

Навигатор долгового рынка

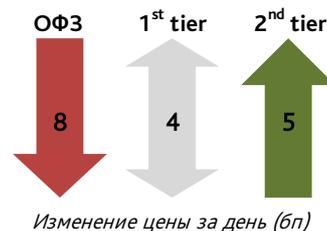
Глобальные рынки и еврооблигации

- Выступления глав федеральных резервных банков вчера не оказали влияния на рынки; учитывая слабость экономики, нового стимулирования со стороны ФРС исключать не стоит, но не следует ждать как минимум до завершения **Operation Twist**
- Данные по **ВВП** еврозоны оправдали ожидания рынка, но опережающие индикаторы по-прежнему указывают на высокую вероятность рецессии уже в конце 2011; показатели «периферии» продолжают ухудшаться
- Доходность 10-летних госбумаг **Италии** вновь выше 7%, CDS **Франции, Италии** и Испании бьют новые рекорды; политическая нестабильность в Афинах и Риме отходит на второй план, рынки снова смотрят «в корень»
- Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок на фоне очередного бегства из рисков; основные обороты сосредоточились в долгосрочных высоколиквидных выпусках
- Открытие торгов по еврооблигациям:** рынки снижаются на проблемах **Европы**, нефть стабильна; ждем снижения котировок на открытии; в фокусе – статданные по инфляции в еврозоне и **США**
- В. Якунин:** РЖД может разместить евробонды в 2012, окончательное решение примут по итогам работы компании за текущий год; объем и валюта выпуска неизвестны, вероятно размещение в Азии; ранее источник Интерфакса отмечал возможность размещения в 2012 евробондов на RUB70 млрд. и USD1 млрд.



Рублевые облигации и денежный рынок

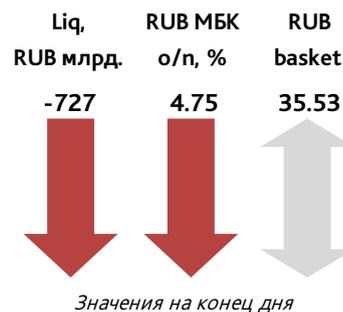
- Рублевый рынок** долга немного просел на невысоких оборотах; наибольшая активность сосредоточилась в коротких **ОФЗ**; ждем минимального спроса на сегодняшнем аукционе **ОФЗ 26205**
- Uranium One** будет дебютировать на российском облигационном рынке; предлагаемая доходность и срок не слишком интересны
- Обильное привлечение ликвидности через РЕПО с ЦБ; низкий спрос на аукционе **Минфина**; рост спроса на ликвидность демонстрирует и стоимость РЕПО «Дилер-Дилер»



Кредитные комментарии

- Евраз** опубликовал неплохую управленческую отчетность за 9М 2011; долг стабилен, но ликвидная позиция ухудшилась; евробонды оценены справедливо, рублевые инструменты интереснее долговых бумаг Мечела
- Башнефть** получит компенсацию за ввод системы «60-66» в размере RUB10 млрд. на 5 лет; компенсацию для **Татнефти** правительство не поддержало; нейтральная новость для Башнефти, умеренно негативная для Татнефти; облигации компаний не предполагают торговых идей
- Юникредит Банк** опубликовал частичные итоги деятельности за 9М 2011 по МСФО; рентабельность российского подразделения высокая на фоне убытков группы; рублевые облигации неликвидны
- Moody's** изменило прогноз по рейтингу **Банка Москвы** «Ba2» с «негативного» на «стабильный» в связи с началом реализации мер поддержки банка; действие ожидаемое и нейтральное для котировок евробондов
- Норникель** привлек кредит **Сбербанка** объемом RUB70 млрд. на 5 лет со ставкой 9.5%; цели привлечения компания не раскрывает

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Индекс цен производителей** в октябре составил 101.7%; основной вклад внесла добывающая промышленность; цены на потребительские товары отреагируют в конце ноября

Макроцифра

101.7% – ИЦП в октябре 2011 г.

Последние обзоры

- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с цикличным оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16 ноя	Голосование в парламенте Греции по вотуму доверия правительству Л. Пападемоса
14:00	Индекс потребительских цен в еврозоне за октябрь
17:30	Индекс потребительских цен в США за октябрь
18:00	Чистые вложения нерезидентов в бумаги Казначейства США за сентябрь
18:15	Промпроизводство и загрузка промышленных мощностей в США за октябрь
20:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD8–8.75 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	284	+3
UST10	◄	2.02	-0.03
Russia 30–UST 10	▲	239	+11
EUR/USD	▼	1.3531	-0.7%
Oil (Brent)	▼	111.6	-0.7%
VIX	▲	31.22	+0.09

Выступления глав федеральных резервных банков вчера не оказали влияния на рынки; учитывая слабость экономики, нового стимулирования со стороны ФРС исключать не стоит, но не следует ждать как минимум до завершения Operation Twist

Календари событий и статистики вчера изобиливали выступлениями лиц, ответственных за монетарную политику главной экономики планеты – США. Тем не менее ничего нового участники рынка не услышали, а потому каких-то существенных движений от демонстрируемых в последние дни уровней основных активов не показали.

Незадолго до открытия торгов на рынке акций США (18:30 МСК) начал выступление глава ФРБ Сент-Луиса Дж. Буллард, отметивший риски глобального рынка CDS и указавший на необходимость поддержки рынка труда более прикладными мерами, нежели монетарные действия. Наряду с этим было озвучено опасение, что гарантия ФРС сохранять низкие ставки вплоть до середины 2013 г. может дать рынкам излишнюю уверенность в способности ФРС сдерживать возможное инфляционное давление. По мнению руководителя ФРБ Сент-Луиса, регулятор должен прийти к явно заданному целевому уровню инфляции, на который следует ориентироваться при осуществлении денежно-кредитного регулирования.

Условием предоставления дальнейших стимулов Буллард назвал «отступление» экономики от текущих темпов роста. Как мы понимаем, наиболее предпочтительный сценарий дальнейшего стимулирования в случае его необходимости – прямая покупка казначейских облигаций на баланс ФРС (т.е. сценарии QE1 и QE2).

Практически одновременно с вышеназванным спикером выступал известный сторонник мягкой монетарной политики – глава ФРБ Чикаго Ч. Эванс. Он не исключил возможности возобновления покупки активов центробанком США, указав в качестве возможного предмета реализации такой политики рынок ипотечных ценных бумаг (MBS). Также глава Чикагского ФРБ не исключил возможности сохранения низкого уровня ставок в течение более продолжительного периода, т.е. и после середины 2013 г. Также было отмечено, что минимально прогнозируемый ФРС рост экономики в ближайшие годы (2.5% в 2012 г. и 3.0% в 2013 г.) недостаточен для существенного снижения относительной безработицы. Наблюдаемую ситуацию в экономике, по мнению спикера, следует анализировать сквозь призму опыта японской рецессии и «Великой депрессии».

Глава ФРБ Сан-Франциско Дж. Уильямс также высказал мнение о возможности дальнейшего стимулирования при условии сохранения низких темпов роста экономики, высокой безработицы и низкого уровня инфляции. При этом, по его мнению, необходимо «больше данных», свидетельствующих о замедлении инфляции. Покупка долговых бумаг на баланс ФРС и в данном случае названа в качестве способа реализации нового этапа смягчения.

Наблюдаемые темпы восстановления экономики были классифицированы как «неблестящие», и ожидания главы ФРБ Сан-Франциско по росту ВВП в 2012 г. (2.25% к 2011 г.) хуже центрального консенсуса ФРС. Ожидания Уильямса по инфляции также существенно ниже взгляда ФРС: по итогам 2012 и 2013 гг. ее темпы составят не более 1.5%. Центральный взгляд ФРС – не менее 2.7% и 1.4% соответственно, в терминах ценового индекса потребительских расходов (PCE inflation). В данном случае было сказано об ожидании от ФРС сохранить низкий уровень ставок до середины 2013 г., на что собственно рынки и ориентируются. Речь последнего спикера – главы ФРБ Далласа Р. Фишера – экономические вопросы не затрагивала.

Все вышесказанное позволяет судить о том, что в случае сохранения низких темпов роста экономики и отсутствия положительных подвижек в ситуации с занятостью ФРС, вполне возможно, придет к решению о дальнейших стимулах. Впрочем, мы не видим оснований ожидать их как минимум до завершения Operation Twist в июне 2012 г. Более того новый этап смягчения, видимо, последует уже при следующей президентской администрации в США, т.е. не ранее 2013 г. К тому же мы не ждем, что фискальное стимулирование придет на помощь ФРС до президентских выборов.

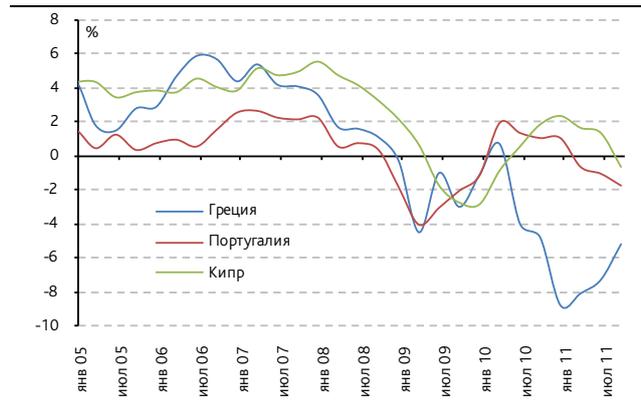
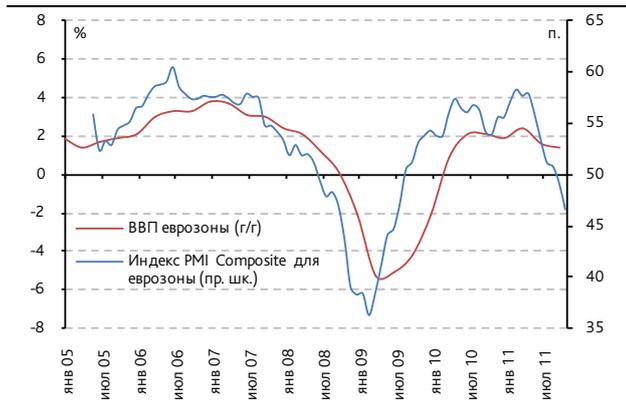
Данные по ВВП еврозоны оправдали ожидания рынка, но опережающие индикаторы по-прежнему указывают на высокую вероятность рецессии уже в конце 2011; показатели «периферии» продолжают ухудшаться

Опубликованная накануне статистика по ВВП еврозоны за 3К 2011 г., хотя и совпала с ожиданиями рынка, с нашей точки зрения, является вовсе неутешительной. Экономика валютного союза в июле-сентябре выросла всего на 0.2% на поквартальной основе (или +1.4% г/г), причем основной вклад в данный рост внесли два основных локомотива еврозоны – Германия (+2.6% г/г) и Франция (+1.6% г/г).

Между тем опережающие показатели для еврозоны свидетельствуют – экономика 17 стран валютного союза уже в 4К текущего года может сократиться. Так, на диаграмме 1 видно, что индекс PMI Composite для еврозоны находится ниже отметки 50 п. с сентября, что указывает на снижение деловой активности в промышленности и сфере услуг в еврозоне. На вероятность небольшой рецессии уже к концу 2011 г. ранее указал новый глава ЕЦБ М. Драги.

ДИАГРАММА 1. ГОДОВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ВВП ЕВРОЗОНЫ И ИНДЕКС ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI COMPOSITE, 2005–2011

ДИАГРАММА 2. ГОДОВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ, 2005–2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Источник: Евростат, НБ «Траст»

Отдельное внимание стоит также уделить проблемным странам еврозоны, в частности Греции и Португалии. Их экономики продолжают показывать отрицательные темпы роста: соответственно –5.2% и –1.7% г/г в 3К (см. диаграмму 2). Данный факт является особенно настораживающим, учитывая, что помимо мер жесткой экономии, проводимых данными странами в обмен на внешнюю помощь, Греции и Португалии нужен хотя бы минимальный экономический рост для стабилизации показателей госдолга. Экономика Кипра, тесно связанная с греческой, также сократилась в 3К.

Доходность 10-летних госбумаг Италии вновь выше 7%, CDS Франции, Италии и Испании бьют новые рекорды; политическая нестабильность в Афинах и Риме отходит на второй план, рынки снова смотрят «в корень»

Сомнения инвесторов относительно перспектив быстрого решения долговых проблем в Греции и Италии, а также вновь возникшая нервозность вокруг Франции привнесли новую волну негатива на долговой рынок Европы. 5-летние CDS для Франции, Италии и Испании достигли исторических максимумов, увеличившись на 20–30 бп. Однако самым тревожным, на наш взгляд, является возврат доходности 10-летних гособлигаций Италии выше уровня 7%: «десятка» накануне прибавила почти 40 бп по доходности и закрылась по 7.07%, несмотря на зафиксированное участниками присутствие ЕЦБ на рынке. Не лучше обстояли дела и с французскими госбумагами. Доходность 10-летней гособлигации Франции прибавила накануне 25 бп и достигла почти 3.7%.

В нашем понимании, подобная динамика на долговом рынке еврозоны объясняется следующим: инвесторы частично успокоились в отношении политической нестабильности в Греции и Италии и на «авансцену» вновь вышли фундаментальные причины распространяющегося по региону долгового кризиса. Сегодня в парламенте Греции должно состояться голосование по вотуму доверия новому правительству под руководством Л. Пападимоса, а в Италии новый премьер-министр М. Монти должен сегодня же представить состав кабинета министров. Ни одно из этих событий не предвещает неприятных сюрпризов. А значит, инвесторы переключают свое внимание на более глубинные проблемы, такие, например, как запаздывание с принятием антикризисных мер на уровне еврозоны и слабая договороспособность внутри блока. Снижение темпов экономического роста и вероятность рецессии уже в конце текущего года, а также малая вероятность новых серьезных мер экономии в отдельных странах по политическим причинам (скорые выборы или противостояние профсоюзов) также подогревают опасения рынка.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок на фоне очередного бегства из рисков; основные обороты сосредоточились в долгосрочных высоколиквидных выпусках

Котировки российских еврооблигаций во вторник устремились вниз вслед за другими рисковыми активами. Активность участников при этом была чуть выше среднегодовых значений: торговый оборот в целом по рынку составил почти USD100 млн. Причем основной объем продаж сосредоточился в высоколиквидных долгосрочных выпусках отдельных эмитентов (Вымпелком, Северсталь, Сбербанк).

В нефтегазовом секторе активность отсутствовала. Котировки длинных выпусков Лукойла и Газпрома потеряли 70–80 бп. Во втором эшелоне более половины торгового оборота пришлось на евробонды Вымпелкома (USD12.5 млн.), котировки которых снизились на 1.6–2.1 п.п. Выпуски Северстали потеряли 70–80 бп. Заметный урон понес выпуск **MetalloInvest 16**, подешевев сразу на 1.4 п.п. В банковском секторе долгосрочные евробонды Сбербанка снизились в цене на 0.9–1.1 п.п., а котировки на дальнем конце кривой ВТБ опустились на 1.3–1.4 п.п. Выпуск Альфа-Банка с наибольшей дюрацией (**AlfaBank 21**) подешевел на 2 п.п.

Суверенные еврооблигации РФ также находились под давлением. Индикативный выпуск **Russia 30** начал торги вторника снижением котировок на 40–70 бп, опускаясь в цене до 117.30% от номинала, к вечеру сделки проходили уже на уровне 117.94%, а день выпуск завершил в минусе – на 50 бп до 117.66% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** расширился на 20 бп до 239 бп. Менее ликвидные суверенные выпуски также подешевели на 30–80 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: рынки снижаются на проблемах Европы, нефть стабильна; ждем снижения котировок на открытии; в фокусе – статданные по инфляции в еврозоне и США

Новый виток пессимизма в отношении способности Европы быстро решить свои долговые проблемы продолжает довлеть над рынками. Азиатские фондовые индексы снижаются в среду (**Nikkei 225** в минусе почти на 1%), фьючерс на **S&P 500** теряет 1.1%. Между тем баррель Brent продолжает колебаться около отметки USD112. В сложившихся условиях торги на российском рынке еврооблигаций вновь начнутся снижением котировок.

Новостной фон сегодня будет определяться как статданными (в Европе и США выйдут данные по инфляции), так и политическими событиями. В Италии сегодня премьер-министр М. Монти представит новый кабинет министров, а греческий парламент обсудит вотум доверия новосозданному правительству. Кроме того, по сообщениям греческих СМИ, в среду во Франкфурте начнутся предварительные переговоры между представителями властей Греции и частными кредиторами по вопросу списания 50% госдолга. Учитывая предыдущий опыт и текущее положение Афин, быстрых результатов ждать не приходится.

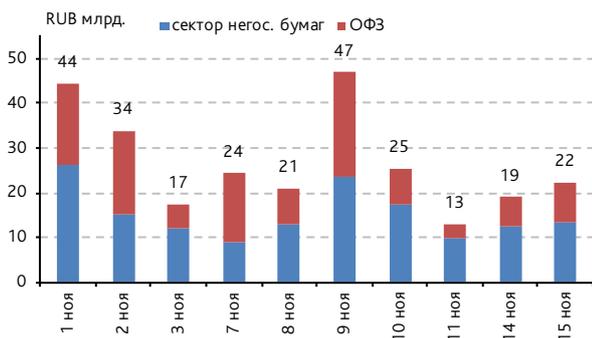
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	24.6%
от 1 до 1.5 лет	12.4%
от 1.5 до 2 лет	8.9%
от 2 до 3 лет	40.5%
от 3 до 5 лет	9.2%
> 5 лет	4.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 7.09%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.89%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 8.30%	6.5
Банки	◄ 8.06%	1.5
Корп 1 эшелон	◄ 7.82%	2.5
Корп 2 эшелон	◄ 8.67%	2.0

Рублевый рынок долга немного просел на невысоких оборотах; наибольшая активность сосредоточилась в коротких ОФЗ; ждем минимального спроса на сегодняшнем аукционе ОФЗ 26205

Рынок рублевых облигаций во вторник продемонстрировал сдержанную отрицательную динамику, отчасти обусловленную негативной конъюнктурой на внешних рынках и «застопорившейся» на уровне USD112 за баррель нефти Brent. Общий оборот по рынку составил RUB22 млрд., из которых RUB9 млрд. пришлось на сегмент госбумаг.

Наиболее заметным в сегменте ОФЗ было снижение котировок в короткой длине. Так, выпуски **ОФЗ 25076** и **25078**, на которые пришлось более половины торгового оборота в данном сегменте рынка, подешевели по итогам дня на 20 и 10 бп соответственно. Долгосрочный выпуск **ОФЗ 26206** просел на 40 бп, однако оборот по нему был менее RUB1 млрд. В корпоративном сегменте относительно активным можно считать выпуск **Татнефть БО-1**, подешевевший по итогам вторника на 50 бп, а также **Открытие-1**, не изменившийся в цене.

Сегодня состоится аукцион по **ОФЗ 26205**, в ходе которого Минфин намерен предложить рынку бумаги на сумму RUB10 млрд. Ориентир доходности, озвученный ведомством накануне, составляет 8.35–8.45% против средневзвешенной по итогам вторника 8.35%. Несмотря на предложенную Минфину премию к рынку (по верхней границе диапазона) мы рассчитываем увидеть на сегодняшнем аукционе лишь минимальный спрос, принимая во внимание низкую ликвидность данного выпуска на вторичном рынке.

Uranium One будет дебютировать на российском облигационном рынке; предлагаемая доходность и срок не слишком интересны

Вчера зарубежная «дочка» АРМЗ (Атомредметзолото) – Uranium One – начала маркетинг рублевых облигаций объемом RUB16.5 млрд. Компания предлагает инвесторам два варианта размещения – с 5-летней и 7-летней офертой. Ориентиры по доходности в обоих случаях: 9.7–10.8% годовых и 10.0–11.5% соответственно. Данные уровни доходности предполагают премию к кривой ОФЗ в размере 170–300 бп.

В нынешней ситуации подобное размещение (если оно все же будет иметь место) сложно назвать рыночным. Во-первых, рыночные игроки не готовы покупать столь длинные бумаги (в частности даже первоклассные эмитенты ФСК, НЛМК и Газпром предлагают бумаги не длиннее трех лет). Во-вторых, предлагаемая премия к кривой ОФЗ слишком агрессивна: в нынешней напряженной ситуации 150 бп более характерны для компаний с рейтингами инвестиционной категории, тогда как у Uranium One он на 3 ступени ниже. В-третьих, привлекаемый объем и планы по еще одному облигационному займу слишком велики для компании, с размером выручки за 9М 2011 г. порядка USD370 млн.

Мы склонны считать, что размещение рублевых облигаций западного эмитента имеет высокую репутационную составляющую как для ФСФР, так и для АРМЗ, поэтому спрос на данный выпуск может оказаться достаточным для успешного размещения. Однако этот выпуск может ждать та же участь, что и бумаги Роснано, которые вышли на вторичный рынок только спустя 6 месяцев после их официального размещения.

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

16 ноя	Поступление средств с аукциона Минфина (RUB34.1 млрд., 42 дня)
16 ноя	Возврат Минфину RUB50.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
16 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
17 ноя	Аукцион ВЭБа по размещению пенсионных средств (RUB10 млрд., 358 дн.)
21 ноя	Уплата 1/3 НДС за 3К 2011
23 ноя	Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	4.50	5.75	4.50/5.00
2-й круг	5.25/5.75	4.75	6.25	4.75/5.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	5.00-5.35	4.50-5.00

Обильное привлечение ликвидности через РЕПО с ЦБ; низкий спрос на аукционе Минфина; рост спроса на ликвидность демонстрирует и стоимость РЕПО «Дилер-Дилер»

Рост остатков на счетах высоколиквидных активов банков в ЦБ (суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли на RUB19.3 млрд. до RUB1067.9 млрд.) по итогам вторника (день завершения расчетов по страховым взносам), что является следствием обильного привлечения банками ликвидности от ЦБ.

В рамках однодневного аукционного РЕПО у регулятора было занято RUB538.8 млрд. (+RUB43 млрд.), в рамках недельного РЕПО – RUB263.2 млрд., что на RUB109.3 млрд. выше привлечения в прошлый вторник. Недельные деньги поступят сегодня, равно как и деньги от 3-месячного аукциона прямого РЕПО, который прошел в понедельник (RUB41.4 млрд.). Все это пойдет в уменьшение величины чистой ликвидной позиции, которая по итогам вторника сжалась на RUB22.4 млрд. относительно предыдущего дня (итоговая величина –RUB727.0 млрд.).

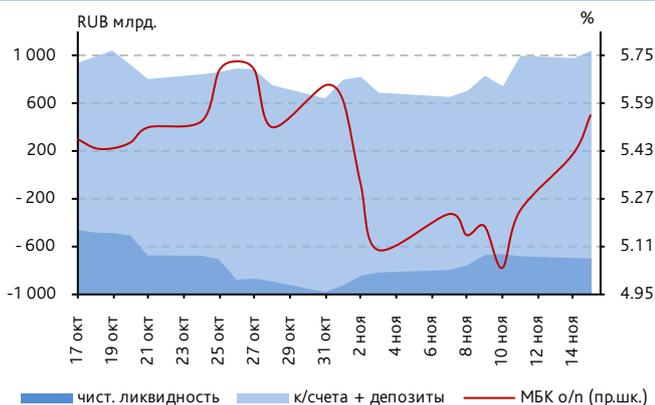
Спрос на аукционе Минфина вчера оказался небольшим (RUB34.1 млрд. при предложении RUB80 млрд.), были удовлетворены все 6 поданных заявок. С учетом того, что возвращаемые сегодня с депозитов бюджетные деньги (RUB50 млрд.) были привлечены всего одним банком (нашедшим иные способы рефинансироваться без нового привлечения от Минфина всегда), какого-либо ажиотажного спроса на ликвидность на МБК не возникало. Внутри дня первый круг привлекал овернайты под 5.0–5.35%, на конец дня ставки снизились до 4.5–5.0%, т.е. оказавшись на 25 бп ниже уровней end-of-day в понедельник.

Гораздо более широкий рынок междилерского РЕПО указал на удорожание фондирования со стартом налогового периода: однодневные сделки под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в среднем шли по 5.30–5.70%, прибавив порядка 10 бп относительно стоимости в понедельник. Потенциал для роста рыночных ставок в данном сегменте остается, хотя и будет сдерживаться возможностью более дешевого фондирования в рамках аукционов прямого РЕПО с регулятором.

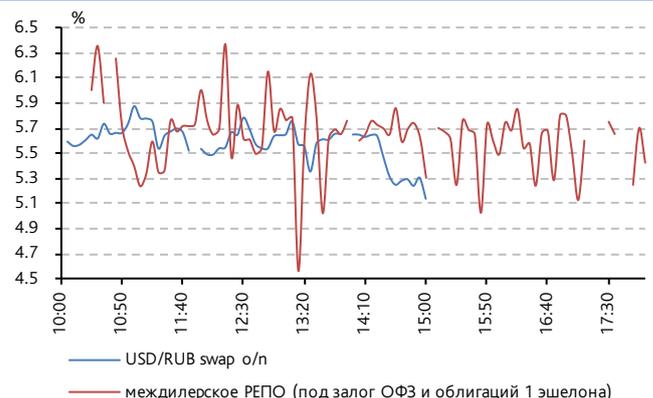


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Евраз опубликовал неплохую управленческую отчетность за 9М 2011; долг стабилен, но ликвидная позиция ухудшилась; евробонды оценены справедливо, рублевые инструменты интереснее долговых бумаг Мечела

Вчера один из лидеров российской черной металлургии – Евраз – опубликовал неаудированную управленческую отчетность за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Результаты Евраза в 3К 2011 г. оказались не слишком впечатляющими на операционном уровне: выручка снизилась на 7% в квартальном выражении и составила USD4.2 млрд., EBITDA – на 13% до USD0.8 млрд. Подобная картина, на наш взгляд, отражает высокую напряженность в металлургической отрасли, которая особенно явно начала проявляться в 3К текущего года. Напомним, что в отчете по операционной деятельности Евраз отметил снижение производства стали на 4% в квартальном выражении, однако мотивировал это сезонными факторами и плановыми ремонтами на основных производственных площадках. Очевидно, что снижение спроса на глобальных рынках, вылившееся в снижение совокупных продаж, спровоцировало негативную динамику выручки и EBITDA. Тем не менее компании удалось удержать показатель рентабельности по EBITDA на уровне прошлого квартала – 19%.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРАЗА

МСФО, USD млрд.	9М 2010*	2010	9М 2011*	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	9.7	13.4	12.5	-7%	29%
EBITDA	1.8	2.3	2.4	-13%	36%
Совокупный долг, в т.ч.	7.9	7.9	7.2	0%	-8%
краткосрочный долг	1.4	0.7	0.7	8%	-51%
Денежные средства и эквиваленты	0.7	0.7	0.6	-50%	-17%
Показатели					
EBITDA margin	18%	17%	19%		
EBITDA/проценты	3.2	3.1	4.4		
Долг/EBITDA**	3.8	3.4	2.5		
Чистый долг/EBITDA**	3.4	3.1	2.3		

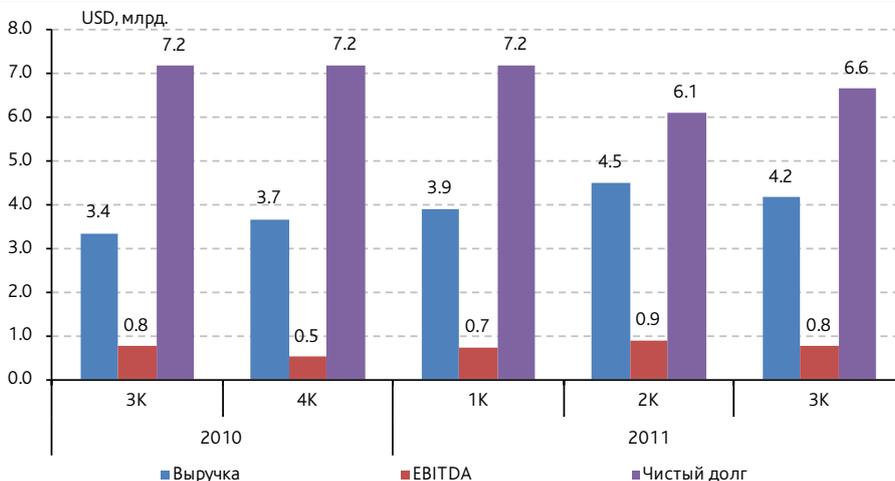
* на основе неаудированной управленческой отчетности

** значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом не претерпела серьезных изменений за квартал: долговая нагрузка по показателю «Долг/EBITDA» сохранилась на прежнем уровне – около 2.5х. Однако несколько пострадала ликвидная позиция Евраза: объем денежных средств на счетах сократился в два раза. Кроме того, компания в октябре должна будет выплатить дивиденды в размере около USD500 млн., о которых было объявлено после публикации отчетности по МСФО за 1П 2011 г. (см. «Навигатор долгового рынка» от 13.10.2011). Несмотря на это, проблем с рефинансированием краткосрочных долгов у Евраза возникнуть не должно: в конце октября компания получила кредит от Газпромбанка объемом USD500 млн.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЕВРАЗА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Евраз	B1/B+/BB-
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	8.4
EBITDA margin	19%
Долг/EBITDA	2.5

Еврооблигации Евразы торгуются сейчас с премией к бумагам Северстали в размере 70 бп, тогда как традиционно эта премия не превышает 20 бп. Однако в нынешней ситуации быстрого сужения этого спреда ждать не приходится: длинные бумаги эмитентов циклических отраслей торгуются преимущественно в общерыночном тренде, игнорируя корпоративные события.

Рублевые облигации Евразы не слишком ликвидны и торгуются приблизительно на одном уровне с бумагами Мечела. На наш взгляд, это фундаментально неоправданно, так как кредитное качество последнего существенно уступает кредитному качеству Евразы (в особенности это актуально на фоне надвигающихся проблем рынка стали и металлургического сырья).



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Башнефть получит компенсацию за ввод системы «60-66» в размере RUB10 млрд. на 5 лет; компенсацию для Татнефти правительство не поддержало; нейтральная новость для Башнефти, умеренно негативная для Татнефти; облигации компаний не предполагают торговых идей

Вчера Интерфакс сообщил, что правительство одобрило компенсацию для Башнефти за ввод системы «60-66» в размере RUB10 млрд. на 5 лет. Компенсацию для Татнефти правительство не поддержало. Кабинет министров не устроила сложная схема, в соответствии с которой пришлось бы выплачивать компенсацию. Вероятно, весной Правительство вернется к обсуждению вопроса компенсации для Татнефти

КОММЕНТАРИЙ

Ранее Минфин определил основные параметры компенсации выпадающих доходов для Башнефти и Татнефти следующим образом. Для Башнефти компенсация должна была составить RUB3–4 млрд. в год в течение 3-х лет. Для Татнефти льготы по НДС предполагались на уровне RUB38–56 млрд. в год в течение 2012–2014 гг. В случае Башнефти размер компенсации можно считать обоснованным. Для Татнефти объявленный размер субсидий казался нам чрезмерным (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) 06.10.2011).

Как стало известно вчера, правительство одобрило льготу для Башнефти в размере RUB10 млрд. на 5 лет. Размер помощи совпадает с ранее обозначенными Минфином параметрами. Объем помощи будет распределен, однако, на 5 лет, а не на 3 года, как предполагалось ранее. Мы считаем эту новость нейтральной для Башнефти, поскольку соответствующее решение правительства ожидалось рынком, и итоговые параметры поддержки в целом соответствуют ранее обозначенным ориентирам.

Отсутствие компенсации для Татнефти имеет ощутимые негативные последствия для компании, хотя, стоит признать, что не окажет серьезного на ее кредитную устойчивость. Напомним, что компенсация для Татнефти обусловлена ростом срока окупаемости нового нефтеперерабатывающего завода ТАНЕКО при введении налогового режима «60-66», а также предоставлением помощи для нефтеперерабатывающей компании ТАИФ, которую предполагалось осуществить через Татнефть (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) 06.10.2011). Ввод нового налогового режима при отсутствии государственной поддержки будет означать для Татнефти только увеличение срока окупаемости ТАНЕКО. При этом, по нашим оценкам, при существующей структуре выручки Татнефть получает выгоду от нового налогового режима порядка 17% EBITDA за счет снижения пошлин на экспорт сырой нефти.

Башнефть недавно предложила оферту по всем трем выпускам облигаций, по результатам которой было выкуплено около 85% всех бумаг. Несмотря на это, рублевые облигации компании остаются ликвидными (в рынке осталось порядка RUB7.5 млрд), вчера их можно было купить по цене 104.75 п.п., что соответствует доходности в 7.96%. Премия к бумагам Лукойла и Газпром нефти составляет около 100–120 бп и не является избыточной с учетом различия в кредитном качестве эмитентов. Облигации Татнефти не очень ликвидны и купить их можно по номиналу, что транслируется в доходность 7.37%. Такая доходность практически не предполагает премии к бумагам эмитентов первого эшелона, и поэтому облигации также неинтересны.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Башнефть	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	8.0
EBITDA margin	21%
Долг/EBITDA	1.4

Татнефть	Ba2/NR/BB
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млн.	294
EBITDA margin	19%
Долг/EBITDA	1.0

Юникредит Банк опубликовал частичные итоги деятельности за 9М 2011 по МСФО; рентабельность российского подразделения высокая на фоне убытков группы; рублевые облигации неликвидны

Вчера российское подразделение группы Юникредит опубликовало пресс-релиз с выборочными результатами по МСФО за 9М 2011 г. после раскрытия консолидированной отчетности группы.

КОММЕНТАРИЙ

Озвученные параметры свидетельствуют о последовательном росте бизнеса российского Банка Юникредит. За 9М 2011 г. банк получил RUB12.7 млрд. чистой прибыли, что превышает финансовый результат банка за весь 2010 г. Рентабельность российского подразделения, по нашим оценкам, выросла до 22% в терминах ROAE за 9М 2011 г., практически достигнув докризисных показателей.

Заметим, что результаты российского банка выглядят особенно позитивно на фоне убытков группы в размере EUR9.3 млрд. Впрочем, основной негативный вклад внесла переоценка нематериальных активов (-EUR8.7 млрд.), которую представители банка связывают с переоценкой макроэкономической среды и ужесточением требований со стороны регуляторов. Чистая прибыль группы до налоговых отчислений и переоценки составила около EUR1.5 млрд., а вклад российского подразделения в это составил около 26%.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЮНИКРЕДИТ БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	9М 11
Чистые процентные доходы	19	16	23	17
Чистые комиссионные доходы	5	5	5	5
Операционные доходы до резервов	27	26	27	22
Операционные расходы	-9	-9	-10	-8
Отчисления в резервы	-3	-9	-5	0
Чистая прибыль	11	7	10	13
Кредитный портфель, нетто	399	342	386	431
Средства клиентов, в т.ч.	249	281	330	454
частных клиентов	53	62	66	74
Собственный капитал	53	60	70	82
Активы	596	482	575	769
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	24.8%	11.9%	15.4%	22.4%
Доходность активов (ROAA)	2.3%	1.2%	1.9%	2.5%
Расходы/Доходы	33.8%	33.7%	34.7%	35.0%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.6%	3.4%	4.6%	4.6%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	1.0%	5.5%	4.6%	н.д.
Достаточность капитала (TCAR)	14.3%	16.2%	14.5%	н.д.
Достаточность капитала (H1)	12.2%	15.1%	16.0%	13.5%

Источник: данные банка, группы, НБ «Траст»

За 9М 2011 г объем кредитного портфеля банка после отчислений в резервы вырос на 11.6% до RUB431 млрд. Заметим, что объемы розничного кредитования банк наращивал активнее: прирост потребительского заемного портфеля за период составил 18% (до RUB78.7 млрд.) против 12% увеличения корпоративного ссудного портфеля (до RUB363.0 млрд.). Согласно данным РСБУ, доля просроченных платежей свыше 1 дня выросла с начала года на 0.2 п.п. до 4.2% от всех кредитов.

В качестве основной ресурсной базы банк использовал активный приток средств частных и корпоративных клиентов, увеличив их объем в пассивах за 9М 2011 г. практически в 1.4 раза до RUB453.9 млрд. Это позволило снизить показатель «Кредиты/Депозиты», по нашим расчетам, до 95% с 117% в начале года. Также с лета текущего года банк начал активно привлекать средства на депозитных аукционах Минфина: величина средств министерства на балансе банка, по данным РСБУ на 1.10.2011, достигла RUB40.3 млрд.

В отсутствии полного текста отчетности, к сожалению, невозможно оценить динамику средств материнского банка в обязательствах и активной части баланса. Напомним, что по итогам 2010 г. доля средств связанных с акционерами сторон в заемных средствах составила 20.5% и не более 3.3% в активной части баланса. В обновленной стратегии группы Юникредит до 2015 г. развитие бизнеса в России названо одним из приоритетных направлений, поэтому мы склонны рассчитывать на предоставление поддержки со стороны материнского банка в рамках его возможностей.

Юникредит Банк	NR/BBB/BBB+
<i>МСФО, РСБУ 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	431
NIM (1П 2010)	4.6%
NPLs (+1 день)	4.2%

Мы нейтрально смотрим на рублевые облигации банка из-за их низкой ликвидности. По новому выпуску бумаг с ипотечным покрытием **Юникредит ИП-1** еще не проходило сделок на вторичном рынке, при этом они торгуются существенно ниже номинала, предлагая YTM 8.5-9.0% на 5-летнем диапазоне.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

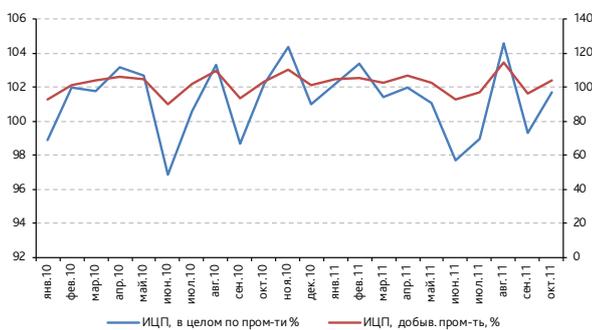
Российская макроэкономика

Индекс цен производителей в октябре составил 101.7%; основной вклад внесла добывающая промышленность; цены на потребительские товары отреагируют в конце ноября

По предварительным данным Росстата, Индекс цен производителей (ИЦП) промышленных товаров в октябре 2011 г. составил 101.7% (против 102.2%). С начала года данный показатель оценивается на уровне 112.6%. Увеличение вызвано в основном за счет добывающей промышленности, в которой цены приросли на 4.2%.

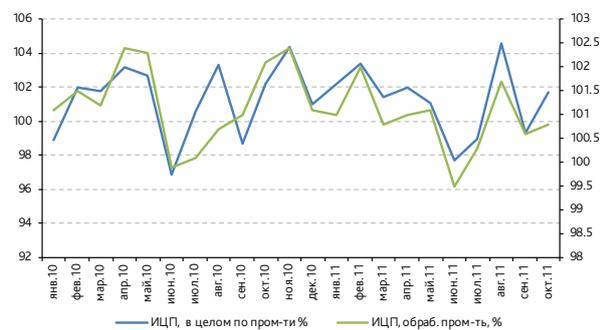
В отраслевом аспекте наибольший прирост пришелся на производителей топливно-энергетических полезных ископаемых (см. диаграмму 1). По оценке Росстата, в октябре существенно увеличились издержки на сжижение и регазификацию природного газа для транспортирования (9.1%), для нефти аналогичный показатель составил 5.5%. Данную тенденцию считаем негативной, поскольку она способствует росту энергоемкости экономики в целом. Общеизвестно, что Россия является одним из мировых аутсайдеров по показателю эффективности использования сырья и энергии.

ДИАГРАММА 1. ИНДЕКС ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В ДОБЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ



Источник: Росстат

ДИАГРАММА 2. ИНДЕКС ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ



Источник: Росстат

Рост издержек в добывающей промышленности откликнулся ассиметричным приростом цен обрабатывающей промышленности (см. диаграмму 2). Первыми импульс почувствовали производители керосина (ИЦП – 119.9%), дизельного топлива, пропана, бутана (109.9%), бытового топлива (107.0%), нефтяного и сланцевого кокса (105.5%), т.е. отрасли, сопряженные с добычей топливно-энергетических ресурсов. В меньшей степени отреагировал химический комплекс: прирост цен на азотные удобрения и соединения составил 4.4%, на прочие органические соединения – 4.2%. В следующие месяцы ожидаем «разгон» цен производителей товаров инвестиционного и потребительского спроса. В конечном итоге экономика почувствует увеличение цен производителей не ранее второй половины ноября. Целевой уровень потребительской инфляции на 2011 г. (7%) не будет превышен.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
15 ноя	Банк Зенит-360	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-160	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-360	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-260	5.0	8.00%	2*	8.16%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
16 ноя	Росбанк-360	10.0	8.95%	1.5*
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	н.д.	3
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
2 дек	Uranium One-1	16.5	н.д.	5*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
16 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	9.00%	10.50%	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-260	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-160	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-460	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-0960	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора 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 отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.