

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

В течение всей прошлой недели рынок американских казначейских облигаций демонстрировал уверенный рост, несмотря на то, что появляющиеся экономические сигналы были крайне неоднозначными для рынка. Мы обращаем внимание инвесторов на тот факт, что доходность по тридцатилетнему бонду на уровне 4.7% годовых при учетной ставке 2.25% годовых – это не доходность US30YT на уровне 4.7% при учетной ставке в 1% годовых ...

Российские еврооблигации стр. 3

Российские суверенные еврооблигации на прошлой неделе торговались согласно динамике рынка UST. Спрэд России 30 к Мексике 19 сократился за неделю на 2 б.п., достигнув уровня в 24 б.п. Данное значение показателя соответствует среднему значению за декабрь прошлого года и является, с нашей точки зрения, справедливым, уситывая то, что рейтинг РФ ниже рейтинга Мексики по шкале агентства S&P на один нотч...

... «подушка безопасности» в виде расширившегося после праздников спреда была нивелирована ростом цен на прошлой неделе. Также как и по рынку US Treasuries, мы ожидаем снижения котировок России 30 на этой неделе...

Рекомендации по корпоративным еврооблигациям стр. 4

В настоящий момент мы не рекомендуем входить в корпоративные еврооблигации с дюрацией более 4 лет, так как риск курсовых потерь на этих бумагах, связанный с возможностью роста ставок по средне- и долгосрочным облигациям США достаточно велик. К переоцененным выпускам мы относим Алросу 14, Газпром 34, Евразхолдинг 06, Роснефть 06, еврооблигации Системы, а также ТНК 07...

Приложение: Новости и события прошедшей недели стр. 5

IPO Системы
Итоги работы нефтянки в 2004 году
Россия и Парижский клуб кредиторов
и другие новости ...

Приложение: Календарь экономических публикаций США стр. 8

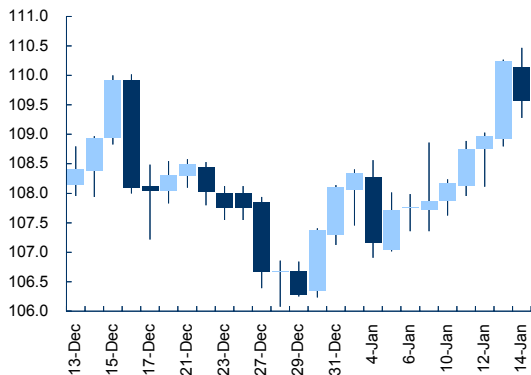
Приложение: Статистика и карты рынка еврооблигаций..... стр. 9

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
FED FUNDS	2.25%	0.00
US1MT	2.04%	2.19
US3MT	2.37%	3.83
US6MT	2.67%	2.58
US2YT	3.24%	3.94
US3YT	3.38%	2.90
US5YT	3.72%	(0.78)
US10YT	4.22%	(5.27)
US30YT	4.73%	(10.83)

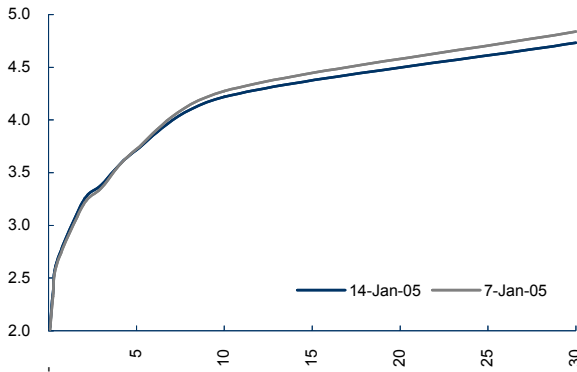
Источник: Reuters, Внешторгбанк

ДИНАМИКА US30YT



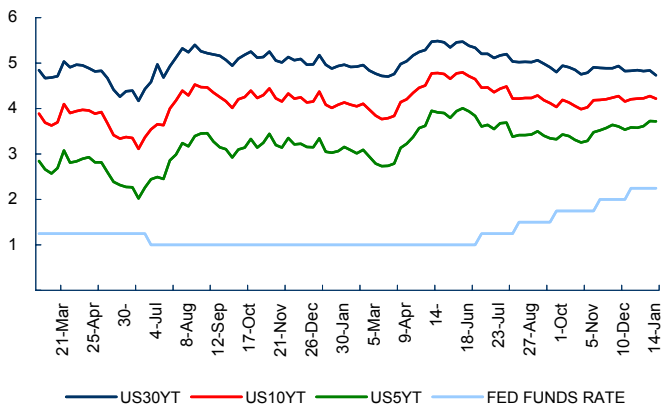
Источник: Reuters, ММББ

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

РЫНОК US TREASURIES: ОБЗОР И ПРОГНОЗ

В течение всей прошлой недели рынок американских казначейских облигаций демонстрировал уверенный рост, несмотря на то, что появляющиеся экономические сигналы были крайне неоднозначными для рынка. В первой половине недели рынок, по всей видимости, продолжил отыгрывать более слабый, чем ожидалось рост числа занятых, данные по которому были опубликованы в пятницу, 7 января. Основная торговля должна была начаться со среды, когда должны были быть опубликованы данные по торговому балансу США в ноябре.

Сама публикация преподнесла инвесторам неприятный сюрприз: ноябрьский дефицит торгового баланса вырос до -\$60.3 млрд., что является абсолютным историческим минимумом. Кроме того, показатель за октябрь был пересмотрен в сторону ухудшения на \$500 млн. до -\$56 млрд. Реакция рынка на данный релиз была неоднозначной. Первоначально рынок пошел вниз, сконцентрировавшись на снижении доллара против основных мировых валют, что делает US Treasuries менее привлекательными по сравнению с бумагами, деноминированными в других валютах. Тем не менее, немного поразмыслив, участники рынка возобновили покупки. Логика, стоящая за возобновлением роста, по всей видимости, следующая: в условиях высокого дефицита торгового баланса рост ВВП в 4 квартале должен замедлиться, что делает маловероятным ужесточение денежно-кредитной политики ФРС. Дальнейший анализ значимости факторов позволяет сделать вывод о более высокой значимости именно валютной составляющей, что было подтверждено итогами аукциона по продаже пятилетних нот, спрос на котором существенно снизился по сравнению с декабрем.

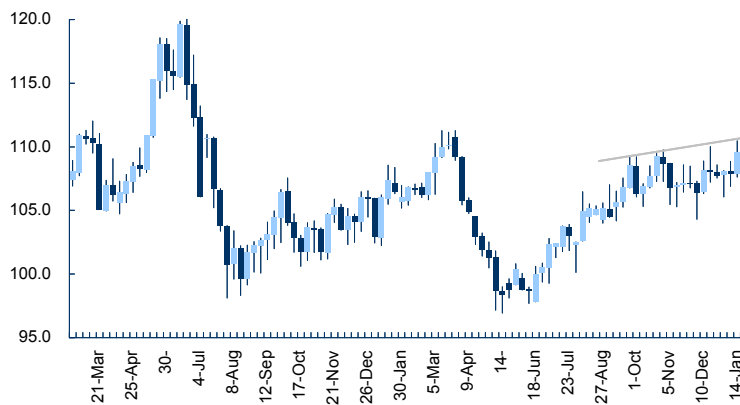
В четверг рынок облигаций США продолжил рост, который оказался, с нашей точки зрения, крайне нелогичным. Безусловно, при прочих равных условиях дефляция цен на импорт в размере 1.3% является позитивным для облигаций фактором. Тем не менее, во-первых, этот показатель весьма ограниченно коррелирует с динамикой потребительских цен, а, во-вторых, опубликованные данные по розничных продажам за декабрь, показавшие рост на 1.2%, должны были сыграть гораздо более существенную роль. В пятницу рынок UST все же скорректировался, несмотря на то, что опубликованные данные по инфляции цен производителями зафиксировали их снижение в декабре на 0.7%. Причин для данного падения было две: резкий рост промпроизводства (+1%) и технический фактор – к тому моменту рынок UST рос уже седьмую сессию подряд, что, со статистической точки зрения, является исключением из правил (обычно краткосрочный цикл движения котировок в одном направлении длится от 2 до 4 дней).

Таким образом, по итогам недели рынок US30YT вырос на 1.7 пункта, а доходность бумаги упала почти на 11 б.п., достигнув уровня 4.74% годовых, что является десятимесячным минимумом. Ставка по десятилетним нотам упала на 5 б.п., составив 4.22% годовых. В то же время доходность более коротких бумаг (до 3 лет) в среднем выросла на 2 б.п.

Наш прогноз по рынку UST на текущую неделю – негативный. Мы обращаем внимание инвесторов на тот факт, что доходность по тридцатилетнему бонду на уровне 4.7% годовых при учетной ставке 2.25% годовых – это не доходность US30YT на уровне 4.7% при учетной ставке в 1% годовых – именно такая ситуация наблюдалась в марте прошлого года. Мы также обращаем внимание на то, что в настоящий момент котировки US30YT достигли среднесрочного уровня сопротивления (см график ниже), что говорит об ограниченном потенциале дальнейшего повышения цен на облигации даже при условии выхода негативных экономических данных. Таким образом, мы ожидаем роста ставок по облигациям США на текущей неделе.

Сегодня, в понедельник, торги в США будут закрыты по случаю Дня Мартина Лютера Кинга.

НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК US30YT



Источник: Reuters,

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
RUSSIA 05	4.17%	30.05
RUSSIA 07	4.62%	3.73
RUSSIA 10	4.81%	(119.17)
RUSSIA 18	6.58%	(10.99)
RUSSIA 30	6.48%	(11.42)
RUSSIA 28	7.15%	(7.29)
R30 vs. US10YT, bps.	226	(6)
R30 vs. MEX19, bps.	24	(2)
MINFIN 5	5.52%	(0.70)
MINFIN 6	4.77%	12.86
MINFIN 7	6.04%	(7.24)
MINFIN 8	4.53%	6.29
ARIES 14	6.42%	(7.48)

Источник: Reuters, Внешторгбанк

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Российские суверенные еврооблигации на прошлой неделе торговались согласно динамике рынка UST.

В течение понедельника-вторника рынок **России 30** колебался в достаточно узком торговом диапазоне шириной в $\frac{3}{4}$ пункта, а в среду рынок начал расти, закрывшись по итогам недели на уровне 103.125% от номинала, что соответствует доходности на уровне 6.48% годовых и спреда к US10YT на уровне 226 б.п. Сам спред в течение недели сузился на 6 б.п., что, с нашей точки зрения, является вполне оправданным, так как после длинных новогодних праздников премия российских облигаций к бондам США возросла до уровня в 240 б.п., что, учитывая кредитное качество РФ, является завышенным уровнем.

Спред **России 30** к Мексике 19 сократился за неделю на 2 б.п., достигнув уровня в 24 б.п. Данное значение показателя соответствует среднему значению за декабрь прошлого года и является, с нашей точки зрения, справедливым, учитывая то, что рейтинг РФ ниже рейтинга Мексики по шкале агентства S&P на один notch.

Важным событием стало обсуждение вопроса досрочного погашения долга России Парижскому клубу кредиторов, которое состоялось во второй половине прошлой недели. Основным итогом этого раунда переговоров стало, как ни печально, отсутствие конкретных договоренностей. Россия предложила погасить долг, размер которого оценивается на уровне \$46 млрд., частями в зависимости от динамики нефтяных цен (**см. Новости и события недели**).

Пропорционально России 30 на прошлой неделе выросли Россия 28 (+3/4 пункта) и Россия 18 (+0.86 пунктов). Более короткие выпуски (Россия 05, 07 и 10), напротив, несколько снизились, потеряв в среднем 12 б.п.

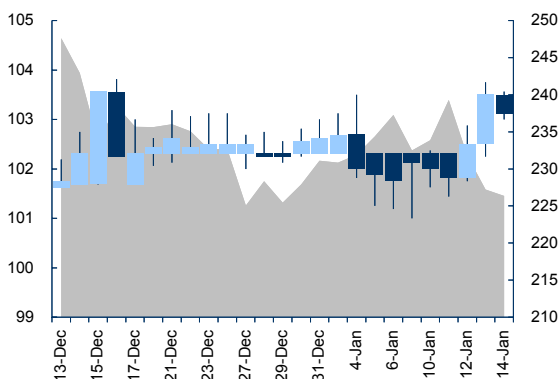
В Минфинах мы увидели схожую картину: котировки длинных 5-го и 7-го выпусков подросли в среднем на четверть пункта, тогда как более короткие 6-й и 8-й выпуски снизились на 1/8 фигуры.

Наиболее привлекательно в настоящий момент выглядит **Минфин 5**, который торгуется с доходностью на уровне 5.5% годовых. При этом доходность России 10, дюрация которой близка к дюрации Минфина 5, составляет около 4.8% годовых. Таким образом, Минфин 5 предлагает премию к суверенной кривой доходности на уровне 70 б.п., что соответствует премии таких бумаг, как Газпром 07 и 09 и Роснефть 06.

Другая бумага с суверенным риском – **Aries 14** – на прошлой неделе выросла на полфигуры, вследствие чего ее спред к суверенной кривой доходности составил 7 б.п. Данное значение спреда, несмотря на различие в рейтингах Aries 14 и РФ по шкале Moody's в 2 notch, близко к справедливому уровню. С одной стороны, это означает отсутствие понижающего давления вследствие заниженного спреда. А с другой – отсутствие потенциала для роста из-за сокращения премии к бенчмарку до фактически нулевого уровня. Таким образом, сужение спреда до текущего уровня делает Aries 14 подверженными риску роста процентных ставок в такой же степени, что и длинные суверенные выпуски.

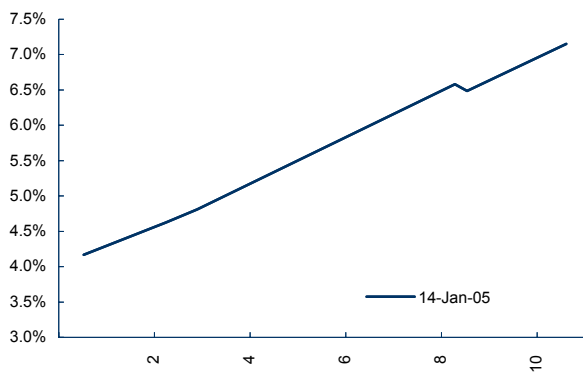
Говоря о **России 30**, необходимо отметить, что на прошлой неделе бумага достигла нового исторического максимума, закрывшись в четверг на уровне 103.5% от номинала. Этот рост, вызванный удорожанием облигаций США, позволяет выгодно зафиксировать полученную от вложения в выпуск прибыль, поскольку по достижении столь высоких уровней в условиях существенного риска роста ставок по облигациям США, рост вряд ли будет продолжен в ближайшее время, а «подушка безопасности» в виде расширившегося после праздников спреда была нивелирована ростом цен на прошлой неделе. Также как и по рынку US Treasuries, мы ожидаем снижения котировок России 30 на этой неделе.

РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT



Источник: Reuters

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Reuters

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

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

В секторе корпоративных еврооблигаций на прошлой неделе мы также увидели рост котировок практически по всем отраслям.

Наилучшую динамику показали еврооблигации **Сибнефти**, которые выросли в среднем на фигуру. Хорошую динамику показали также евробонды **Системы** на фоне новостей о готовящемся IPO компании. Так, котировки Системы 08 выросли на 1.09%, что привело к снижению доходности на 40 б.п., а рост Системы 11 на 3/4 пункта вызвал снижение ставки по выпуску на 42 б.п.

В настоящий момент мы не рекомендуем входить в корпоративные еврооблигации с дюрацией более 4 лет, так как риск курсовых потерь на этих бумагах, связанный с возможностью роста ставок по средне- и долгосрочным облигациям США достаточно велик.

Говоря о привлекательных инвестиционных возможностях, в первую очередь необходимо отметить банковские еврооблигации (за исключением ВТБ, которые оценены на справедливом уровне), которые, в среднем, недооценены на 30 б.п. Наибольшая недооцененность наблюдается в **Номосе 07** (около 90 б.п.), Никоиле 07 (около 60 б.п.) и уралсибе 06 (около 50 б.п.). С учетом дюрации этих выпусков они должны стоять на 1.3, 1.7 и 0.7% от номинала выше текущих уровней.

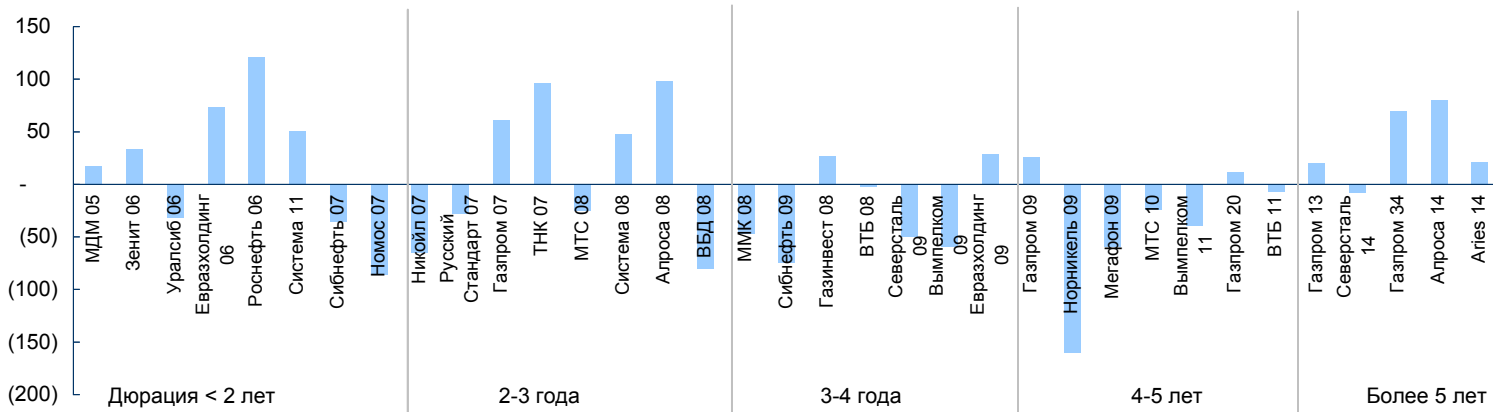
Продолжают оставаться недооцененными и еврооблигации **Вымпелкома**. Так, доходность выпуска с погашением в 2009 году в настоящий момент составляет около 8% годовых, тогда как ее справедливый уровень мы оцениваем в районе 7.5% годовых. Доходность **Вымпелкома 11** должна, по нашему мнению, находиться примерно на 40 б.п. ниже текущего уровня в 8.3% годовых. Тем не менее, с учетом дюрации Вымпелкома 11 (5.3 года) его покупка сопряжена с существенным курсовым риском.

С точки зрения соотношения кредитного рейтинга и спреда наиболее недооцененным выпуском в настоящий момент выглядит **Норникель 09**, который торгуется со спрэдом в 280 б.п., тогда как справедливую премию мы оцениваем на уровне 120 б.п. Доходность бумаги, согласно такой оценки, должна составлять порядка 6.4% годовых (против текущих 7.95%), а цена – около 103.3% от номинала по сравнению с текущими 97% от номинала. В то же время мы отмечаем, что Норникель 09 является наиболее рискованной, с точки зрения политического фактора, бумагой, что позволяет рекомендовать ее к покупке только для инвесторов, толерантных к политическим рискам.

По-прежнему недооцененной выглядит **Сибнефть 09**, спред которой на 75 б.п. выше справедливого уровня. Также имеет смысл обратить внимание на **ММК 08**, которая торгуется с премией к суверенной кривой доходности на уровне 260 б.п. при справедливом значении в 210 б.п. Данный выпуск можно обменять на Алросу 08, которая, с нашей точки зрения, является существенно переоцененной.

К другим переоцененным выпускам мы относим Алросу 14, Газпром 34, Евразхолдинг 06, Роснефть 06, еврооблигации Системы, а также ТНК 07.

ОЖИДАЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ СПРЭДОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ К КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Внешторгбанк

ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ**ВТОРНИК - 11 ЯНВАРЯ 2004****Первые итоги работы нефтянки в 2004 г.**

По оперативным данным ЦДУ ТЭК уровень добычи нефти с газовым конденсатом в РФ в 2004 г. вырос на 8.9% до 458.81 млн. тонн с 421.38 млн. тонн в 2003 г.

Несмотря на сложившуюся вокруг негативную ситуацию, ЮКОС по-прежнему остается на первом месте по добыче нефти с газовым конденсатом – в 2004 г. было добыто 85.678 млн. тонн (2003 г. – 80.747). На втором месте – НК ЛУКОЙЛ – компанией было добыто 84.103 млн. тонн нефти с газовым конденсатом (в 2003г. – 78.908). Уровень добычи ТНК-ВР составил в 2004 г. 70.265 млн. тонн (2003 г. – 60,736). Результаты Сургутнефтегаза в 2004 г. составили 59.620 млн. тонн (в 2003 г. – 54.025). Замыкает пятерку крупнейших добывающих компаний НК Сибнефть, чей результат составил 33.984 млн. тонн против 31.393 млн. тонн в 2003 г.

Экспорт нефти из РФ вырос на 16.6% до 203.649 млн. тонн с 174.736 млн. тонн в 2003 г. Экспорт по системе АК Транснефть вырос до 197.231 млн. тонн (2003 г. – 169.513). В частности по нефтепроводу «Дружба» было экспортировано 65.54 млн. тонн (2003 г. – 62.35), через основные морские порты – 116.187 млн. тонн (2003 г. – 91.74). С 10.208 млн. тонн в 2003 г. до 8.494 млн. тонн в 2004 г. сократился экспорт железнодорожным транспортом.

Рост российской экономики с декабря 2003 г. по декабрь 2004 г. составил 3.9%

По данным MNB, в результате снижения темпов роста экономики РФ во втором полугодии 2004 г., в годовом исчислении рост ВВП составил 3.9%, что является самым низким приростом, начиная с 1999 г. Основной причиной снижения является ситуация, сложившаяся в 2004 г. в нефтяном секторе российской экономики. Прогнозируя изменение темпов роста экономики в 2005 г., экономисты MNB отмечают исчезновение понижательных тенденций и ожидают рост на уровне 5.8%.

Существенный рост сектора услуг в декабре 2004 г.

Как показал индикатор сектора услуг MNB, в декабре 2004 г. было зафиксировано существенное расширение российского сектора услуг – по итогам месяца индекс поднялся до 57.0 балла с 56.9 балла в ноябре. По мнению экономиста MNB Пола Тиммонса, данные результаты указывают на вновь наметившийся рост в секторе услуг, но масштаб сектора все еще остается ниже существующего тренда. Тиммонс так же отмечает существенное инфляционное давление на себестоимость и отпускные цены.

ЕБРР и IFC хотят приобрести миноритарные доли в компании НОВАТЭК

По материалам сайта ЕБРР, Европейский банк реконструкции и развития и Международная финансовая корпорация хотят приобрести миноритарные доли в компании НОВАТЭК – второго по величине производителя природного газа в РФ, вложив приблизительно по \$40 млн. На данный момент приобретением 25% акций НОВАТЭКа уже занимается французская Total.

Рост потребительских цен в 2004 г. составил 11.7%

В то время как аналитики предполагали, что годовой уровень инфляции составит 8.0-10.0%, в 2004 г. индекс потребительских цен вырос на 11.7%. По данным ФСГС, индекс потребительских цен на продовольственные товары составил 12.3%. На непродовольственные товары – 7.4%. На платные услуги – 17.7%. На 23.5% выросли цены на услуги ЖКХ. На 18% выросли цены на услуги пассажирского транспорта. Цены на медицинское обслуживание выросли на 15%, на санаторно-оздоровительные услуги – на 12.8%. Индекс цен на услуги связи увеличился на 9.9%. Следует отметить, что впервые в декабре за долгое время наметилась тенденция снижения цен на бензин, который подешевел на 1.6-1.8% в зависимости от марки. Что касается остальных видов топлива, тенденция не изменилась: рост цен составил 0.9%.

АФК Система проведет IPO для приватизации Связынвеста

Morgan Stanley сделал заявление о совместном с Credit Suisse First предварительном оповещении инвесторов о подготовке IPO АФК Система. К эмиссии готовится 1.55 млн. акций, что позволит увеличить количество долевых бумаг компании на 19%. Планируется привлечь \$1.5 млрд., которые будут использованы компанией на приватизацию Связынвеста. В случае если правительством будет принято решение о продаже Связынвеста, стоимость 75% минус 1 акция составит \$2 млрд.

По итогам 9 месяцев 2004 г. выручка АФК Система выросла на 58.5% и составила \$4.14 миллиарда. Чистая прибыль компании выросла на 90.9% и составила \$337 миллионов. Стоимость активов Системы составляет \$7.68 миллиарда.

СРЕДА - 12 ЯНВАРЯ 2004**Минфин РФ определил объем эмиссии гос.бумаг на внутреннем рынке**

В четверг Правительство РФ рассмотрит предложенный Минфином план выпуска государственных ценных бумаг на 2005 г. Соответственно плану, предельный объем размещения ОФЗ составит 213 млрд. рублей (168 млрд. из которых приходится на новые выпуски, а 45 млрд. – на обмен обращающихся выпусков с целью их укрупнения), ГСО – 60 млрд., ГКО (при необходимости) – 6 млрд. Целью обмена обращающихся выпусков ОФЗ является повышение ликвидности рынка ГКО-ОФЗ. Так же для этого планируется использовать выпуск ОФЗ со стандартными сроками обращения – 3, 5, 10 и 15 лет объемом по 40-42 млрд. рублей.

Необходимым условием для выпуска ГКО в новом году станет привлечение средств для срочного покрытия кассовых резервов. Размещение ГСО планируется осуществлять для размещения пенсионных накоплений Пенсионным фондом и государственной управляющей компании Внешэкономбанка. Таким образом, общий объем государственных ценных бумаг в 2005 г. составит 234 млрд. рублей, что 57.7 млрд. больше, чем в 2004 г. и на 99.3 млрд. больше, чем в 2003 г. По данным Минфина объем внутреннего госдолга РФ на 1 января 2006 г. должен составить 903.22 млрд. рублей.

Сальдо торгового баланса

По данным ЦБ РФ, сальдо торгового баланса РФ в декабре 2004 г. было положительным и составило \$8.75 млрд., что на \$0.5 млрд. больше, чем за предыдущий месяц. За месяц доля экспорта возросла на \$1.044 млрд. и составила \$17.770 млрд., доля импорта – на \$0.545 млрд. По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, доля экспорта увеличилась на \$6.229 млрд., доля импорта – на \$2.237 млрд. Таким образом, за год сальдо торгового баланса РФ выросло с 4.76 до 8.75 млрд. долларов.

Присвоение предварительного рейтинга Moody's будущим евробондам ХКФ Банка

Агентство Moody's присвоило предварительный рейтинг Ba3 запланированной эмиссии еврооблигаций ХКФ Банка. Точный объем и срок погашения эмиссии пока не известны. Бумаги будут выпущены компанией Eurasia Capital S.A.

Рекордный рост числа абонентов сотовой связи

По данным АК&М, в декабре 2004 г. число абонентов сотовой связи в РФ достигло рекордной отметки, составив 73.855 млн. человек. В 2004г. уровень проникновения сотовой связи вырос в два раза, что на 25% выше, чем в 2003г. В частности, уровень проникновения в московском регионе достиг 99.2%. Крупнейшим оператором сотовой связи на сегодняшний день является МТС - компания обслуживает 35.395 млн. абонентов. На втором месте – Вымпелком. Абонентская база компании составляет 26.550 млн. пользователей, 17.2 млн. из которых - региональные. Услугами Мегафона пользуется 13.648 млн. абонентов. Далее следуют Группа СМАРТС (2.058 млн.) и Сибирьтелеком (1.002 млн.).

Оптимальный срок завершения слияния Газпрома и Роснефти – I кв. 2005 г.

По словам руководителя Росимущества г-на Назарова, завершение слияния Газпрома и Роснефти ожидается в I квартале 2005г. Ранее завершить сделку планировалось в IV квартале 2004 г., однако произошла задержка со стороны оценщиков, вследствие чего сроки были перенесены. Целью данного слияния является повышения доли государства в газовой монополии с 39% до контрольной. Как известно, в состав передаваемых Газпрому активов не будет включен недавно приобретенный Роснефтью Юганскнефтегаз.

Заседание Парижского клуба

В четверг прошло заседание Парижского клуба касательно предложения, вынесенного РФ о досрочном выкупе части своего долга в размере 46.1 млрд. евро. Соглашения об условиях досрочного погашения долга РФ достигнуто не было. Весь долг РФ перед Парижским клубом составляет \$44.4 млрд., из которых более \$20 млрд. приходится на долю Германии, \$5.7 млрд. – на долю Италии, \$3.4 млрд. – перед Францией. Предполагается, что долг РФ государствам-кредиторам будет погашаться пропорционально их доли в общем объеме задолженности Парижскому клубу. По данным близких к Минфину источников, РФ предложила погасить долг в течение трех лет. По мнению министра финансов РФ г-на Кудрина, долг может быть погашен в течение трех-четырёх лет при условии, что цена Urals будет находиться на уровне \$30 за баррель. Погашение долга РФ будет осуществляться из средств стабилизационного фонда, размер которого может превысить \$20 млрд. Переговоры по данному вопросу планируется возобновить в начале марта текущего года. В ходе переговоров должен быть согласован размер дисконта, который получит РФ при условии досрочного погашения долга. По данным близкого к Минфину РФ источника, размер дисконта, который устроил бы РФ, составляет 10%.

ФСФР зарегистрировала 2 займа и отчет об итогах выпуска ЛМЗ Свободный сокол

12.01. ФСФР было принято решение о регистрации облигационных займов ЮТК и Арсенал-Финанс. Объем эмиссии ЮТК равен 600 млн.рублей, срок обращения – 3 года. Объем выпуска Арсенал-Финанс составляет 200 млн. рублей, срок обращения – так же 3 года.

Так же в этот день ФСФР был зарегистрирован отчет о выпуске ЛМЗ Свободный Сокол. Объем эмиссии - 600 млн. рублей, срок обращения – 3 года.

Золотовалютные резервы РФ на 7.01.05 выросли до \$124.6 млрд.

По данным ЦБ РФ, на 07.01.05. объем золотовалютных резервов РФ без учета краткосрочных обязательств вырос до \$124.6 млрд. с \$124.5 млрд. на 31.12.04.

50-ти процентное увеличение выручки ММК за 2004г.

По словам сотрудника управления экономики ММК г-на Рузакина, выручка от реализации ММК выросла на 44.661 млрд. рублей и составила 133.3 млрд. рублей. Так же он заявил, что так же ожидается значительный рост чистой прибыли. Среди

причин итогов 2004 г. г-н Рузакин назвал благоприятную ситуацию на рынке черных металлов, увеличение объема производства и рост цен на металл. Производство товарной продукции было увеличено на 0.052 млн. тонн по сравнению с 2003 г., что составило 10.125 тыс. тонн. 51% произведенной продукции был экспортирован.

ПЯТИНЦА - 14 ЯНВАРЯ 2004

Стабилизационный фонд РФ превысил 500млрд. рублей

На 01.01.05. размер стабилизационного фонда РФ, выросший с начала 2004 г. на 416 млн. рублей и составил 522.3 млрд. рублей. Впервые была превышена базовая величина, преодолев которую средства стабилизационного фонда могут быть потрачены. Излишние средства стабфонда могут быть потрачены только на погашение внешнего долга. В порядке исключения в 2005 г. 74.7 млрд. рублей будут направлены на покрытие дефицита Пенсионного фонда, образующегося из-за снижения ставки ЕСН.

ЦБ РФ зарегистрировал отчет об итогах размещения займа РСХБ

РСХБ заявил, что 14.01. ЦБ РФ зарегистрировал отчет об итогах первого выпуска облигаций банка. Параметры выпуска: объем эмиссии составляет 3 млрд. рублей, начало размещения 08.12.04., срок обращения 3.5 г., цена размещения – по номиналу (1000 рублей), купон выплачивается 4 раза в год, ставка 1-4 купона составляет 9.0%, с 5 по 14 ставка будет установлена эмитентом, досрочный выкуп возможен через 1 год (100% от номинала).

ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДЕРЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПУБЛИКАЦИЙ В США

Дата	Публикация	Период	Значение	Пред.	Прогноз
10-Jan-05	Wholesale Inventories	NOV	1.10%	1.10%	-0.70%
12-Jan-05	ABC Consumer Confidence	JAN 10	-9	-9	-8
12-Jan-05	MBA Mortgage Applications	JAN 8	-3.00%	-10.60%	-
12-Jan-05	Trade Balance	NOV	-\$60,3B	-\$55,5B	-\$54,0B
12-Jan-05	Monthly Budget Statement	DEC	-\$3,4B	-\$17,6B	\$0,0B
13-Jan-05	Import Price Index (MoM)	DEC	-1.30%	0.20%	-0.30%
13-Jan-05	Import Price Index (YoY)	DEC	6.90%	9.50%	-
13-Jan-05	Advance Retail Sales	DEC	1.20%	0.10%	1.10%
13-Jan-05	Retail Sales Less Autos	DEC	0.30%	0.50%	0.40%
13-Jan-05	Initial Jobless Claims	JAN 9	367K	364K	340K
13-Jan-05	Continuing Claims	JAN 2	2631K	2840K	2775K
14-Jan-05	Producer Price Index (MoM)	DEC	-0.70%	0.50%	-0.10%
14-Jan-05	PPI Ex Food&Energy (MoM)	DEC	0.10%	0.20%	0.20%
14-Jan-05	Producer Price Index (YoY)	DEC	4.10%	5.00%	4.70%
14-Jan-05	PPI Ex Food&Energy (YoY)	DEC	2.20%	1.90%	2.30%
14-Jan-05	Business Inventories	NOV	1.00%	0.20%	0.60%
14-Jan-05	Industrial Production	DEC	0.80%	0.30%	0.40%
14-Jan-05	Capacity Utilization	DEC	79.20%	77.60%	78.90%
18-Jan-05	Empire Manufacturing	JAN	-	29.93	25
18-Jan-05	Net Foreign Security Purchases	NOV	-	\$48,1B	\$55,0B
18-Jan-05	NAHB Housing Market Index	JAN	-	71	70
19-Jan-05	ABC Consumer Confidence	JAN 17	-	-9	-9
19-Jan-05	MBA Mortgage Applications	JAN 15	-	-0.30%	-
19-Jan-05	Consumer Price Index (MoM)	DEC	-	0.20%	0.00%
19-Jan-05	CPI Ex Food&Energy (MoM)	DEC	-	0.20%	0.20%
19-Jan-05	Consumer Price Index (YoY)	DEC	-	3.50%	3.40%
19-Jan-05	CPI Ex Food&Energy (Yoy)	DEC	-	2.20%	2.30%
19-Jan-05	Consumer Price Index NSA	DEC	-	191	-
19-Jan-05	Housing Starts	DEC	-	1771K	1910K
19-Jan-05	Building Permits	DEC	-	1988K	1980K
19-Jan-05	Initial Jobless Claims	JAN 16	-	367K	346K
19-Jan-05	Continuing Claims	JAN 9	-	2631K	2675K
19-Jan-05	Fed's Beige Book				
20-Jan-05	Lading Indicators	DEC	-	0.20%	0.10%
20-Jan-05	Philadelphia Fed.	JAN	-	29.6	25
21-Jan-05	U. o Michigan Confidence	JAN P	-	97.1	97.5

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	BB+/Baa3/BBB-	2,969	24-Jul-05	0.52	102.44	4.17%		-
Россия 07	BB+/Baa3/BBB-	2,400	26-Jun-07	2.24	112.31	4.62%		-
Россия 10	BB+/Baa3/BBB-	2,820	31-Mar-10	2.90	110.00	4.81%		-
Россия 18	BB+/Baa3/BBB-	3,466	24-Jul-18	8.28	139.19	6.58%		-
Россия 30	BB+/Baa3/BBB-	20,265	31-Mar-30	8.54	103.13	6.48%		-
Россия 28	BB+/Baa3/BBB-	2,500	24-Jun-28	10.61	163.19	7.15%		-
Минфин 6	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-06	1.33	97.75	4.77%	40	-
Минфин 8	BB+/Baa3/BBB-	1,322	14-Nov-07	2.54	95.50	4.53%	-18	-
Минфин 5	BB+/Baa3/BBB-	2,837	14-May-08	3.22	92.50	5.52%	61	-
Минфин 7	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-11	5.81	84.38	6.04%	31	-
Aries 14	BB+/Baa3/BBB-	2,436	25-Oct-14	6.90	122.85	6.42%	35	Mkt. perform
Aries 09 (EUR)	BB+/Baa3/BBB-	1,000	25-Oct-09	4.22	113.33	4.58%	-64	-
Нефтегазовая отрасль								
Газпром 07	BB-/Baa3/BB	500	25-Apr-07	2.12	108.42	5.16%	57	Underperform
Газпром 09	BB-/Baa3/BB	700	21-Oct-09	3.96	118.27	6.03%	89	Mkt. perform
Газпром 13	BB-/Baa3/BB	1,750	01-Mar-13	6.03	118.16	6.69%	90	Mkt. perform
Газпром 20	BB-/Baa3/BB	1,250	01-Feb-20	5.44	105.13	6.23%	63	Mkt. perform
Газпром 34	BB-/Baa3/BB	1,200	28-Apr-34	6.78	114.99	6.45%	42	Underperform
Роснефть 06	B/Baa3/	150	20-Nov-06	1.72	113.24	5.15%	67	Underperform
Сибнефть 07	B/Ba2/	400	13-Feb-07	1.92	108.09	7.23%	270	Outperform
Сибнефть 09	B/Ba2/	500	15-Jan-09	3.39	109.17	8.03%	307	Outperform
ТНК 07	BB-/Ba3/BB	700	06-Nov-07	2.52	113.48	5.73%	103	Underperform
Телекоммуникации								
Вымпелком 09	BB-/B1/	250	16-Jun-09	3.71	107.14	8.05%	299	Outperform
Вымпелком 11	BB-/B1/	300	22-Oct-11	5.31	100.22	8.33%	277	Outperform
Мегафон 09	B+//BB-	375	10-Dec-09	4.15	99.45	8.14%	294	Outperform
МТС 08	BB-/Ba3/	400	30-Jan-08	2.72	107.28	7.05%	229	Mkt. perform
МТС 10	BB-/Ba3/	400	14-Oct-10	4.70	103.31	7.65%	228	Mkt. perform
Система 08	B/B3/B	350	14-Apr-08	2.86	107.05	7.75%	294	Underperform
Система 11	B/B3/B	350	28-Jan-11	1.91	102.64	7.45%	292	Underperform
Металлургия								
Евразхолдинг 06	/B3/B	175	25-Sep-06	1.61	101.56	7.86%	341	Underperform
Евразхолдинг 09	/B3/B	150	03-Aug-09	3.74	107.00	8.96%	390	Mkt. perform
ММК 08	BB-/Ba3/BB-	300	21-Oct-08	3.33	101.46	7.54%	260	Outperform
Норникель 09	BB/Ba1/	500	30-Sep-09	4.07	96.80	7.95%	278	Outperform
Северсталь 09	B+/B2/B+	325	24-Feb-09	3.55	100.38	8.51%	350	Outperform
Северсталь 14	B+/B2/B+	375	19-Apr-14	6.50	100.69	9.00%	306	Mkt. perform
Банки и финансы								
Альфа Банк 05	B/Ba2/B+	175	19-Nov-05	0.83	103.50	6.42%	217	-
ВТБ 08	BB+/Ba1/BBB-	550	11-Dec-08	3.51	104.69	5.52%	53	Mkt. perform
ВТБ 11	BB+/Ba1/BBB-	450	12-Oct-11	5.47	107.02	6.21%	59	Mkt. perform
Газинвест 08	B+/Baa3/	1,000	30-Oct-08	3.40	104.49	5.91%	94	Mkt. perform
Зенит 06	//B-	125	12-Jun-06	1.35	101.00	8.47%	409	Underperform
МДМ 05	B//B+	200	16-Dec-05	0.90	103.00	7.31%	305	Mkt. perform
Никойл 07	/B1/B-	150	19-Mar-07	2.03	100.45	8.76%	420	Outperform
Номос 07	/B1/B	100	13-Feb-07	1.95	100.50	8.85%	431	Outperform
Русский Стандарт 07	B/Ba3/	150	02-Apr-07	2.06	102.15	7.67%	309	Mkt. perform
Уралсиб 06	B-//B	125	06-Jun-06	1.41	100.38	8.59%	420	Outperform

* см. на последней странице

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	УТМ	Спрэд	Реком-я
Прочие отрасли								
Апроса 08	B/B1/	500	06-May-08	2.98	103.50	6.92%	209	Underperform
Апроса 14	B/B1/	300	17-Nov-14	6.82	103.39	8.37%	233	Underperform
ВБД 08	B+/B3/BB-	150	21-May-08	2.98	98.84	8.90%	406	Outperform

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 превышен 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	<i>piankov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-07</i>
	Сергей Лаптев	<i>laptev@msk.vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-96</i>
Отдел продаж	Кирилл Зарезов	<i>zarezov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-70-21</i>
Аналитический отдел	Евгений Кочемазов	<i>kochemazov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-70-22</i>
Отдел организации выпусков ценных бумаг	Алексей Коночкин	<i>konochkin@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-15</i>
Отдел структурных сделок	Алексей Красников	<i>krasnikov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-14</i>
Отдел операций с рублевыми инструментами с фиксированной доходностью	Владимир Борунов	<i>borunov@vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-93</i>
Отдел операций с валютными инструментами с фиксированной доходностью	Сергей Лаптев	<i>laptev@msk.vtb.ru</i> <i>(095) 775-71-96</i>

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 намереваются 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