росстата (6.5-6.7%). На долю производства товаров в структуре ВВП пришелся 41% (рост 6.3%), на долю оказания услуг - 59% (рост - 7.9%). Доля промышленности составила 28% (рост - 6.1%), доля сельского хозяйства - 5% (рост - 2.9%), строительства - 7.2% (рост - 14.3%). Рыночные услуги составили 48.6% (рост - 8.7%), из которых 22% пришлось на торговлю (рост -10.1%), 6.6% - на транспорт (рост - 5.6%), 2% - на связь (рост - 24.7%). Нерыночные услуги составили 10.4% (рост - 2.3%).

Присвоен рейтинг дополнительному выпуску еврооблигаций Росбанка

Moody's присвоило дополнительному выпуску евробондов Росбанка рейтинг на уровне «Ba3». Ориентировочный объем эмиссии составляет \$75 млн.

ЧЕТВЕРГ - 3 ФЕВРАЛЯ 2005**Объем золотовалютных резервов на 28.01.05 составил \$128.3 млрд.**

ЦБ РФ сообщил, что на 28.01.05 объем золотовалютных резервов составил \$128.3 млрд. По состоянию на 21.01.05 объем золотовалютных резервов находился на уровне \$118.7 млрд.

ВТБ готов участвовать в управляющей компании Шереметьево-3

Как заявил А. Костин, ВТБ наряду с аэропортом Шереметьево, Аэрофлотом, некоторыми российскими банками и, вероятно, западным оператором, готов войти в состав юридического лица, которое будет заниматься строительством и управлением Шереметьево-3. ВТБ готов приобрести от блокакта до 49% акций новой компании. По предварительным оценкам стоимость проекта составит \$350-400 млн. Окончательная структура компании должна быть определена в течение февраля.

АФК Система договорилась о приобретении 49% акций индийского сотового оператора Aircel

АФК Система предварительно договорилась о покупке 49% акций Aircel Televentures за \$450 млн. Aircel Televentures занимает восьмое место в Индии по объему телекоммуникационного бизнеса. Население Индии превышает 1 млрд. человек, в то время как уровень телефонизации составляет 4%. Соответственно, по завершению сделки Система получит выход на один из самых быстроразвивающихся рынков мобильной связи в мире.

Moody's подтвердило рейтинги Русского Стандарта на уровне «Ba3»

Moody's подтвердило кредитный и долгосрочный по депозитам в иностранной валюте рейтинги Русского Стандарта на уровне «Ba3». Так же агентство повысило прогноз до «позитивного» по долгосрочному рейтингу по депозитам в иностранной валюте («Ba3»), кредитному («Ba3»), финансовой устойчивости («D»). Агентством было отмечено, что рейтинги были подтверждены после отказа BNP Paribas от приобретения 45% акций Стандарта.

ПЯТНИЦА - 4 ФЕВРАЛЯ 2005**Индикатор МНБ показывает замедление экономического роста в РФ**

Как показывает индикатор МНБ, в начале января 2005 г. годовой рост экономики был замедлен на 3.7%. Следует заметить, что среди данных для расчета индекса не рассматривается нефтяной сектор. Согласно официальным прогнозным данным, рост ВВП за прошедший год составит 7.1%.

Moody's присвоило еврооблигациям ВТБ рейтинг на уровне «Baa2»

Moody's присвоило еврооблигациям ВТБ на \$750 млн. с погашением в 2015 г. окончательный рейтинг на уровне «Baa2». В ходе размещения ставка купона составила 6.315%, цена размещения - номинал + 260 базисных пункта.

ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДЕРЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПУБЛИКАЦИЙ В США

Дата	Публикация	Период	Значение	Пред.	Прогноз
31-Jan-05	Personal Income	DEC	3.70%	0.30%	3.40%
31-Jan-05	Personal Spending	DEC	0.80%	0.20%	0.80%
31-Jan-05	PCE Deflator (YOY)	DEC	2.40%	2.60%	2.40%
31-Jan-05	PCE Core (YoY)	DEC	1.50%	1.50%	1.50%
31-Jan-05	New Home Sales	DEC	1098K	1125K	1200K
31-Jan-05	Chicago Purchasing Manager	JAN	62.40	61.20	59.00
01-Feb-05	Construction Spending MoM	DEC	1.10%	-0.40%	0.50%
01-Feb-05	ISM Manufacturing	JAN	56.40	58.60	57.00
01-Feb-05	ISM Prices Paid	JAN	69.00	72.00	71.50
02-Feb-05	Total Vehicle Sales	JAN	16,2M	18,4M	16,2M
02-Feb-05	Domestic Vehicle Sales	JAN	13,0M	14,7M	13,1M
02-Feb-05	ABC Consumer Confidence	JAN 31	(11.00)	(8.00)	-
02-Feb-05	MBA Mortgage Applications	MAR 1	7.30%	-3.60%	-
02-Feb-05	FOMC Rate Decision Expected	FEB 3	2.50%	2.25%	2.50%
03-Feb-05	Nonfarm Productivity	4Q P	0.80%	1.80%	1.50%
03-Feb-05	Unit Labor Costs	4Q P	2.30%	1.80%	2.00%
03-Feb-05	Initial Jobless Claims	JAN 30	316K	325k	330K
03-Feb-05	Continuing Claims	JAN 23	2696K	2840K	2765K
03-Feb-05	Factory Orders	DEC	0.30%	1.20%	0.60%
03-Feb-05	ISM Non-Manufacturing	JAN	59.20	63.10	61.50
04-Feb-05	Unemployment Rate	JAN	5.20%	5.40%	5.40%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (MoM)	JAN	0.20%	0.10%	0.20%
04-Feb-05	Average Hourly Earnings (YoY)	JAN	2.60%	2.70%	-
04-Feb-05	Change in Nonfarm Payrolls	JAN	146K	157K	200K
04-Feb-05	Change in Manufact Payrolls	JAN	-25K	3K	5k
04-Feb-05	Average Weekly Hours	JAN	33.70	33.80	33.80
04-Feb-05	U. of Michigan Confidence	JAN F	95.50	95.80	96.00
07-Feb-05	Consumer Credit	DEC	-	-\$8,7B	\$8,0B
09-Feb-05	ABC Consumer Confidence	FEB 7	-	(11.00)	-
09-Feb-05	MBA Mortgage Applications	FEB 5	-	7.30%	-
09-Feb-05	Wholesale Inventories	DEC	-	1.10%	0.90%
10-Feb-05	Trade Balance	DEC	-	-\$60,3B	-\$57,6B
10-Feb-05	Initial Jobless Claims	FEB 6	-	316K	325K
10-Feb-05	Continuing Claims	JAN 30	-	2696K	-
10-Feb-05	Monthly Budget Statement	JAN	-	-\$1,4B	\$8,9B

Евгений Кочемазов

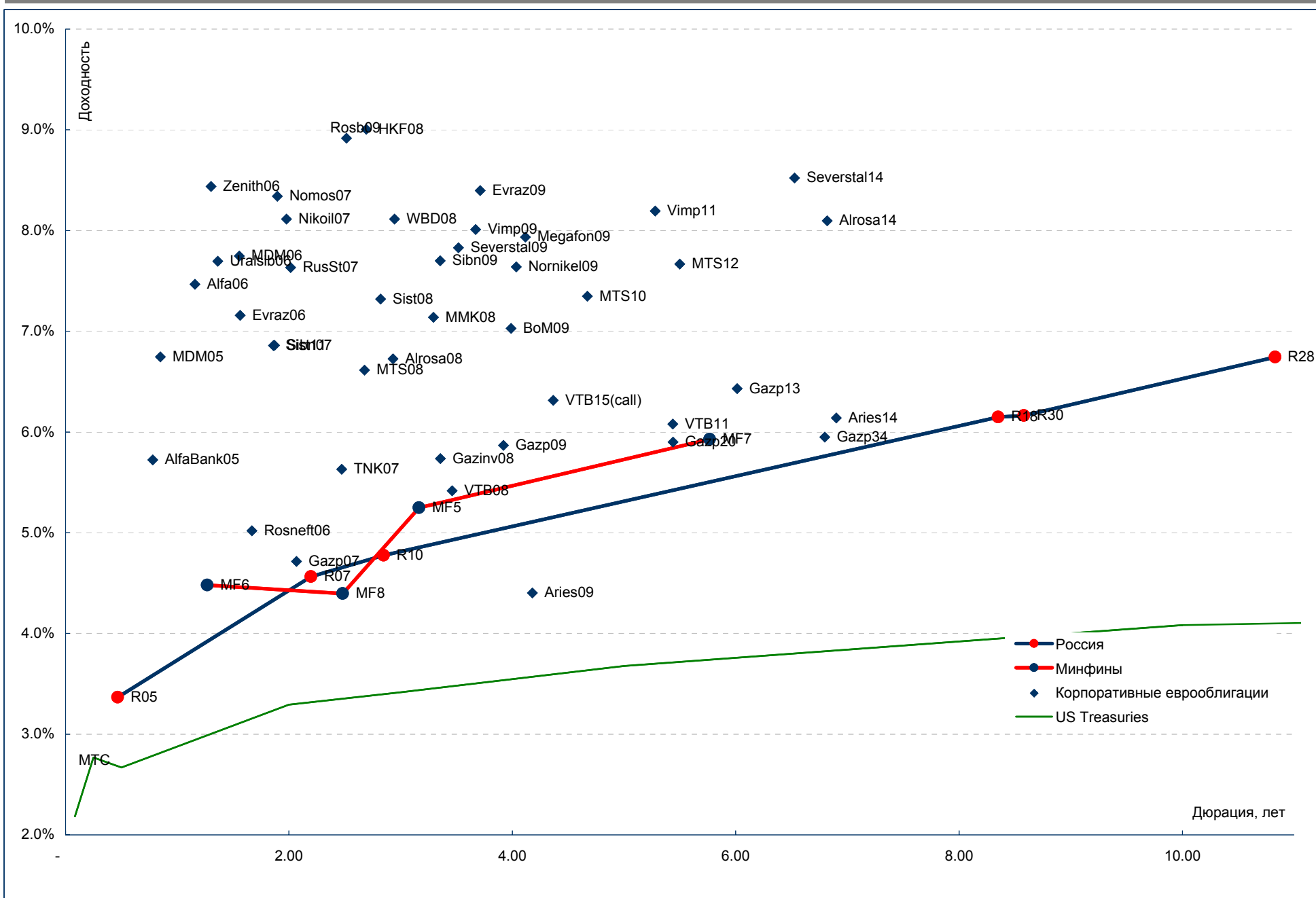
+7 095 775 70 22

kochemazov@vtb.ru

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	УТМ	Спрэд к РФ	Mkt. Rtg. *
Суверенный риск								
Россия 05	BBB-/Baa3/BBB-	2,969	24-Jul-05	0.47	102.50	3.37%		-
Россия 07	BBB-/Baa3/BBB-	2,400	26-Jun-07	2.20	112.19	4.56%		-
Россия 10	BBB-/Baa3/BBB-	2,820	31-Mar-10	2.85	109.94	4.78%		-
Россия 18	BBB-/Baa3/BBB-	3,466	24-Jul-18	8.35	144.00	6.15%		-
Россия 30	BBB-/Baa3/BBB-	20,265	31-Mar-30	8.58	106.00	6.16%		-
Россия 28	BBB-/Baa3/BBB-	2,500	24-Jun-28	10.83	170.19	6.74%		-
Минфин 6	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-06	1.27	98.19	4.48%	52	-
Минфин 8	BB+/Baa3/BBB-	1,322	14-Nov-07	2.48	95.88	4.40%	-26	-
Минфин 5	BB+/Baa3/BBB-	2,837	14-May-08	3.17	93.37	5.25%	29	-
Минфин 7	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-11	5.77	85.00	5.93%	24	-
Aries 14	BBB-/Baa3/BBB-	2,436	25-Oct-14	6.90	125.04	6.14%	25	Mkt. perform
Aries 09 (EUR)	BBB-/Baa3/BBB-	1,000	25-Oct-09	4.18	113.97	4.40%	-90	-
Нефтегазовая отрасль								
Газпром 07	BB-/Baa3/BB	500	25-Apr-07	2.07	109.21	4.71%	27	Underperform
Газпром 09	BB-/Baa3/BB	700	21-Oct-09	3.92	118.82	5.87%	64	Underperform
Газпром 13	BB-/Baa3/BB	1,750	01-Mar-13	6.01	119.87	6.43%	70	Underperform
Газпром 20	BB-/Baa3/BB	1,250	01-Feb-20	5.44	107.00	5.90%	28	Underperform
Газпром 34	BB-/Baa3/BB	1,200	28-Apr-34	6.80	118.79	5.95%	8	Underperform
Роснефть 06	B/Baa3/	150	20-Nov-06	1.67	113.09	5.02%	80	Underperform
Сибнефть 07	B+/Ba2/	400	13-Feb-07	1.87	108.63	6.86%	253	Outperform
Сибнефть 09	B+/Ba2/	500	15-Jan-09	3.35	110.21	7.70%	267	Outperform
ТНК 07	BB-/Ba3/BB	700	06-Nov-07	2.47	113.51	5.63%	98	Underperform
Телекоммуникации								
Вымпелком 09	BB-/B1/	250	16-Jun-09	3.67	107.19	8.01%	287	Outperform
Вымпелком 11	BB-/B1/	300	22-Oct-11	5.28	100.90	8.19%	261	Mkt. perform
Мегафон 09	B+/BB-	375	10-Dec-09	4.12	100.24	7.94%	265	Mkt. perform
МТС 08	BB-/Ba3/	400	30-Jan-08	2.68	108.38	6.61%	187	Mkt. perform
МТС 10	BB-/Ba3/	400	14-Oct-10	4.67	104.69	7.35%	191	Mkt. perform
МТС 12	BB-/Ba3/B+	400	28-Jan-12	5.50	101.75	7.67%	203	Mkt. perform
Система 08	B/B3/B	350	14-Apr-08	2.82	108.19	7.32%	251	Underperform
Система 11	B/B3/B	350	28-Jan-11	1.86	103.68	6.86%	253	Underperform
Металлургия								
Евразхолдинг 06	/B3/B	175	25-Sep-06	1.56	102.60	7.16%	301	Underperform
Евразхолдинг 09	/B3/B	150	03-Aug-09	3.71	109.13	8.40%	324	Underperform
ММК 08	BB-/Ba3/BB-	300	21-Oct-08	3.29	102.75	7.14%	213	Mkt. perform
Норникель 09	BB/Ba1/	500	30-Sep-09	4.04	98.00	7.64%	238	Outperform
Северсталь 09	B+/B2/B+	325	24-Feb-09	3.52	102.71	7.83%	274	Mkt. perform
Северсталь 14	B+/B2/B+	375	19-Apr-14	6.53	103.54	8.52%	270	Mkt. perform
Банки и финансы								
Альфа Банк 05	B/Ba2/B+	175	19-Nov-05	0.78	103.82	5.72%	210	Mkt. perform
Альфа Банк 06	B/Ba2/B+	190	13-Apr-06	1.16	100.58	7.47%	358	Outperform
Банк Москвы 09	/Baa2/BB	250	28-Sep-09	3.99	103.78	7.03%	178	Outperform
ВТБ 08	BB+/Ba1/BBB-	550	11-Dec-08	3.46	105.00	5.42%	35	Mkt. perform
ВТБ 11	BB+/Ba1/BBB-	450	12-Oct-11	5.44	107.70	6.08%	46	Mkt. perform
ВТБ 15	BB+/Ba1/BBB-	750	04-Feb-15	4.37	100.00	6.32%	96	Mkt. perform
Газинвест 08	B+/Baa3/	1,000	30-Oct-08	3.36	105.02	5.74%	71	Underperform
Зенит 06	//B-	125	12-Jun-06	1.30	101.00	8.44%	445	Outperform
МДМ 05	B/Ba2/B+	200	16-Dec-05	0.85	103.30	6.75%	308	Outperform
МДМ Банк 06	B/Ba2/B+	200	23-Sep-06	1.55	102.44	7.75%	360	Outperform
Никойл 07	/B1/B-	150	19-Mar-07	1.98	101.68	8.11%	372	Outperform
Номос 07	/B1/B	100	13-Feb-07	1.90	101.43	8.34%	399	Outperform

* см. на последней странице

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	YTM	Спрэд	Реком-я
Банки и финансы (продолжение)								
Росбанк 09	/Ba3/B+	300	24-Sep-09	2.51	102.06	8.92%	425	Outperform
Русский Стандарт 07	B/Ba3/	150	02-Apr-07	2.01	102.17	7.63%	322	Outperform
Уралсиб 06	B-/B	125	06-Jun-06	1.36	101.55	7.70%	367	Mkt. perform
ХКФ Банк 08	B-/Ba3/	150	04-Feb-08	2.69	100.31	9.00%	425	Outperform
Прочие отрасли								
Алроса 08	B/B1/	500	06-May-08	2.93	104.03	6.73%	187	Underperform
Алроса 14	B/B1/	500	17-Nov-14	6.82	105.25	8.10%	222	Underperform
ВБД 08	B+/B3/BB-	150	21-May-08	2.94	101.08	8.11%	325	Mkt. perform



СИСТЕМА РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

Mkt. Rtg. – Market rating – Рыночный рейтинг – аналитический показатель, характеризующий текущую недо- или переоцененность определенного выпуска корпоративных еврооблигаций.

Рыночный рейтинг присваивается выпуску на основе регрессионного анализа, в котором независимой переменной выступает кредитный профиль эмитента, представленный композитным показателем, составленным из рейтингов эмитента и выпуска по шкалам трех ведущих рейтинговых агентств – Standard & Poor's, Moody's и Fitch, дополненный показателем ликвидности выпуска. Базовым уровнем, обеспечивающим ликвидность, считается уровень в \$250 млн. Зависимой переменной выступает спрэд еврооблигаций к кривой доходности суверенных еврооблигаций РФ.

При расчете рейтинга учитываются долгосрочный кредитный рейтинг эмитента в иностранной валюте, прогноз изменения рейтинга, а также рейтинг выпуска еврооблигаций.

В итоговом показателе на долю рейтингов S&P и Moody's приходится по 40% веса, а на рейтинга Fitch – 20%.

Ниже приводится рейтинговая шкала и интерпретация рейтингов:

Market perform – бумага оценена на / или вблизи справедливого уровня. Дальнейшие движения доходности зависят от конъюнктуры рынка базового актива.

Outperform – бумага недооценена рынком, а ее спрэд к суверенной кривой доходности завышен минимум на 30 б.п. Дальнейшее движение будет зависеть от конъюнктуры рынка базового актива. Спрэд выпуска будет иметь тенденцию к сужению.

Underperform – бумага переоценена рынком, а ее спрэд к суверенной кривой доходности занижен минимум на 30 б.п. Дальнейшее движение будет зависеть от конъюнктуры рынка базового актива. Спрэд выпуска будет иметь тенденцию к расширению.

Присваиваемые рыночные рейтинги являются лишь одним из инструментов анализа корпоративных еврооблигаций. При принятии торговых решений инвесторы не должны ориентироваться исключительно на приведенные в этом обзоре рейтинги. Внешторгбанк не несет ответственности за использование рейтингов и сделанных на их основе рекомендаций.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**Управление по работе на рынках капитала****Игорь Пьянков*****piankov@vtb.ru******(095) 775-71-07*****Сергей Лаптев*****laptev@msk.vtb.ru******(095) 775-71-96*****Отдел продаж****Кирилл Зарезов*****zarezov@vtb.ru******(095) 775-70-21*****Аналитический отдел****Евгений Кочемазов*****kochemazov@vtb.ru******(095) 775-70-22*****Отдел организации выпусков ценных бумаг****Алексей Коночкин*****konochkin@vtb.ru******(095) 775-71-15*****Отдел структурных сделок****Алексей Красников*****krasnikov@vtb.ru******(095) 775-71-14*****Отдел операций с рублевыми инструментами с фиксированной доходностью****Владимир Борунов*****borunov@vtb.ru******(095) 775-71-93*****Отдел операций с валютными инструментами с фиксированной доходностью****Сергей Лаптев*****laptev@msk.vtb.ru******(095) 775-71-96*****ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Внешторгбанк считает надежными, Внешторгбанк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Внешторгбанк, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Внешторгбанк и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Внешторгбанка по избежанию конфликтов интересов). Внешторгбанк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Внешторгбанк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Внешторгбанк может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© Внешторгбанк, 2005. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью Внешторгбанка. Без письменного разрешения Внешторгбанка запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел продаж: (095) 775-70-21

