

## Новости и события...

- ✓ Рынок базовых активов вышел на новый уровень доходности. Значимость ожидаемого повышения ставки повышается. Ближайший рубеж – индекс личных потребительских расходов и данные по занятости. Ожидаем сохранение понижательной динамики
- ✓ Спекуляция по поводу повышения ставки ЕЦБ и снижение курса евро продолжит оказывать давление на долги еврозоны. Наиболее предпочтительными представляются британские облигации
- ✓ Венесуэла и Эквадор могут восполнить отставание в росте доходности, нефть больше – не поддержка. Стратегия на сужение спреда Филиппин и Турции привлекательна на падающем и растущем рынке. Защитную функцию будут выполнять некрупные кредиты в высокой инвестиционной категории
- ✓ Российские долги торговались выше рынка, прогнозируем определенную устойчивость на фоне возможного дальнейшего падения emerging markets. Внутреннего позитива пока не ждем
- ✓ Помимо негативного давления с внешних рынков, у российских облигаций появляются и внутренние негативные факторы: рублевая ликвидность и первичные размещения
- ✓ В результате, на текущей неделе мы ожидаем продолжения тенденций прошлой, то есть преобладание умеренного снижения котировок бумаг «первого эшелона» на фоне низкой активности.
- ✓ Инвесторам стоит «взять паузу» до конца недели, когда, по нашим оценкам, появится определенность относительно дальнейших перспектив динамики валютного и долгового рынков.

Показатель	Тек. знач.	↑↓ за неделю
Индекс RCBI-c	128.500	0.16%
Индекс PTC	680.100	0.00%
RUX-Cbonds	173.670	0.25%
Спрэд EMBI+, б.п.	394.000	30.000
Yld. 10Y UST, %	4.603	0.092
Курс USD/RUR	27.711	0.228
Курс EUR/USD	1.296	-0.036
Нефть, Urals, долл.	47.040	-3.620

## Рынок базовых активов

Прошедшее на прошлой неделе заседание FOMC стало новой точкой отсчета на рынке базовых активов. Повышение ставки по федеральным фондам на 25 б.п. до 2.75% и сохранение формулировки о дальнейшем ужесточении денежной политики во взвешенном режиме совпало с ожиданиями большинства участников рынка, но акцент на инфляции в сопутствующем заявлении банкиров вызвал резкое падение UST, доходность которых на неделе достигла 8-ми месячного максимума. Учитывая настроения на рынке, совсем некстати рост потребительских цен за февраль (после умеренного роста цен производителей в том же месяце) на уровне 0.4% оказался самым высоким с октября прошлого года. В итоге в среду доходность индикативных 10Y UST достигала локального максимума вблизи 4.662%. Новое заключалось в том, что впервые в текущем цикле ужесточения денежной политики рынок снизился после повышения ставки. Это означает, что процентная ставка в США достигла того уровня, когда происходит общий рост стоимости заимствований в стране и растет доходность UST. Увеличение значимости процентной ставки как фактора подтвердил и валютный рынок, который также впервые с июня прошлого года резко отреагировал на вполне ожидаемое решение. Курс евро за неделю упал на 3.6 центов, пробив психологически важную отметку \$1.3 за евро. Таким образом, наш понижительный прогноз по UST полностью оправдался и возвращение на недавние уровни доходности (4.35-4.45% по 10Y UST) мы уже не ожидаем. Некоторые аналитики считают, что последнее заседание FOMC стало таким судьбоносным именно благодаря концентрации американских банкиров на проблеме инфляции, что теоретически открывает возможность повышения ставки более высокими темпами. Однако мы считаем, что такая возможность не исключалась и раньше, а сохранение формулировки о «взвешенном режиме» должна была бы охладить пыл медведей. Однозначно одно, сегодня мы находимся на принципиально новом уровне доходности. Если вспомнить наш годовой обзор, наш прогноз о том, что в марте доходность 10Y UST достигнет 4.35-4.5%, а если пробьет уровень в 4.5% - рост может оказаться более значительным, полностью оправдался. Мы не меняем целевые параметры на конец года, указанные в том же годовом обзоре, что доходность 10Y UST будет находиться в диапазоне 5.0-5.25%, а ставка ФРС – 3.75-4.0%. Другой вопрос, насколько быстро уровень процентных ставок будет двигаться к нашим ориентирам. Самое ближайшее тестирование рынка состоится уже на этой неделе, когда выходит большое количество свежих данных после длинных выходных. Наиболее важные отчеты – это окончательное значение ВВП за четвертый квартал (среда), индекс личных потребительских расходов (четверг) и данные по занятости за март. Мы не думаем, что рост экономики будет сильно отличаться от последнего предварительного значения (3.8%), а вот данные по потребительским расходам могут преподнести сюрприз. Индекс личных потребительских расходов является важнейшим показателем инфляции, на который ориентируется FOMC при принятии решения по ставкам. После роста индекса потребительских цен есть основания ожидать, что потребительские расходы также окажутся выше ожиданий (0.2%), что приведет к новому росту доходности. Что касается данных по занятости, если количество новых безработных окажется за пределами диапазона 200-270 тыс. человек, реакция рынка может быть заметной. В целом сегодня рынок более уязвим к негативным данным, чем готов к росту на фоне позитивной информации. Доходность может снизиться в случае резкого замедления индекса личных расходов, что маловероятно, поэтому мы настроены на продолжение роста доходности UST.

Заседание FOMC по ставкам и данные по инфляции США доминировали на европейском долговом рынке. Снижение курса евро, последовавшее за увеличением ставки ФРС на 25 б.п., в сочетании со спекуляцией по поводу повышения ставки ЕЦБ оказало давление на короткие долги еврозоны. В итоге доходность 2-х летних немецких облигаций выросла на 10 б.п. Британские облигации выглядели лучше, несмотря на то, что на последнем заседании Банка Англии по ставкам двое из девяти членом Комитета проголосовали за повышение ставки. На этой неделе события на американском рынке сохраняют свою главенствующую роль. Ожидаем небольшой рост доходности. В целом отдаем предпочтение британским облигациям перед UST и долгами еврозоны.

## Долги развивающихся рынков

За минувшую неделю спрэд по индексу EMBI+ вырос сразу на 30 б.п. до 394 б.п., что полностью оправдало нашу стратегию на продажу спрэда. Опережающий рост доходности emerging markets по отношению к UST отражает увеличение несклонности инвесторов к риску. Мы отмечаем, что заседание FOMC и отчеты по инфляции станут судьбоносными для EM. Результаты оказались неутешительными, поэтому в ближайшие дни давление на класс активов, как нам кажется, сохранится, поскольку на неделе выйдут важные экономические данные по США. Любая неопределенность в отношении экономической статистики – это настороженное отношение к рисковому активам и как следствие снижение активности торгов. Стратегия на продажу спрэдов по-прежнему оправдана. Вместе с тем, мы отмечаем, что определенные страновые события несколько изменили расклад сил с момента нашей прошлой записки.

Первый тезис – высокие цены на нефть перестали оказывать поддержку странам-экспортерам нефти, а их снижение от исторических максимумов теоретически может означать «отложенный» рост доходности таких стран, как Венесуэла и Эквадор. На прошлой неделе они уже присоединились к общему падению, после того, как индикативные бумаги Венесуэлы'27 увеличили доходность на 42.1 б.п., а Эквадор'30 – на – на 47.9 б.п., а с сохранением понижательной тенденции могут усилить свою негативную динамику. Продажи Эквадора будут также вызваны отсрочкой планов по обмену облигаций со сроком погашения в 2012 г и соответственно - планы по размещению облигаций на сумму \$750 млн. Таким образом, страна лишается одного из факторов для апсайда. Поэтому сегодня целесообразно продавать бумаги Эквадора. В нашей специальной записке мы отмечаем, что при росте доходности UST продажи в первую очередь будут сосредоточены в Бразилии, России, ЮАР, Турции, а долги Венесуэлы и Эквадора будут выполнять защитную функцию. В действительности прошлая неделя показала, что они больше не способны удержаться от падения при текущей умеренно повышательной динамике цен на нефть. Но если доходность UST до конца апреля изменится незначительно, то в первую очередь начнут восстанавливаться наиболее пострадавшие кредиты – высоко-рейтинговые долги с тесной привязкой к UST (ЮАР, Мексика, в меньшей степени, Россия) и крупные страны с высокой удельной долей в индексах emerging markets (Бразилия, Турция).

Второй тезис – определенные страновые факторы могут оказать временное сопротивление росту доходности UST. Речь идет о Турции, которая в ближайшие две недели возобновит переговоры с МВФ о предоставлении кредита на \$10 млрд. Не только формальное заключение

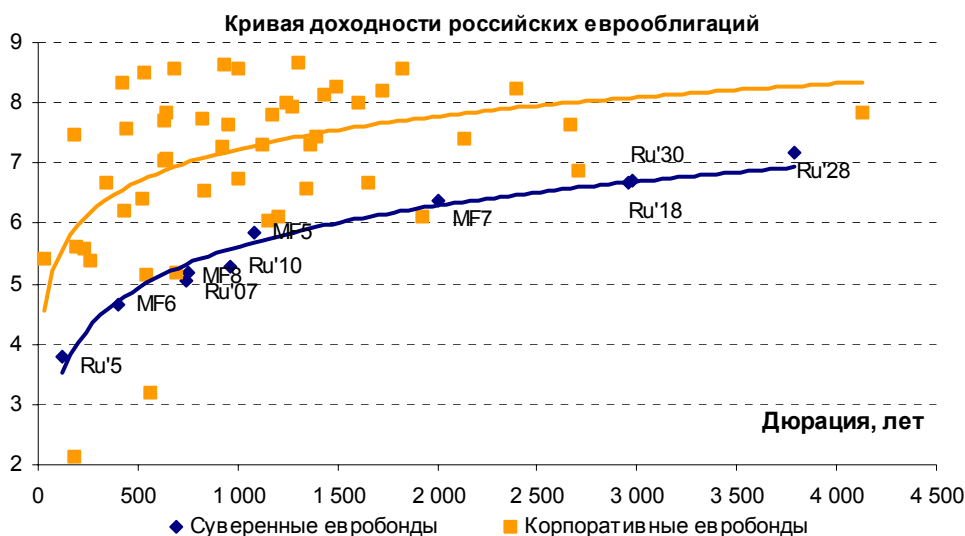
кредитного соглашения, но сам факт начала переговоров даст повод для роста, тем более, что с 8 марта, когда начался обвал emerging markets, турецкие облигации сильно пострадали и стали технически привлекательными для покупки. Индикативные бумаги Турция'34 увеличили доходность на 65.8 б.п. Это ниже, чем рост доходности Бразилии'40 на 148 б.п., однако долги страны стали заложниками своей индикативности и в дальнейшем будут оставаться под давлением, особенно после того, как Бразилия все-таки отказалась от сотрудничества с МВФ. Другая страновая тема – это Филиппины. Индикативные еврооблигации страны Филиппины'25 с 8 марта увеличили доходность на 100 б.п. Без внутренних факторов они обречены на дальнейшее падение, но в среду 30 марта Конгресс страны начинает трехдневное заседание по рассмотрению увеличения НДС, что окажет поддержку долгам страны. Спекулянты уже сейчас играют на повышение, Филиппины единственные демонстрируют рост на слабом рынке на торгах во вторник. Однако мы пока рассматриваем налоговое законодательство важным испытанием для правительства президента Арройо и занимаем выжидательную позицию. В случае позитивного решения по НДС покупки Филиппин будут оправданы по фундаментальным причинам, особенно если учитывать, что спрэд EMBI+ у схожей по рейтингу Турции составляет 301 б.п., а у Филиппин – 437 б.п. Игра на долгах этих двух стран интересна даже без внутреннего позитива. Мы утверждаем, что в долгосрочном периоде спрэды этих стран будут сужаться, но в случае падения рынка – в большей степени за счет Турции, а в случае роста – в большей степени за счет Филиппин.

Третий тезис – некоторые кредиты обладают определенным сберегательным потенциалом. Ранее в эту категорию мы включали страны-экспортеры нефти с высоким спрэдом (Эквадор, Венесуэла, Нигерия). В долгосрочном периоде они привлекательны, однако оказались бессильно против падения и бегства от рисков. Поэтому в роли сберегательных активов остаются лишь относительно не крупные долги с участием стратегических инвесторов, а также страны в высокой инвестиционной категории (Польша, Словения, Словакия, Венгрия, Чили), поскольку их доходность будет расти, скорее всего, схожими темпами с UST. В частности, с 8 марта доходность 10Y UST выросла на 33.5 б.п., тогда как доходность Польши'12 – на 51.4 б.п., а Чили'13 – на 53.4 б.п. Подтверждением устойчивости Чили и постепенным отходом от ее ассоциации с рискованной активом послужило повышение рейтинга агентством Fitch на одну ступень с A- до A в понедельник.

**На заметку!** Судья американского окружного суда Томас Гриеса в Манхеттене на прошлой неделе поддержал решение о том, чтобы заморозить просроченные облигации Аргентины на сумму 7 млрд долл, которые могли быть обращены в новые ценные бумаги. Держателем этих облигаций является Bank of New York. Это событие может повлиять на планы правительства Аргентины по выпуску новых облигаций на сумму \$35,21 млрд. в пятницу и реструктуризации просроченных долговых обязательств на сумму \$103 млрд. Слушания продолжаться во вторник. События в Аргентине не оказывают на рынок никакого влияния.

## Еврооблигации российских заемщиков

Российские активы также пострадали за счет роста доходности UST. Как мы отмечали в наших последних аналитических записках, техническое лидерство коротких суверенных бумаг завершилось, и они закрыли неделю хуже более длинных и доходных облигаций Россия'18, Россия'28 и Россия'30. Последние являются ликвидными и после массовых продаж на фоне неопределенности инвесторы охотнее совершают сделки с ними. Внешние факторы по-прежнему будут оказывать сильное влияние на российский долг, который с учетом ожидаемого роста доходности UST будет оставаться под давлением. В отличие от Бразилии'40 и Мексики'26, российские индикативные еврооблигации с погашением в 2030 году с момента своего максимума потеряли всего около 5 п.п. Таким образом, они торговались лучше рынка, что, на наш взгляд, ограничит потенциал возможного дальнейшего падения. В случае стабилизации рынка базовых активов можно ожидать небольшое восстановление котировок российских долгов. Между тем, вновь возобновились спекуляции вокруг переговоров о досрочном погашении долгов Парижского клуба. Но действительного сдвига в проблеме пока не произошло. Германия, вроде бы не требует премии, России вроде бы выгодно погашение без дисконта, этим все пока и заканчивается. Поэтому пока внутренней поддержки не ждем. Наиболее вероятный сценарий – умеренная реакция на ближайшие экономические отчеты США и боковой тренд. Корпоративные бумаги оказались в тени падения суверенного сегмента. Поэтому до тех пор, пока рынок не стабилизируется, рассчитывать на capital gain в таких перспективных секторах, как телекомы или металлургия не приходится. В ближайшей перспективе на сегмент смотрим негативно.



## Валютный рынок и рублевые облигации

Главным событием прошлой недели стало заседания Комитета по операциям на открытых рынках (FOMC) ФРС США, где рассматривался вопрос по ставкам. Ставку, как ожидалось, повысили на 25 б.п. до 2.75% годовых. Была сохранена формулировка о «размеренном темпе повышения ставки». Но, поменялся тон заявления по инфляции. Члены Комитета заявили об усилившемся инфляционном давлении. Это говорит о том, что в случае подтверждения усиления инфляционных рисков ФРС может пойти на более агрессивное повышение ставки в рамках борьбы с инфляцией. По сути, в настоящий момент инвесторам необходимо более пристально смотреть на макроэкономическую статистику, способную оказать влияние на темпы инфляции. Это, несомненно, данные по индексам цен, а также данные по занятости и производительности труда.

На решение о повышении ставки рефинансирования, мировой долговой рынок отреагировал резким ростом доходности, а рынок FOREX ростом американской валюты. Вслед за заседанием ФРС появились данные индексу потребительских цен, который оказался выше ожиданий, что явилось первым аргументом в пользу опасений ФРС о росте инфляционного давления. Эта информация вызвала еще больший рост доходности облигаций и рост курса доллара. Затем рынок скорректировался и «ушел» на Пасхальные каникулы.

Для рынка рублевых облигаций сложившаяся ситуация на внешних рынках несет «двойной» негатив. Помимо того, что повышается доходность базовых активов, происходит укрепление доллара к рублю. Естественно, что на этом фоне рублевым облигациям не избежать падения.

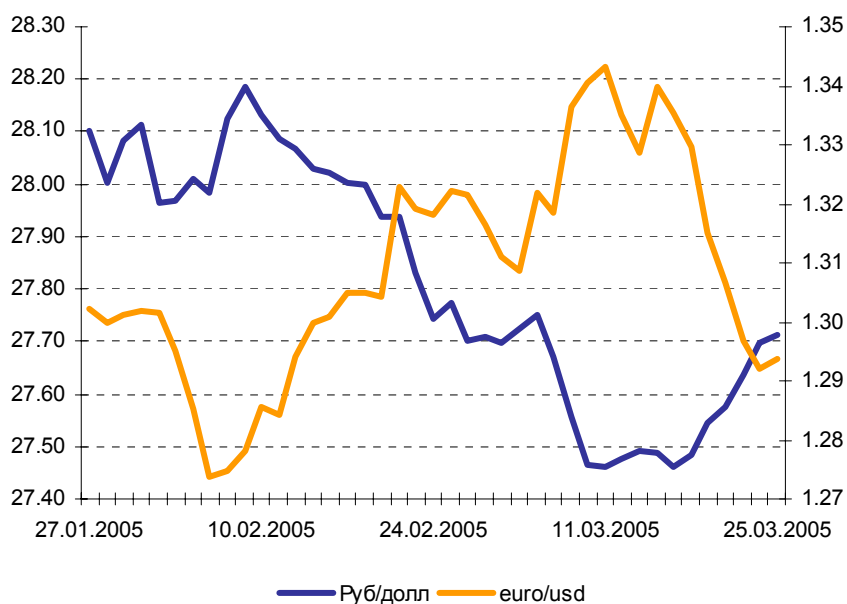
Снижение котировок рублевых бумаг хоть и было, но продажи не носили агрессивного характера. Активность торгов оставляла желать лучшего. По федеральным бумагам ликвидность практически отсутствовала, лишь эпизодически проходили объемы в отдельных выпусках. Продажи по облигациям Москвы привели к более сильному снижению котировок, но в основном были сосредоточены в краткосрочных выпусках, то есть тех, где главными инвесторами являются нерезиденты, длинные же выпуски сохранили свои уровни доходности. Но объемы торгов были невысокими. В корпоративном секторе основной объем сделок заключался в РПС, котировки бумаг при этом снижались умеренными темпами. Скорее всего, участники рынка решили взять паузу и оценить перерастет ли текущая ситуация в тенденцию. Так как, как мы уже сказали, у международных инвесторов был период Пасхальных выходных, торгов на мировых рынках не было. У российских инвесторов отсутствовали ориентиры.

А они пока и не нужны, так как движений на мировых рынках можно ожидать только в конце недели, когда появятся данные по занятости и индекс личных потребительских расходов (этот индикатор используется ФРС для анализа инфляции). В случае если эти показатели укажут на раскручивание инфляции, есть все основания ждать изменений в ожиданиях инвесторов по поводу темпов повышения ключевой ставки в США, что не замедлит сказаться на валютном и долговом рынке. И тогда уже можно будет с уверенностью говорить о формировании, как

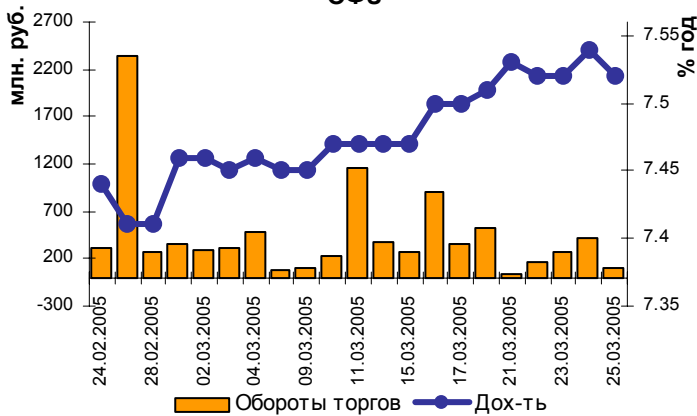
минимум, краткосрочной тенденции роста курса доллара и доходности на долговом рынке.

Помимо негативного давления с внешних рынков, у российских облигаций появляются и внутренние негативные факторы. Уже забыты те времена, когда вставал вопрос о свободных рублевых средствах у коммерческих банков. Но продажи рублей на валютном рынке и приближение окончания квартала привело к появлению первых признаков снижения рублевой ликвидности. Начали падать остатки на корсчетах и депозитах коммерческих банков в ЦБ РФ, что привело к росту ставок на денежном рынке. Пока это еще не критично, но такой риск существует с приближением окончания недели. В дополнение, средства с вторичного рынка на этой неделе будут частично абсорбированы предстоящими на этой неделе размещениями суммарным объемом 7.5 млрд. руб.

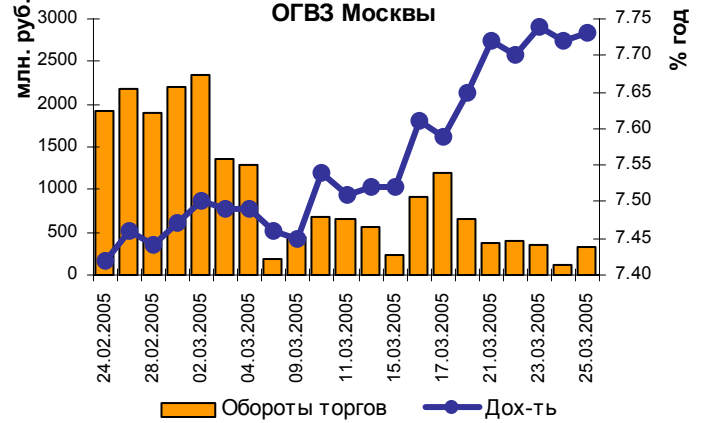
В результате, на текущей неделе мы ожидаем продолжения тенденций прошлой, то есть преобладание умеренного снижения котировок бумаг «первого эшелона» на фоне низкой активности. Инвесторы будут ждать новостей из США. Мы не считаем, что на фоне угрозы существенного падения рынка стоит производить покупки рублевых бумаг. Стоит «взять паузу» до конца недели, когда, по нашим оценкам, появится определенность относительно дальнейших перспектив динамики валютного и долгового рынков.



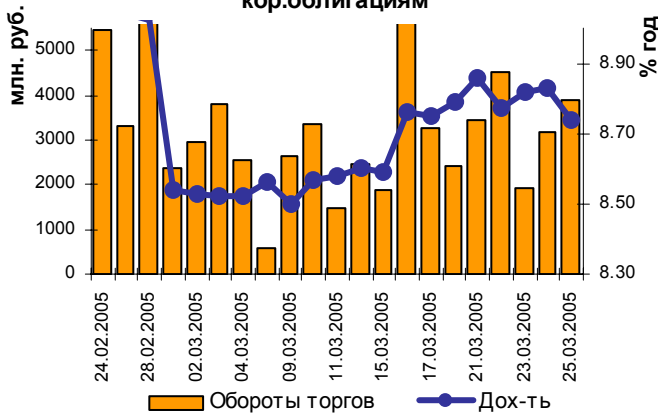
Динамика оборота торгов и доходности по ГКО-ОФЗ



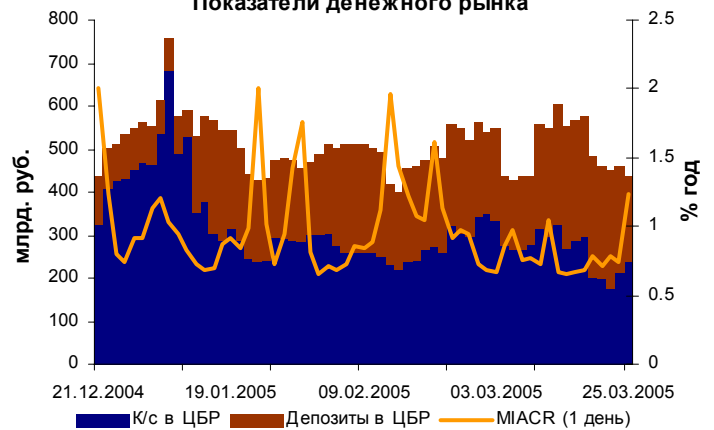
Динамика оборота торгов и доходности по ОГВЗ Москвы



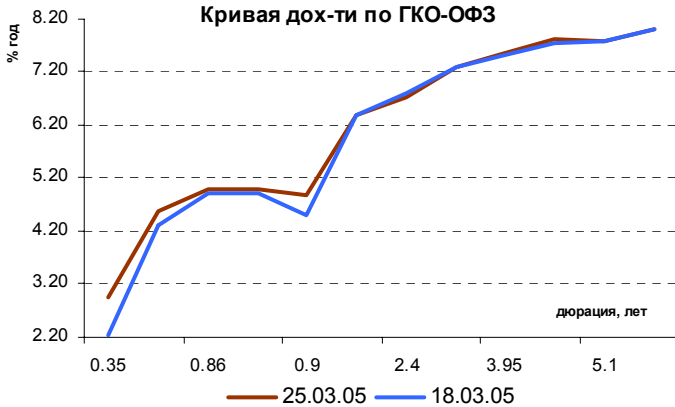
Динамика оборота торгов и доходности по кор.облигациям



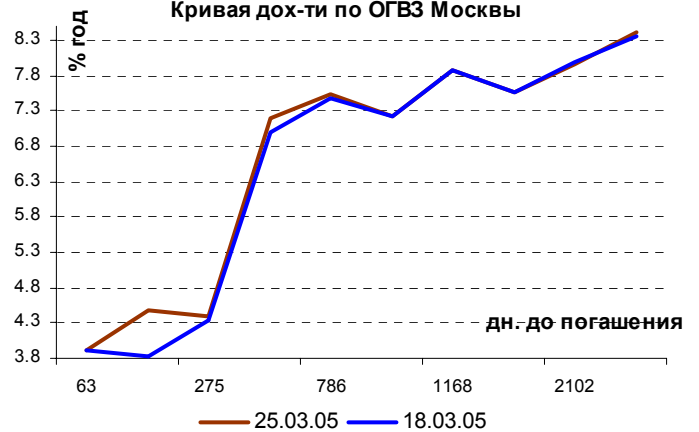
Показатели денежного рынка



Кривая доходности по ГКО-ОФЗ



Кривая доходности по ОГВЗ Москвы



## Итоги торгов российскими еврооблигациями за неделю

Name	Coupon	Mat.Date	Curr	Avg price	YTM	Net.Chng	Dur
АВТОВАЗ/2005(CLN)	11.75	22.09.2005	USD	102	7.46%	0.09%	181
АПРОСА/2008	8.125	06.05.2008	USD	103.835	6.73%	0.33%	1 001
АПРОСА/2014	8.875	17.11.2014	USD	104.07	8.24%	0.14%	2 392
АФК "Система"/2008	10.25	14.04.2008	USD	107	7.63%	0.21%	951
АФК "Система"/2011	8.875	28.01.2011	USD	101.98	7.69%	0.53%	629
Альфа-Банк/2005	10.75	19.11.2005	USD	103.235	5.58%	0.82%	230
Банк Зенит/2006	9.25	12.06.2006	USD	101	8.35%	-0.02%	420
Банк Москвы/2009	8	28.09.2009	USD	102.55	7.31%	0.30%	1 367
Банк Петрокоммерц/2007	9	09.02.2007	USD	103.295	7.08%	0.42%	641
Банк Русский стандарт/2007 (LPN)	7.8	28.09.2007	USD	100.075	7.75%	0.11%	819
ВБД ПП/2008	8.5	21.05.2008	USD	99.75	8.58%	0.45%	1 007
Внешторгбанк/2008	6.875	11.12.2008	USD	102.51	6.10%	0.28%	1 200
Внешторгбанк/2011	7.5	12.10.2011	USD	103.765	6.67%	0.13%	1 649
Внешторгбанк/2015	6.315	04.02.2015	USD	95.0625	7.65%	0.33%	2 664
Вымпелком/2005	10.45	26.04.2005	USD	100.42	5.43%	0.65%	32
Вымпелком/2009	10	16.06.2009	USD	107.23	7.94%	0.16%	1 275
Вымпелком/2010	8	11.02.2010	USD	98.86	8.28%	0.31%	1 496
Вымпелком/2011	8.375	22.10.2011	USD	99.055	8.56%	0.33%	1 827
ГМК Норильский никель/2009	7.125	30.09.2009	USD	98.75	7.44%	0.33%	1 389
Газпром/2007	9.125	25.04.2007	USD	107.7	5.18%	0.04%	689
Газпром/2009	10.5	21.10.2009	USD	115.25	6.58%	0.31%	1 341
Газпром/2010 (EMTN )	7.8	27.09.2010	EURO	110.72	5.48%	0.27%	1 673
Газпром/2013	9.625	01.03.2013	USD	113	7.42%	0.47%	2 133
Газпром/2020	7.201	01.02.2020	USD	105.6875	6.11%	0.17%	1 927
Газпром/2034	8.625	28.04.2034	USD	109	7.83%	0.34%	4 132
Газпромбанк/2005	9.75	04.10.2005	EURO	103.42	3.04%	-0.03%	193
Газпромбанк/2008	7.25	30.10.2008	USD	103.815	6.05%	0.08%	1 152
ЕвразХолдинг/2006	8.875	25.09.2006	USD	103.34	2.14%	0.14%	177
ЕвразХолдинг/2009	10.875	03.08.2009	USD	107.83	8.67%	0.42%	1 304
ИБГ НИКойл/2006		06.07.2006	USD	101.58	7.56%		445
ИБГ НИКойл/LPN	9	19.03.2007	USD	100.75	8.58%	0.68%	679
МДМ-Банк/2005	10.75	16.12.2005	USD	103.755	5.39%	0.16%	257
МДМ-Банк/2006(LPN)	9.375	23.09.2006	USD	104.14	6.41%	-0.38%	523
ММК/2008	8	21.10.2008	USD	102.12	7.30%	0.23%	1 126
МТС/2008	9.75	30.01.2008	USD	106.28	7.26%	0.21%	925
МТС/2010	8.375	14.10.2010	USD	101.67	7.99%	0.25%	1 608
МТС/2012	8	28.01.2012	USD	98.96	8.22%	0.24%	1 723
МегаФон/2009	8	10.12.2009	USD	99.39	8.15%	0.16%	1 434
МинФин (Россия)/5	3	14.05.2008	USD	92	5.86%	0.62%	1 079
МинФин (Россия)/6	3	14.05.2006	USD	98.1875	4.67%	0.12%	404
МинФин (Россия)/7	3	14.05.2011	USD	83.25	6.38%	0.62%	2 000
МинФин (Россия)/8	3	14.11.2007	USD	95.594	5.20%	0.02%	751
Москва/2006	10.95	28.04.2006	EURO	107.985	3.37%	0.16%	365
Москва/2011	6.45	12.10.2011	EURO	108.19	4.95%	0.01%	1 991
НОВАТЭК/2005	9.125	14.10.2005	USD	101.875	5.62%	-0.11%	195
НОВАТЭК/2006(CLN)	7.75	16.06.2006	USD	101.8	6.20%	-0.02%	428
НОМОС-БАНК/2007	9.125	13.02.2007	USD	102.22	7.83%	-0.19%	644
Нижний Новгород	8.750%	03.04.2005	USD	100.025			
Промсвязьбанк/2006	10.25	27.10.2006	USD	102.55	8.49%	0.19%	530
Росбанк/2009	9.75	24.09.2009	USD	102.495	9.05%	0.21%	1 373
Роснефть/2006	12.75	20.11.2006	USD	111.875	5.15%	0.28%	546
Россия/2005	8.75	24.07.2005	USD	101.6255	3.80%	0.08%	121
Россия/2005DM	9.375	31.03.2005	EURO	100.09	3.57%	-0.90%	6
Россия/2007	10	26.06.2007	USD	110.4065	5.05%	0.22%	745
Россия/2010	8.25	31.03.2010	USD	108	5.30%	0.33%	961
Россия/2018	11	24.07.2018	USD	137.75	6.67%	0.15%	2 952
Россия/2028	12.75	24.06.2028	USD	162.75	7.16%	0.16%	3 785

---

Россия/2030	5	31.03.2030 USD	101.625	6.70%	0.17%	2 981
Сбербанк России/2006 (FRN)	4.443	24.10.2006 USD	101.315	3.19%	-0.01%	559
Сбербанк России/2015	6.23	11.02.2015 USD	95.335	6.88%	0.25%	2 704
Севералмаз/2006(CLN)	8.875	09.03.2006 USD	102	6.68%	-1.11%	341
Северсталь/2009	8.625	24.02.2009 USD	102.05	8.00%	0.37%	1 239
Сибнефть/2007	11.5	13.02.2007 USD	107.77	7.03%	-0.08%	635
Сибнефть/2009	10.75	15.01.2009 USD	109.525	7.80%	0.32%	1 168
ТНК/2007	11	06.11.2007 USD	110.562	6.53%	0.59%	831
ХКФ Банк/2008	9.125	04.02.2008 USD	101.18	8.65%	0.39%	934

Источник: Reuters

## Суверенные рейтинги

Страна	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Австралия	Aaa	AAA	AA+
Австрия	Aaa	AAA	AAA
Азербайджан	-	-	BB/Стаб. с 22.11.04
Алжир	рейтинги появятся в этом году		
Андорра	-	AA-	-
Аргентина	Caa1	SD	DDD
Аруба	BBB		BBB/нег. С 27.08.04
Багамские острова	A3	A-	-
Барбадос	Baa2	A	-
Бахрейн	Baa1	A-	A-
Белиз	Ba3	B+/поз. с 20.07.04	-
Бельгия	Aa1	AA+	AA
Бенин	-	B+	-
Бермудские острова	Aa1	AA	AA
Болгария	Ba2	BB+/стаб. С 10.02.05	BB+
Боливия	B3	B-	-
Босния и Герцеговина	B3	-	-
Ботсвана	A2	A	-
Бразилия	B1/стаб. с 09.09.09	BB-/поз. с 17.09.04	BB-/стаб. с 28.09.04
Великобритания			
Венгрия	A1	A-	A-
Венесуэла	B2/стаб. с 07.09.04	B с 4.03.05	B+/стаб. с 20.09.04
Вьетнам	B1	BB-	BB-
Гамбия	-	-	B-
Гана	-	B+	-
Гватемала	Ba2	BB-	-
Германия	Aaa	AAA	AAA
Гондурас	B2	-	-
Гонконг	A1	A+	AA-
Гренада	-	BB-	-
Греция	A1	A с 17.11.04	A
Дания	Aaa	AAA	AAA
Доминиканская Республика	B3	SD с 01.02.05	B
Египет	Ba1	BB+	BB+
Израиль	A2	A-	A-
Индия	Baa3	BB+/стаб. С 02.02.05	BB
Индонезия	B2/поз. С 18.02.05	B	BB-/поз. С 27.01.05
Иордания	Ba2	BB	-
Иран	-	-	B+
Ирландия	Aaa	AAA	AAA
Исландия	Aaa	AA-/стаб. С 10.02.05	AA-
Испания	Aaa	AA+	AA+
Италия	Aa2	AA	AA
Казахстан	Baa3	BBB-	BBB-/стаб. с 27.10.04
Каймановы острова	Aa3	-	-
Камерун	-	B	B
Канада	Aaa	AAA	AA+
Катар	A3	A+	-
Кипр	A2	A	A+
Китай	A2	BBB+	A-

Колумбия	Ba2	BB	BB
Корея	A3	A-	A
Коста-Рика	Ba1	BB	BB
Куба	Saa1	-	-
Кувейт	A2	A+	AA-
Латвия	A2	A- с 29.07.04	A-/поз с 09.07.04
Лесото	-	-	B+
Ливан	B2	B-	B-
Литва	A3	A-	A-/поз с 09.07.04
Лихтенштейн	Aaa	AAA	-
Люксембург	Aaa	AAA	AAA
Маврикий	Baa2	-	-
Макау	A1	-	-
Малави	-	-	CCC+
Малайзия	Baa1	A-	BBB+
Мальта	A3	A	A
Марокко	Ba1	BB	-
Мексика	Baa1 с 06/01/05	BBB/стаб. С 31.01.05	BBB-
Мозамбик	-	-	B
Молдова	Saa1	-	B-
Монголия	-	B	-
Нидерланды	Aaa	AAA	AAA
Никарагуа	Saa1	-	-
Новая Зеландия	Aaa	AA+	AA+
Норвегия	Aaa	AAA	AAA
ОАЭ	A2	-	-
Оман	Baa2	BBB	-
Острова Кука	-	B+	-
Пакистан	B2	B	-
Панама	Ba1	BB	BB+
Папуа Новая Гвинея	B1	B	B
Парагвай	Saa1	B-/стаб. с 26.07.04	-
Перу	Ba3	BB-	BB/стаб. с 18.11.04
Польша	A2	BBB+/поз. с 22.03.05	BBB+
Португалия	Aa2	AA	AA
Россия	Baa3	BBB-/стаб. с 31.01.05	BBB- с 18.11.04
Румыния	Ba3	BB+/поз. с 01.02.05	BB/по. С 23.08.04
Сальвадор	Baa3	BB+/стаб. С 10.09.04	BB+
Сан-Марино	-	-	AA
Саудовская Аравия	Baa2	A	-
Сенегал	-	B+	-
Сербия	-	B+/стаб. с 08.11.04	-
Сингапур	Aaa	AAA	AAA
Словакия	A3	BBB+	A- с 23.09.04
Словения	Aa3	A+	AA-/поз с 09.07.04
Суринам	B1	B-	-
США	Aaa	AAA	AAA
Таиланд	Baa1	BBB	BBB
Тайвань	Aa3	AA-	A+
Тринидад и Тобаго	Baa3	BBB	-
Тунис	Baa2	BBB	BBB
Туркменистан	B2	-	CCC-

---

Турция	B1/поз. с 13.02.05	BB-/ с 17.08.04	BB-
Украина	B1/Стаб. С 17.02.05	V+/Позитивный с 20.07.04	BB-/Стаб. с 21.01.05
Уругвай	B3/стаб. с 10.11.04	V/стаб. с 21.07.04	V+ с 07.03.05
Фиджи	Va2	-	-
Филиппины	B1 с 16.02.05	BB-/стаб. с 17.01.05	BB
Финляндия	Aaa	AAA	AAA
Франция	Aaa	AAA	AAA
Хорватия	Vaa3	BBB-	BBB-
Чехия	A1	A-	A-
Чили	Vaa1/поз. С 14.02.05	A	A/ с 28.03.05
Швейцария	Aaa	AAA	AAA
Швеция	Aaa	AAA	AA+
Эквадор	Saa2	B- с 24.01.05	B- с 07.10.04
Эстония	A1	A-	A/поз с 09.07.04
ЮАР	Vaa2	BBB	BBB
Южная Корея	A3	A-	A
Ямайка	B1	B	-
Япония	Aa1	AA-	AA

---

Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»  
 Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1  
 Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505  
 E-mail: [info@banksoyuz.ru](mailto:info@banksoyuz.ru); Internet: [www.banksoyuz.ru](http://www.banksoyuz.ru)

**Анализ долговых рынков**

Богословский Дмитрий	<a href="mailto:Dbogoslovsky@banksoyuz.ru">Dbogoslovsky@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5385)
Лукьянов Павел	<a href="mailto:Pavel.Lukyanov@banksoyuz.ru">Pavel.Lukyanov@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5272)

**Продажа долговых инструментов, андеррайтинг**

Автухов Михаил	<a href="mailto:bond@banksoyuz.ru">bond@banksoyuz.ru</a>	729-55-07 (5280)
Спаскин Андрей	<a href="mailto:SpasskinAY@banksoyuz.ru">SpasskinAY@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5458)

**Брокерское обслуживание**

Ищенко Николай	<a href="mailto:broker@banksoyuz.ru">broker@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5681)
----------------	--	------------------

**Операции на фондовых рынках**

Гаврисев Андрей	<a href="mailto:GavrisevAV@banksoyuz.ru">GavrisevAV@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5388)
Подставкин Алексей	<a href="mailto:lexa@banksoyuz.ru">lexa@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5391)
Шомахов Павел	<a href="mailto:ShomahovPY@banksoyuz.ru">ShomahovPY@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5389)

**Денежные рынки**

Спиридонов Александр	<a href="mailto:SpiridonovAB@banksoyuz.ru">SpiridonovAB@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5244)
Палей Илья	<a href="mailto:PaleyIY@banksoyuz.ru">PaleyIY@banksoyuz.ru</a>	729-55-18 (5368)

**Организация долгового финансирования**

Бахшиян Шаген	<a href="mailto:BahshiyanSG@banksoyuz.ru">BahshiyanSG@banksoyuz.ru</a>	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	<a href="mailto:BarkovDV@banksoyuz.ru">BarkovDV@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5653)

**Оценка риска контрагентов и эмитентов**

Куринов Наран	<a href="mailto:KurinovNB@banksoyuz.ru">KurinovNB@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5201)
---------------	--	------------------

**Рынок МБК и Forex**

Александров Василий	<a href="mailto:alexva@banksoyuz.ru">alexva@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5384)
Гусев Павел	<a href="mailto:GusevPV@banksoyuz.ru">GusevPV@banksoyuz.ru</a>	729-55-21 (5245)

Данный обзор не является предложением, требованием или просьбой купить или продать какие-либо активы и имеет лишь информационные цели. Каждый аналитик высказывает свое собственное мнение относительно финансовых рынков и конкретных ценных бумаг и эмитентов. Банк «СОЮЗ» не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенных на основе мнений и рекомендаций, представленных в данном обзоре. Данный обзор не имеет направленности на конкретную операцию или определенное лицо. Информация, использованная в обзоре, взята из общедоступных источников, признаваемых Банком «СОЮЗ» надежными.