

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 настоящий момент нельзя не обратить внимание на один существенный факт: доходности тридцатилетнего бонда вплотную приблизилась к минимальному за полтора года уровню в 4.64% годовых, который в последний раз наблюдался в середине марта 2004 года. Тогда достижение данного уровня было пиком возможностей облигаций, доходность которых в два последующие месяца выросла почти на фигуру...

Российские еврооблигации стр. 3

В отличие от России 30 перспективой спекулятивного движения наверх в рамках сужения спреда обладает Россия 28, доходность которой составляет 7.08% годовых, что соответствует премии к десятилетним казначейским нотам США на уровне 294 б.п. С учетом того, что длинная часть кривой доходности US Treasuries является в настоящий момент плоской, а кривая доходности суверенных еврооблигаций РФ, напротив, восходящей, Россия 28 выглядит недооцененной на 30-40 б.п. Тем не менее, эта бумага обладает наивысшим процентным риском в силу наиболее высокой дюрации, что делает ее покупку исключительно спекулятивной сделкой...

Рекомендации по корпоративным еврооблигациям стр. 4

Вообще в настоящий момент корпоративные еврооблигации российских эмитентов могут находиться под давлением со стороны первичного рынка, объем предложения на котором, по самым скромным подсчетам, в ближайшее время может составить порядка \$1 млрд. В целом, мы рекомендуем покупать корпоративные еврооблигации с дюрацией до 4-5 лет (погашение не позднее 2008-2009 гг.), что позволит снизить дюрацию портфеля и повысить текущую доходность.

Приложение: Новости и события прошедшей недели стр. 5

Претензии к Вымпелкому на \$5.5 млрд.
Бизнес Vs. Правительство
и другие новости ...

Приложение: Календарь экономических публикаций США стр. 7

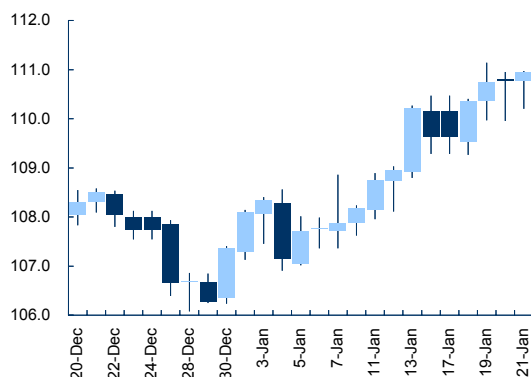
Приложение: Статистика и карты рынка еврооблигаций..... стр. 8

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
FED FUNDS	2.25%	0.00
US1MT	1.98%	(5.83)
US3MT	2.34%	(2.04)
US6MT	2.68%	1.02
US2YT	3.16%	(7.90)
US3YT	3.30%	(8.11)
US5YT	3.64%	(7.09)
US10YT	4.14%	(7.25)
US30YT	4.65%	(8.25)

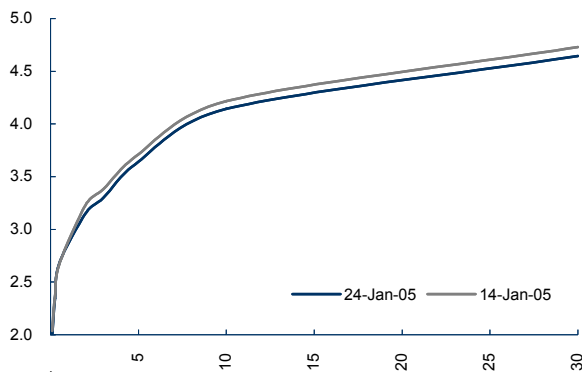
Источник: Reuters, Внешторгбанк

ДИНАМИКА US30YT



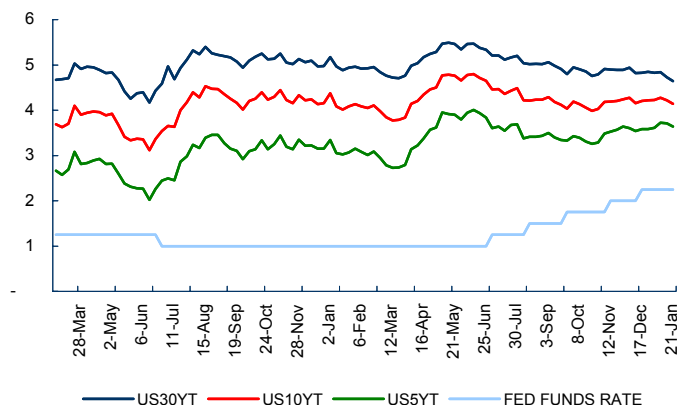
Источник: Reuters, MMBБ

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ US TREASURIES



Источник: Reuters,

РЫНОК US TREASURIES: ОБЗОР И ПРОГНОЗ

На прошлой неделе рынок американских казначейских облигаций продолжил торговаться на максимальных с марта 2004 года уровнях, несмотря на то, что фундаментальная конъюнктура по-прежнему негативна для рынка.

На самом деле, единственным заслуживающим внимания торговым днем на прошедшей короткой неделе стал вторник, когда рынок индикативного тридцатилетнего бонда совершил скачок вверх до уровня 110.4 пунктов в отсутствие каких-либо значимых новостей. В последующие три дня рынок торговался в диапазоне от 110 до 111 пунктов.

По итогам недели котировки US30YT закрылись на уровне 111 пунктов, то есть на верхней границе диапазона, что соответствует доходности в 4.65% годовых. Ставка до десятилетнего нота в течение недели упала на 7 б.п., закрывшись на уровне 4.14% годовых.

Нельзя сказать, что тенденция к уменьшению угла наклона кривой доходности US Treasuries, которая так четко прослеживалась в течение последних месяцев, продолжилась и на прошлой неделе. Так, ставки по коротким бумагам снизились пропорционально длинным 10- и 30-летним выпускам.

В настоящий момент нельзя не обратить внимание на один существенный факт: доходности тридцатилетнего бонда вплотную приблизились к минимальному за полтора года уровню в 4.64% годовых, который в последний раз наблюдался в середине марта 2004 года. Тогда достижение данного уровня было пиком возможностей облигаций, доходность которых в два последующие месяца выросла почти на фигуру.

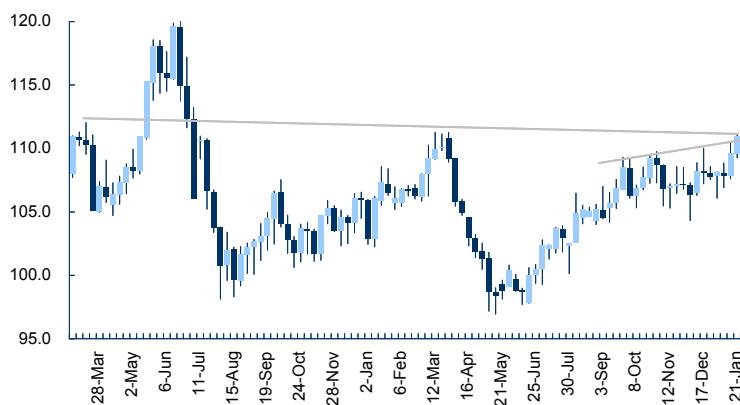
Вообще, текущая ситуация на рынке UST кажется достаточно странной. В условиях стабильного экономического роста и сохраняющейся стратегии ФРС, направленной на умеренное ужесточение денежно-кредитной политики посредством повышения учетной ставки на 25 б.п. на каждом заседании FOMC, кривая доходности US Treasuries становится все более плоской, что, согласно базовой теории процентных ставок, предполагает дальнейшее снижение последних. Само же снижение, с учетом фундаментального фона, кажется и маловероятным, и необоснованным.

Самое интересное, что те факторы, на которые рынок UST особенно остро реагировал в течение 2004 года, а именно, экономические публикации, сейчас оказывают весьма ограниченное влияние на динамику котировок. В то же время единственной движущей силой для облигаций можно рассматривать рынок FOREX, на котором доллар с начала года подорожал почти на 4%, что предопределило привлекательность американских ЦБ в январе. По крайней мере, других объяснений столь странному поведению US Treasuries мы не видим.

В целом, мы продолжаем придерживаться негативного взгляда на рынок UST в среднесрочной перспективе. Мы полагаем, что текущие уровни доходностей являются крайне опасными, так как не отражают фундаментальной конъюнктуры и, соответственно, были достигнуты исключительно на спекулятивных факторах. Таким образом, опасность стремительной и болезненной коррекции увеличивается по мере дальнейшего снижения доходности облигаций.

На этой неделе ключевым событием станет пятничная публикация первой оценки темпов роста ВВП в 4-м квартале 2004 года. Инвесторы ожидают что ВВП вырастет на 3.5% против роста на 4% кварталом ранее. Рост личного потребления ожидается на уровне 4.1% (5.1% в 3 квартале), а дефлятор ВВП должен составить 2.1%, что предполагает рост по сравнению с третьим кварталом, когда показатель составил 1.4%.

НЕДЕЛЬНЫЙ ГРАФИК US30YT



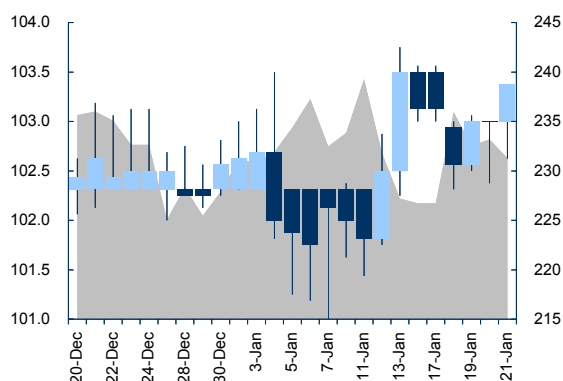
Источник: Reuters,

ИНДИКАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Инструмент	YTM	YTM CHNG
RUSSIA 05	4.13%	(4.26)
RUSSIA 07	4.64%	1.26
RUSSIA 10	4.87%	6.26
RUSSIA 18	6.49%	(9.21)
RUSSIA 30	6.46%	(2.55)
RUSSIA 28	7.08%	(7.20)
R30 vs. US10YT, bps.	231	5
R30 vs. MEX19, bps.	27	4
MINFIN 5	5.46%	(5.68)
MINFIN 6	4.49%	(27.93)
MINFIN 7	5.95%	(8.31)
MINFIN 8	4.62%	9.03
ARIES 14	6.50%	8.28

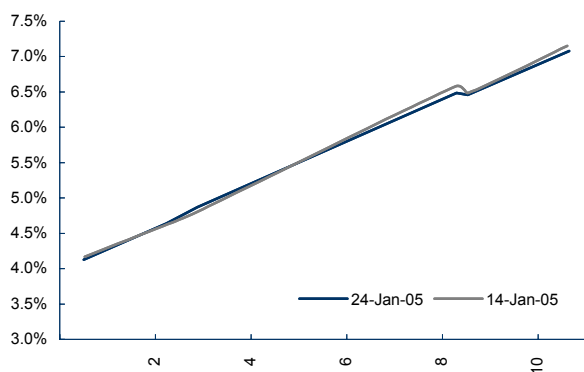
Источник: Reuters, Внешторгбанк

РОССИЯ 30 И СПРЭД К US10YT



Источник: Reuters

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Reuters

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Российские суверенные еврооблигации на прошлой неделе показали смешанную динамику. В длинных выпусках (Россия 18, 28 и 30) доходности снизились в среднем на 6 б.п., а ставки по коротким бумагам, напротив, несколько подросли.

Россия 30 по итогам недели выросла на четверть пункта, закрывшись в пятницу на уровне 103.375% от номинала, что соответствует доходности в 6.46% годовых и спреду к US10YT на уровне 231 б.п.

Вообще, доходность **России 30** сейчас находится на исторически минимальных уровнях, но, в отличие от рынка US Treasuries, ставка уже преодолела уровень, достигнутый в марте 2004 года.

Тем не менее, эту ситуацию можно рассматривать как вполне нормальную, поскольку ценообразование российских активов зависит не только от динамики базового актива — рынка US Treasuries, но и от рисковой премии, размер которой в течение прошлого года существенно снизился.

Текущее значение спреда на уровне 231 б.п. в настоящий момент можно рассматривать как равновесное, поскольку основное событие, способное повлиять на кредитный рейтинг России и, соответственно, на спред ее евробондов к облигациям США, а именно, достижение договоренностей с Парижским клубом кредиторов о досрочном погашении (части) долга, отодвигается, как минимум, до февраля. Именно это и обусловило расширение спреда **России 30** к **Мексике 19** до 27 б.п., тогда как в течение декабря — первой половине января премия составляла в среднем 20-22 б.п.

Таким образом, рассматривая текущий спред Р30 как справедливый, мы предлагаем обратить внимание на динамику рынка US Treasuries, который, как уже упоминалось ранее, находится в весьма нестабильном состоянии. В целом, текущие уровни котировок по **России 30** являются достаточно высокими, чтобы зафиксировать, как минимум, часть прибыли, полученной в течение вялотекущего январского ралли.

В отличие от **России 30** перспективой спекулятивного движения вверх в рамках сужения спреда обладает **Россия 28**, доходность которой составляет 7.08% годовых, что соответствует премии к десятилетним казначейским нотам США на уровне 294 б.п. С учетом того, что длинная часть кривой доходности US Treasuries является в настоящий момент плоской, а кривая доходности суверенных еврооблигаций РФ, напротив, восходящей, **Россия 28** выглядит недооцененной на 30-40 б.п. Тем не менее, эта бумага обладает наивысшим процентным риском в силу наиболее высокой дюрации, что делает ее покупку исключительно спекулятивной сделкой.

Другой альтернативой **России 30** является **Россия 18**, которая хотя и сравнима с первой по дюрации, но текущая доходность на уровне 7.85% годовых почти на 3% выше, чем у **России 30**.

В секторе ОВВЗ по итогам прошлой недели наблюдалось смешанное закрытие. **Минфин 8**, спред которого к суверенной кривой доходности является отрицательным, снизился на 0.2%, тогда как котировки других выпусков, торгуемых со средней премией к РФ на уровне 30 б.п., подросли в пределах полуфигуры.

По-прежнему недооцененным остается **Минфин 5**, спред которого к суверенной кривой доходности составляет 51 б.п. Наиболее логичным трейдом в данной ситуации выглядит обмен переоцененного **8-го Минфина** на **Минфин 5**, что при незначительном увеличении дюрации дает премию в размере 84 б.п.

Таким образом, в настоящий момент мы не ожидаем продолжения роста котировок России 30, что связано с опасностью роста процентных ставок в США.

Наиболее логичными трейдами, с учетом сложившихся ценовых уровней и ожидаемой конъюнктуры базового актива, выглядят покупка Минфина 5 с соответствующей продажей Минфина 8, продажа России 30 с покупкой России 18, а для спекулятивно настроенных участников рынка — продажа России 30 с покупкой России 28, которая недооценена по отношению к 30-му году.

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ

Инструмент	Mkt. Rating	Изм.
Aries 14	Mkt. perform	-
Алроса 08	Underperform	-
Алроса 14	Underperform	-
Альфа Банк 05	Mkt. perform	-
Альфа Банк 06	Mkt. perform	-
Банк Москвы 09	Outperform	-
ВБД 08	Outperform	-
ВТБ 08	Mkt. perform	-
ВТБ 11	Mkt. perform	-
Вымпелком 09	Outperform	-
Вымпелком 11	Outperform	-
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	Underperform	-
МДМ 05	Mkt. perform	-
МДМ Банк 06	Outperform	-
Мегафон 09	Outperform	-
ММК 08	Outperform	-
МТС 08	Mkt. perform	-
МТС 10	Mkt. perform	-
Никоил 07	Outperform	-
Номос 07	Outperform	-
Норникель 09	Outperform	-
Росбанк 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	Mkt. perform	-

В сектор корпоративных еврооблигаций прошлая неделя не принесла никаких существенных изменений, а изменения котировок не превышали 70-80 б.п.

Исключением стали бумаги **Вымпелкома**. Так, выпуск с погашением в 2009 году упал за неделю 83 б.п., а **Вымпелком 11** снизился на 1.12% от номинала. В результате спрэд бумаг эмитента к суверенной кривой доходности расширился на 20 б.п. до уровня 307 б.п. Причиной для такого падения стала новость о предъявлении казахской дочке Вымпелкома Кар-Телу претензий на сумму \$5.5 млрд. со стороны турецких властей. Таким образом, второй раз за последние два месяца второй по величине сотовый оператор России оказывается в весьма неприятной ситуации, связанной с финансовыми претензиями, которые на этот раз гораздо более крупные, чем были в декабре.

Несмотря на сложившуюся ситуацию, мы полагаем, что падение котировок облигаций **Вымпелкома** представляет собой лишь очередную возможность для выгодной покупки выпуска с погашением в 2009 году, который недооценен по отношению к справедливому уровню примерно на 75 б.п.

Из лидеров повышения на прошлой неделе можно отметить Евразхолдинг 06 (+0.82%), Номос 07 (+0.6%), ВБД 08 (+0.67%) и Евразхолдинг 09 (+0.5%).

Говоря о бумагах **Евразхолдинга**, мы, в первую очередь, отмечаем их текущую переоцененность. Так, мы оцениваем справедливый спрэд еврооблигаций компании на уровне 400 б.п., тогда как 9-й год торгуется с премией в размере 370 б.п., а 6-й – с премией в 286 б.п. В случае **Евраз 06** переоцененность составляет порядка 120 б.п.

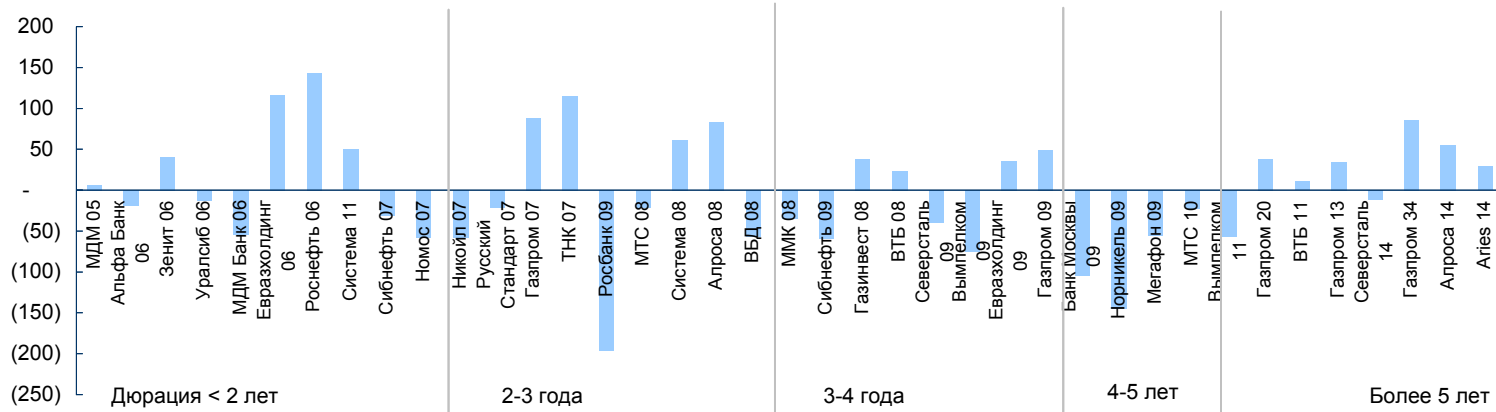
Наиболее недооцененными выпусками в настоящий момент являются **Росбанк 09** и **Норникель 09**, спрэды которых к суверенной кривой доходности РФ на 195 и 144 б.п. выше справедливых уровней. Также существенно недооценен Банк Москвы 09, справедливую премию которого мы оцениваем в районе 260-270 б.п. при текущем значении в 460 б.п. Тем не менее, в настоящий момент мы не рекомендуем покупать выпуски с дюрацией более 4-5 лет, что связано с уже неоднократно упомянутым риском роста процентных ставок по US Treasuries.

Таким образом, из наиболее недооцененным бумаг, которые в тому же попадают в категорию защитных в силу невысокой дюрации, мы отмечаем **ВБД 08**, **МТС 08**, **Вымпелком 09**, **Северсталь 09**, а также большая часть банковских еврооблигаций. Говоря об этой группе, стоит отметить наиболее недооцененные выпуски, такие как **Номос 07** и **Никоил 07**.

Вообще в настоящий момент корпоративные еврооблигации российских эмитентов могут находиться под давлением со стороны первичного рынка, объем предложения на котором, по самым скромным подсчетам, в ближайшее время может составить порядка \$1 млрд., в том числе высококачественные выпуски Сбербанка и ВТБ. С новым выпуском в кратчайшие сроки выйдет и МТС.

В целом, мы рекомендуем покупать корпоративные еврооблигации с дюрацией до 4-5 лет (погашение не позднее 2008-2009 гг.), что позволит снизить дюрацию портфеля и повысить текущую доходность.

ОЖИДАЕМОЕ ИЗМЕНЕНИЕ СПРЭДОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ К КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ



Источник: Внешторгбанк

ПРИЛОЖЕНИЕ: НОВОСТИ И СОБЫТИЯ ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛИ

ВТОРНИК - 18 ЯНВАРЯ 2004

Рейтинги Татнефти и Tugras

Агентство Fitch подтвердило необеспеченные рейтинги Татнефти в иностранной и местной валюте на уровне «В», а турецкого завода Tugras на уровне «BB-» и «BB+» соответственно. Данный рейтинг был исключен из списка на возможное понижение, прогноз изменения – стабильный.

ВТБ приобрел Объединенный банк Грузии (ОГБ)

Глава Департамента по связям с общественностью ОГБ, г-н Георгадзе заявил, что ВТБ был приобретен контрольный пакет акций Объединенного банка Грузии – третьего в стране коммерческого банка по величине активов (уставный капитал составляет 21 млн. лари, объем активов – около 250 млн. лари). Всего в Грузии функционируют 19 коммерческих банков и 2 филиала турецкого и азербайджанского банков.

ВТБ назначил лид-менеджеров выпуска долларовых облигаций

Лид-менеджерами эмиссии долларовых международных облигаций ВТБ назначены Barclay's, Deutsche, HSBC и JP Morgan. Банк планирует дебютный субординированный bench-mark долг. Объем размещения составит от \$300 млн. Бумаги будут размещаться в Европе и Азии. Полученные от размещения средства будут включены в расчет показателя собственных средств ВТБ.

Минфин РФ не будет тратить стабфонд на дополнительные выплаты по льготам

Глава департамента налоговой и таможенно-тарифной политике Минфина РФ г-н Моторин заявил, что средства на дополнительные денежные компенсации населению связи с монетизацией льгот будут взяты не из средств стабилизационного фонда, а из дополнительных доходов бюджета. На дополнительные денежные компенсации Правительству потребуется около 100 млрд. рублей.

РФ и Парижский клуб продолжают переговоры об условиях досрочного погашения долга в феврале

По новым данным, оглашенным близкому к переговорам источнику, переговоры об условиях досрочного погашения долга РФ состоятся в феврале, а не в марте, как сообщалось ранее. Так же близкий к переговорам источник заявил, что положительным моментом на прошедших переговорах стало обещание Германии пока не проводить повторную секьюритизацию долга РФ.

Дочерняя компания Вымпелкома получила на \$5.5 млрд. претензий от Фонда страхования сберегательных вкладов Турции

Дочерняя компания Вымпелкома в Казахстане Кар-Тел (3.3% в абонентской базе Вымпелкома) получила распоряжение от Бостандыкского районного суда г. Алматы от 07.10.04. о задолженности компании. В распоряжении сказано, что Кар-Тел должен выплатить турецкому Фонду страхования сберегательных вкладов порядка \$5.5 млрд. По мнению ген.директора Кар-Тела г-на Маркова, данные претензии являются необоснованными. Компанией Вымпелком было передано ходатайство о неправомерности данного распоряжения в турецкий суд и в Министерство юстиции Казахстана для дальнейшей передачи в Министерство юстиции республики Турция.

СРЕДА - 19 ЯНВАРЯ 2004

Газпром: либерализация рынка акций

А.Миллер заявил, что либерализация рынка акций Газпрома состоится в полном объеме, и в итоге будет предусматривать ликвидацию существующей квоты для нерезидентов. На данный момент квота для нерезидентов составляет 20%. Первым шагом к либерализации станет слияние Газпрома с Роснефтью, завершение которого планируется осуществить в I квартале 2005 года. По словам г-на Миллера, подготовка к либерализации рынка акций Газпрома идет в плановом режиме и в строгом соответствии с данными президентом и правительством РФ поручениями.

Алроса увеличит объем еврооблигаций с погашением в 2014 г. на \$200 млн.

Алроса планирует увеличение объема эмиссии евробондов с погашением в 2014 г. на \$200 млн. В ноябре 2004 г. компанией были размещены 10-летние еврооблигации на \$300 млн. по доходности 8.825% годовых. Лид-менеджеры данного размещения – ING и JP Morgan.

Альфа-банк планирует размещение 2-3-летних евробондов

Как ожидается, 21.01.05. в Лондоне начинается road-show выпуска 2- либо 3-летних еврооблигаций Альфа-банка. Объем эмиссии составит \$150 млн. Лид-менеджерами сделки являются Merrill Lynch и UBS. На данный момент на рынке обращаются еврооблигации банка на \$190 млн. с погашением в апреле 2006 г. и облигации на \$175 млн. с погашением в ноябре 2005 г. Fitch присвоило запланированному выпуску долгосрочный рейтинг «В+».

Индия собирается значительно увеличить инвестиции в энергетический сектор РФ

Министр иностранных дел Индии г-н Сингх заявил, что в интересах страны значительное увеличение инвестиций в энергетический сектор РФ. В Индии добывается только 30% необходимо нефти, вследствие чего страна стремится к получению долей в иностранных нефтяных проектах. Напомним, что доля индийской нефтяной компании Oil and Natural Gas Corp в проекте «Сахалин-1» составляет 20 процентов. В конце 2004 г. Россией было подписано соглашение о намерениях с Индией и Китаем об укреплении сотрудничества в области энергетики.

Новые приобретения Евразхолдинга

Премьер-министр Грузии г-н Жвания сделал заявление, что Группа ЕвразХолдинг выиграла международный тендер на приобретение АО Чиатурмарганец и Варцixe ГЭС, заплатив за оба предприятия \$132 млн. Так же в тендере принимали участие украинская группа Интерпайп, австрийская DCM DECOMetal и британская Моравия-Джорджия. АО Чиатурмарганец является единственным в регионе предприятием по производству марганцевой руды, которое на сегодняшний день добывает 250-350 тыс. тонн руды в год. Мощность Варцixe ГЭС составляет 190 мегаватт. Руководство Грузии проводит активную приватизационную политику. Только в 2005 г. от продажи ряда крупных госпредприятий грузинские власти рассчитывают получить порядка \$200 млн.

ЧЕТВЕРГ - 20 ЯНВАРЯ 2004**Сбербанк назначил лид-менеджера 10-летних евробондов**

Сбербанк РФ сообщил, что намерен выпустить 10-летние долларовые еврооблигации с целью финансирования субординированного кредита. Размер выпуска оговорен в сообщении как «существенный». Эмиссия будет осуществляться по правилу S. Ставка купона – фиксированная. Лид-менеджером и регистратором выпуска назначен UBS. В сообщении Сбербанка говорится, что сделка будет структурирована как 10-летняя облигация с пятилетним безотзывным периодом, по завершении которого происходит увеличение купонной ставки.

Состоялось доразмещение еврооблигаций Агросы

Лид-менеджерами доразмещения (ING и JP Morgan) было сделано заявление, что компания Агросы увеличила объем эмиссии еврооблигаций с погашением в 2014 г. Объем доразмещения составил \$200 млн. Ставка купона – 8.875%. Цена - 102.25% номинала.

Газпром планирует начать размещение 5-летних облигаций в феврале

Размещение 5-летних облигаций Газпрома объемом 5 млрд. рублей может начаться в первой половине февраля. Организатором выпуска выступает Ренессанс Капитал. Совет директоров Газпрома в мае прошлого года принял решение о размещении в течение 2004-2005 годов трех облигационных выпусков (срок обращения – 3, 4, 5 лет). Трехлетний выпуск облигаций серии А5 был размещен в октябре 2004 г.

Бизнес vs Правительство

Во время проведения совета по конкурентоспособности, в рамках которого обсуждалась программа социально-экономического развития до 2008 г., собравшиеся предприниматели озвучили ряд претензий в адрес российского правительства. В частности, А. Шохин высказался о недоверии бизнеса к действию властей, неопределенности в защите прав собственности и налоговой политике. Председатель Координационного совета предпринимательских союзов предложил определить меры, которые способны восстановить доверие бизнеса и инвестиционной активности. Г-ном Шохиним было внесено предложение об измерении эффективности работы правительства ростом капитализации фондового рынка. А. Чубайс заявил, что на сегодняшний день уровень доверия бизнеса к государству - самый низкий за последние пятнадцать лет. Глава «Базового Элемента» О. Дерипаска интересовался политикой правительства в отношении рубля и совместными с правительством проектами в области автомобилестроения. Председатель совета директоров «Северстали» А. Мордашев высказался о необходимости реформирования судебной системы, назвав решения судов противоречащими здравому смыслу. Гендиректор авиакомпании «Сибирь» В. Филев рассказал об отсутствии равных конкурентных условий для всех авиаперевозчиков. Так же были высказаны недовольства относительно того, что в программе практически не освещены реформы естественных монополий, в особенности электроэнергетики и нефтегазовой отрасли. В ответ на заявления российских предпринимателей министр финансов г-н Кудрин обещал учесть их мнение при уточнении некоторых налоговых позиций в середине февраля, а министр экономического развития г-н Греф высказал просьбу о скорейших предложениях по налогам со стороны членов совета, а так же учесть замечания предпринимателей по доработке программы.

ПЯТНИЦА - 21 ЯНВАРЯ 2004**Замедление роста промышленного производства в РФ в 2004 г.**

По данным Росстата, промышленное производство в РФ в 2004г. выросло на 6.1%. Данный показатель на 0.9% ниже, чем в 2003 г., и на 0.1-0.3% ниже прогнозного показателя на 2004 год. По прогнозу МЭРТ рост промышленного производства в 2004 г. должен был составить 6.2%, ряд экономистов ожидал результаты на уровне 6.3-6.4%. В течение года рост промышленности происходило постепенное замедление роста: за первое полугодие 2004 г. рост производства составил 9.2%, за второе – только 6.5%.

ПРИЛОЖЕНИЕ: КАЛЕНДЕРЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПУБЛИКАЦИЙ В США

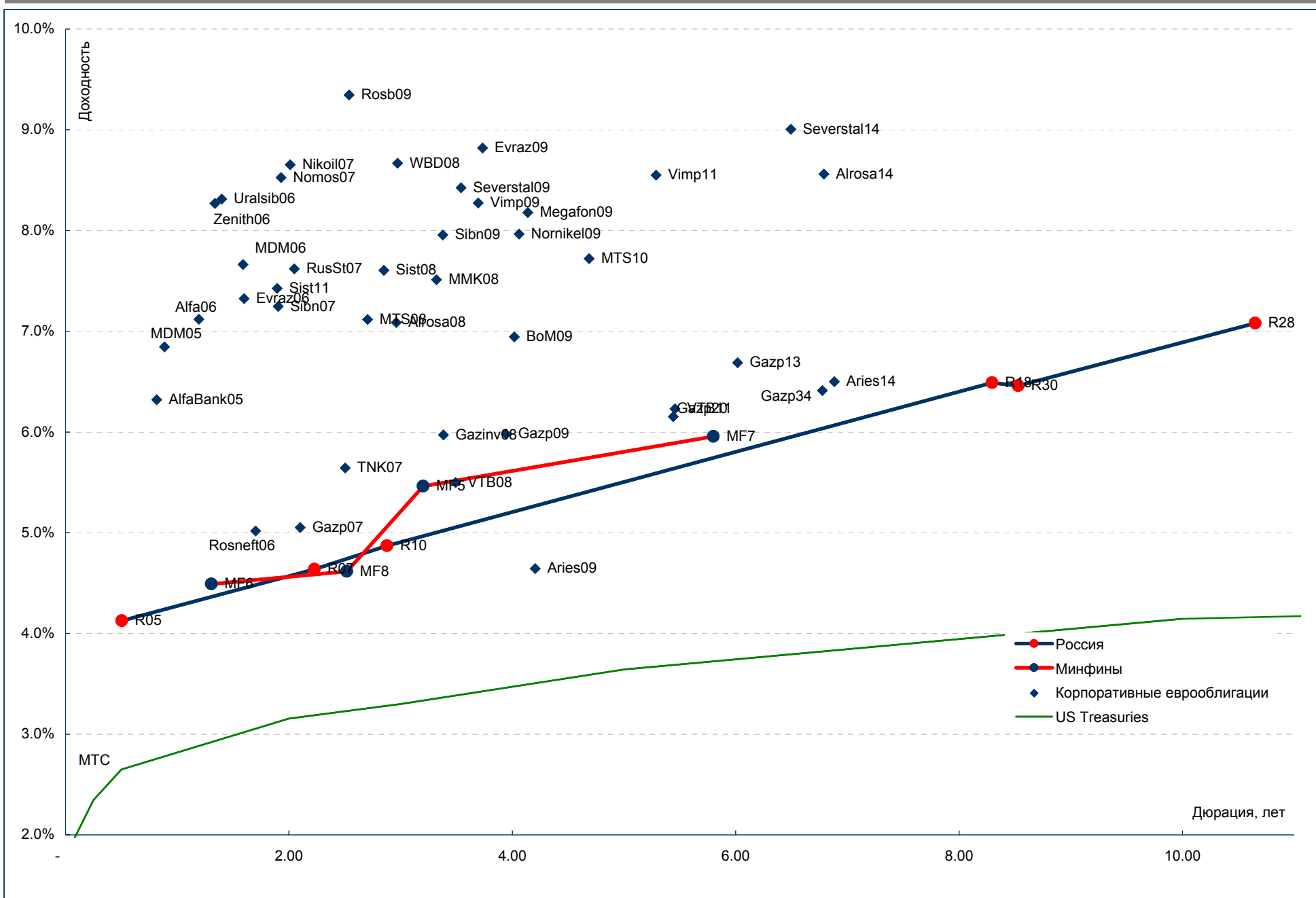
Дата	Публикация	Период	Значение	Пред.	Прогноз
18-Jan-05	Empire Manufacturing	JAN	20.08	29.93	25.00
18-Jan-05	Net Foreign Security Purchases	NOV	\$81,0B	\$48,1B	\$55,0B
18-Jan-05	NAHB Housing Market Index	JAN	70.00	71.00	70.00
19-Jan-05	ABC Consumer Confidence	JAN 17	-11	-9	-9
19-Jan-05	MBA Mortgage Applications	JAN 15	16.20%	-3.00%	-
19-Jan-05	Consumer Price Index (MoM)	DEC	-0.10%	0.20%	0.00%
19-Jan-05	CPI Ex Food&Energy (MoM)	DEC	0.20%	0.20%	0.20%
19-Jan-05	Consumer Price Index (YoY)	DEC	3.30%	3.50%	3.40%
19-Jan-05	CPI Ex Food&Energy (Yoy)	DEC	2.20%	2.20%	2.30%
19-Jan-05	Consumer Price Index NSA	DEC	190.3	191	190.7
19-Jan-05	Housing Starts	DEC	2004K	1771K	1910K
19-Jan-05	Building Permits	DEC	2021K	1988K	1985K
19-Jan-05	Initial Jobless Claims	JAN 16	319K	367K	346K
19-Jan-05	Continuing Claims	JAN 9	2694K	2631K	2675K
19-Jan-05	Fed's Beige Book	0	0.00%	0.00%	0.00%
20-Jan-05	Leading Indicators	DEC	0.20%	0.20%	0.20%
20-Jan-05	Philadelphia Fed.	JAN	13.20	29.60	25.00
21-Jan-05	U. o Michigan Confidence	JAN P	95.80	97.10	97.50
25-Jan-05	Consumer Confidence	JAN	-	102.3	101.3
25-Jan-05	Existing Home Sales	DEC	-	6,94M	6,80M
26-Jan-05	ABC Consumer Confidence	JAN 24	-	-11	-
26-Jan-05	MBA Mortgage Applications	JAN 22	-	0.162	-
27-Jan-05	Durable Goods Orders	DEC	-	1.40%	0.60%
27-Jan-05	Less Transportation	DEC	-	-1.40%	1.30%
27-Jan-05	Initial Jobless Claims	JAN 23	-	319K	330K
27-Jan-05	Continuing Claims	JAN 16	-	2694K	2683K
27-Jan-05	Help Wanted Index	DEC	-	36.00	37.00
28-Jan-05	GDP Annualized	4Q A	-	4.00%	3.50%
28-Jan-05	Personal Consumption	4Q A	-	5.10%	4.10%
28-Jan-05	GDP Price Deflator	4Q A	-	1.40%	2.10%
28-Jan-05	Employment Cost Index	4Q	-	0.90%	0.80%
31-Jan-05	Personal Income	DEC	-	0.30%	0.40%
31-Jan-05	Personal Spending				
31-Jan-05	PCE Deflator (YOY)	DEC	-	2.60%	-
31-Jan-05	PCE Core (YoY)	DEC	-	1.50%	-
31-Jan-05	New Home Sales	DEC	-	1125K	1200K
31-Jan-05	Chicago Purchasing Manager	JAN	-	61.2	59.8
01-Feb-05	Construction Spending MoM	DEC	-	-0.40%	0.50%
01-Feb-05	ISM Manufacturing	JAN	-	58.6	57.5
01-Feb-05	ISM Prices Paid	JAN	-	72	70.8
02-Feb-05	Total Vehicle Sales	JAN	-	18,4M	16,1M
02-Feb-05	Domestic Vehicle Sales	JAN	-	14,7M	13,7M
02-Feb-05	ABC Consumer Confidence	JAN 31	-	-	-
02-Feb-05	MBA Mortgage Applications	MAR 1	-	-	-
02-Feb-05	FOMC Rate Decision Expected	FEB 3	-	2.25%	2.50%
03-Feb-05	Nonfarm Productivity	4Q P	-	1.80%	1.90%
03-Feb-05	Unit Labor Costs	4Q P	-	1.80%	1.70%

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	0.50	102.38	4.13%		-
Россия 07	BB+/Baa3/BBB-	2,400	26-Jun-07	2.23	112.19	4.64%		-
Россия 10	BB+/Baa3/BBB-	2,820	31-Mar-10	2.88	109.75	4.87%		-
Россия 18	BB+/Baa3/BBB-	3,466	24-Jul-18	8.30	140.19	6.49%		-
Россия 30	BB+/Baa3/BBB-	20,265	31-Mar-30	8.53	103.38	6.46%		-
Россия 28	BB+/Baa3/BBB-	2,500	24-Jun-28	10.65	164.38	7.08%		-
Минфин 6	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-06	1.31	98.13	4.49%	12	-
Минфин 8	BB+/Baa3/BBB-	1,322	14-Nov-07	2.52	95.31	4.62%	-13	-
Минфин 5	BB+/Baa3/BBB-	2,837	14-May-08	3.20	92.70	5.46%	51	-
Минфин 7	BB+/Baa3/BBB-	1,750	14-May-11	5.80	84.80	5.95%	22	-
Aries 14	BB+/Baa3/BBB-	2,436	25-Oct-14	6.88	122.14	6.50%	45	Mkt. perform
Aries 09 (EUR)	BB+/Baa3/BBB-	1,000	25-Oct-09	4.21	112.97	4.64%	-61	-
Нефтегазовая отрасль								
Газпром 07	BB-/Baa3/BB	500	25-Apr-07	2.10	108.60	5.05%	43	Underperform
Газпром 09	BB-/Baa3/BB	700	21-Oct-09	3.94	118.44	5.98%	80	Underperform
Газпром 13	BB-/Baa3/BB	1,750	01-Mar-13	6.02	118.15	6.69%	89	Underperform
Газпром 20	BB-/Baa3/BB	1,250	01-Feb-20	5.44	105.57	6.15%	53	Underperform
Газпром 34	BB-/Baa3/BB	1,200	28-Apr-34	6.78	115.27	6.41%	40	Underperform
Роснефть 06	B/Baa3/	150	20-Nov-06	1.70	113.35	5.02%	52	Underperform
Сибнефть 07	B/Ba2/	400	13-Feb-07	1.90	108.00	7.25%	269	Outperform
Сибнефть 09	B/Ba2/	500	15-Jan-09	3.38	109.38	7.96%	295	Outperform
ТНК 07	BB-/Baa3/BB	700	06-Nov-07	2.50	113.64	5.64%	90	Underperform
Телекоммуникации								
Вымпелком 09	BB-/B1/	250	16-Jun-09	3.69	106.25	8.27%	317	Outperform
Вымпелком 11	BB-/B1/	300	22-Oct-11	5.29	99.10	8.55%	297	Outperform
Мегафон 09	B+/BB-	375	10-Dec-09	4.14	99.28	8.18%	294	Outperform
МТС 08	BB-/Ba3/	400	30-Jan-08	2.70	107.05	7.12%	231	Mkt. perform
МТС 10	BB-/Ba3/	400	14-Oct-10	4.69	102.96	7.72%	232	Mkt. perform
Система 08	B/B3/B	350	14-Apr-08	2.85	107.43	7.60%	276	Underperform
Система 11	B/B3/B	350	28-Jan-11	1.89	102.67	7.43%	287	Underperform
Металлургия								
Евразхолдинг 06	/B3/B	175	25-Sep-06	1.60	102.39	7.32%	286	Underperform
Евразхолдинг 09	/B3/B	150	03-Aug-09	3.73	107.54	8.82%	370	Underperform
ММК 08	BB-/Ba3/BB-	300	21-Oct-08	3.32	101.55	7.51%	252	Outperform
Норникель 09	BB/Ba1/	500	30-Sep-09	4.06	96.75	7.96%	275	Outperform
Северсталь 09	B+/B2/B+	325	24-Feb-09	3.54	100.67	8.42%	337	Outperform
Северсталь 14	B+/B2/B+	375	19-Apr-14	6.49	100.60	9.00%	307	Mkt. perform
Банки и финансы								
Альфа Банк 05	B/Ba2/B+	175	19-Nov-05	0.82	103.50	6.32%	210	Mkt. perform
Альфа Банк 06	B/Ba2/B+	190	13-Apr-06	1.19	101.00	7.12%	278	Mkt. perform
Банк Москвы 09	/Baa2/BB	250	28-Sep-09	4.02	104.15	6.94%	174	Outperform
ВТБ 08	BB+/Ba1/BBB-	550	11-Dec-08	3.49	104.75	5.50%	46	Mkt. perform
ВТБ 11	BB+/Ba1/BBB-	450	12-Oct-11	5.46	106.88	6.23%	60	Mkt. perform
Газинвест 08	B+/Baa3/	1,000	30-Oct-08	3.38	104.25	5.97%	96	Underperform
Зенит 06	//B-	125	12-Jun-06	1.34	101.25	8.27%	389	Underperform
МДМ 05	B/Ba2/B+	200	16-Dec-05	0.89	103.35	6.84%	260	Mkt. perform
МДМ Банк 06	B/Ba2/B+	200	23-Sep-06	1.59	102.62	7.66%	320	Outperform
Никойл 07	/B1/B-	150	19-Mar-07	2.01	100.65	8.65%	406	Outperform
Номос 07	/B1/B	100	13-Feb-07	1.93	101.10	8.53%	396	Outperform
Росбанк 09	/Ba3/B+	225	24-Sep-09	2.54	101.00	9.35%	459	Outperform
Русский Стандарт 07	B/Ba3/	150	02-Apr-07	2.05	102.23	7.62%	302	Mkt. perform

* см. на последней странице

Выпуск	Рейтинги S/M/F	Объем	Погашение	Дюрация	Цена	YTM	Спрэд	Реком-я
Банки и финансы (продолжение)								
Уралсиб 06	B-/B	125	06-Jun-06	1.40	100.75	8.31%	391	Mkt. perform
Прочие отрасли								
Алроса 08	B/B1/	500	06-May-08	2.96	103.00	7.09%	221	Underperform
Алроса 14	B/B1/	300	17-Nov-14	6.79	102.10	8.56%	254	Underperform
ВБД 08	B+/B3/BB-	150	21-May-08	2.97	99.50	8.67%	378	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 (095) 775-71-07</i>
	Сергей Лаптев	<i>laptev@msk.vtb.ru (095) 775-71-96</i>
Отдел продаж	Кирилл Зарезов	<i>zareзов@vtb.ru (095) 775-70-21</i>
Аналитический отдел	Евгений Кочемазов	<i>kochemazov@vtb.ru (095) 775-70-22</i>
Отдел организации выпусков ценных бумаг	Алексей Коночкин	<i>konochkin@vtb.ru (095) 775-71-15</i>
Отдел структурных сделок	Алексей Красников	<i>krasnikov@vtb.ru (095) 775-71-14</i>
Отдел операций с рублевыми инструментами с фиксированной доходностью	Владимир Борунов	<i>borunov@vtb.ru (095) 775-71-93</i>
Отдел операций с валютными инструментами с фиксированной доходностью	Сергей Лаптев	<i>laptev@msk.vtb.ru (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 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

