



СТРАТЕГИЯ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ: ИЮЛЬ 2011

РОМАН ДЗУГАЕВ
 roman.dzugaev@trust.ru
 647-2364
ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ
 leonid.ignatiev@trust.ru
 647-2360
АЛЕКСЕЙ ТОДОРОВ
 aleksey.todorov@trust.ru
 647-2362
МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА
 maria.pomelnikova@trust.ru
 789-3594

- По мере приближения августа на рынках будет актуализироваться фактор нерешенности вопроса о повышении порога госдолга США. Минфин США сигнализировал законодателям, что без этого решения более или менее нормально он сможет функционировать не дольше, чем до 2 августа. Межпартийного консенсуса об объемах сокращения госрасходов в стране на предстоящие годы по-прежнему нет. Тем не менее рынки не верят в то, что повышения законодательно устанавливаемой планки госдолга до указанной даты не произойдет.
- ЕС и МВФ в очередной раз убергли Грецию от дефолта в обмен на еще один пакет мер жесткой экономии и обещание масштабной приватизации. Нового всплеска интереса к европейской «периферии» стоит ждать в начале осени, когда ЕС представит окончательные параметры второго пакета финпомощи с учетом участия частного сектора. Внимание стоит обратить на заявления рейтинговых агентств.
- Решение МЭА распечатать стратегические запасы не даст нефти дорожать прежними темпами. Глубокой просадки не опасаемся, среднегодовой прогноз по Brent остается в силе – USD90-105 за баррель.
- Негатив по Греции и волатильность в нефти обусловили удешевление российских суверенных и корпоративных еврооблигаций в июне. Устранение внешнего негатива может привести к росту котировок в госбумагах в июле на 1 п.п., в корпоративных – на 1.5 п.п. за счет «догоняющего» эффекта.
- Первичный рынок российских еврооблигаций сохранил майские объемы, по большей части за счет неожиданного масштабного выхода ВымпелКома. Состоялся и дебют Кокса на внешнем долговом рынке. Объем первичного рынка в июле не превысит USD2 млрд. – инвесторы перейдут в «спящий» режим.
- Сохранение профицитного бюджета в России может привести к сокращению ликвидности в июле примерно на 20%: остатков на корсчетах и депозитах до RUB1.0 трлн., а чистой ликвидной позиции примерно до RUB600 млрд. (чистая ликвидная позиция в нашей методологии рассчитывается как сумма остатков на корсчетах и депозитных счетах в ЦБ и вложений в ОБР, за вычетом задолженности банков по операциям рефинансирования ЦБ и сумм привлечений бюджетных средств в депозиты в рамках аукционов Минфина). Это, однако, пока не представляет серьезной угрозы для ликвидности. На этом фоне однодневные ставки МБК и междилерского РЕПО могут временно приподняться на 20-40 бп в период налоговых дат – соответственно до 3.8-4.0% и 4.0-4.4%, после чего они вернуться к 3.5-3.6% и 4.0-4.1% к началу августа. Повышение ставок ЦБ в летние месяцы маловероятно, но возможность дальнейшего ужесточения монетарной политики до конца года остается.
- С учетом объемного навеса первички на дальнем участке кривой ОФЗ мы готовы поставить на дальнейшее расширение спреда между длинными и короткими выпусками госбумаг. На конец 3К 2011 г. по спредам **ОФЗ 26204 – ОФЗ 25076** и **ОФЗ 26205 – ОФЗ 25076** мы ждем расширения спреда на 20-40 бп относительно текущих уровней.
- В предстоящем месяце по-прежнему сохраняем ожидание снижения доходностей выпусков второго эшелона с продолжением сжатия спреда к ОФЗ. Потенциала сокращения спреда облигаций первого эшелона к госбумагам не видим. В сегменте ОФЗ на конец июля ждем доходность в 3-летней дюрации на уровне 6.60-6.70% (в терминах **ОФЗ 25071**) против 6.55-6.60% на начало месяца.
- Объем первичного рынка негосударственных бумаг в июне составил порядка RUB135 млрд., объем реализованных и заявленных первичных размещений в июле пока на уровне RUB50 млрд.



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ: ДОЖДАТЬСЯ ПОВЫШЕНИЯ ПОРОГА ГОСДОЛГА США

ГОРДИЕВ УЗЕЛ ГРЕЦИИ – РУБИТЬ НЕЛЬЗЯ, РАСПУТЫВАТЬ

Первый летний месяц почти целиком прошел под знаком в очередной раз обострившихся долговых проблем Греции. Власти страны вынуждены были признать, что вернуться на долговые рынки в 2012 г., как это предполагалось в рамках первого пакета финансовой помощи, они не смогут, в связи с чем в полный рост встал вопрос об очередном, втором по счету, пакете финподдержки. Однако ЕС и МВФ потребовали от Греции дополнительных мер бюджетной экономии для предоставления Афинам в июле пятого транша на EUR12 млрд., как единственный способ спасения страны от дефолта. А решение о втором пакете помощи связали с участием частного сектора, вызвав закономерные вопросы со стороны рейтинговых агентств и опасения непредсказуемых последствий в случае понижения рейтинга Греции до дефолтного.

Для разрешения возникших перед страной проблем в правительстве Греции в середине июня был совершен ряд перестановок, приведших, в частности, к смене непопулярного среди населения министра финансов. Более того, премьер-министр Греции пошел на рискованный шаг и поставил перед парламентом вопрос о доверии. Вотум был получен, но рынки, в том числе и долговые, серьезно всколыхнулись. Так, если общий прирост доходности 10-летних бумаг Греции за июнь составил лишь 15 бп, то с 1 по 16 июня показатель взлетел более чем на 200 бп до 18.40%. 5-летний страновой CDS также отразил напряженность, связанную с нефтяным мини-шоком (см. наш комментарий ниже). Показатель с начала июня по 27 число взмыл на 700 бп, перевалив за отметку в 2,300 бп, однако, затем откатился назад, и увеличение за весь июнь составило порядка 400 бп.

Снижению доходности греческих госбумаг и сокращению CDS-спредов способствовали сначала ожидания, а затем и итоги двух голосований в греческом парламенте по вопросу нового 5-летнего плана бюджетной экономии, состоявшихся в последние два июньских дня. Таким образом, путь для получения Грецией очередного транша оказался открыт, а проблема дефолта отложена, по крайней мере, на краткосрочную перспективу. Еврогруппа уже одобрила выделение Греции пятого транша, а МВФ, как ожидается, сделает то же самое уже 8 июля.

Формирование же второго пакета финансовой помощи, сумма которого по последним данным может составить около EUR85 млрд. (учитывая участие частного сектора), будет растянуто до середины сентября. В данном случае основной фактор риска видится нам в решениях рейтинговых агентств: Европе предстоит убедить «большую тройку» не понижать рейтинги Греции в случае «добровольного» участия частных инвесторов в спасении Афин путем реинвестирования части средств от погашаемых госбумаг этой «периферийной» страны в новые, вероятно, 30-летние облигации.

Мы бы также хотели повторить ключевую, на наш взгляд, мысль: Европа не может позволить себе допустить банкротства Греции из-за слишком высокого риска распространения негативных тенденций на остальную «периферию». Динамика долгового рынка Ирландии и Португалии, также находящихся под финансовым зонтиком ЕС и МВФ, прекрасно доказала это в июне: доходности их 10-летних бумаг выросли на 80 и 120 бп соответственно. Более того, падение Греции практически неминуемо приведет к серьезным сбоям в финансовом секторе всей Европы. А значит, Афины будут спасать, чего бы это ни стоило.

МЭА РЕШИЛО ОСТУДИТЬ РЫНОК НЕФТИ

Помимо греческих долговых проблем, еще одним фактором напряженности на рынке в конце июня стала динамика цен на нефть. 23 июня Международное энергетическое агентство приняло решение третий раз за всю историю своего существования распечатать стратегические запасы нефти и влить в рынок 60 млн. баррелей сырья. Ожидается, что нефтяные интервенции будут проходить в объеме 2 млн. баррелей ежедневно в течение 30 дней.

Стоимость «черного золота» марки Brent, и без того почти непрерывно снижавшаяся с начала июня, в результате обвалилась в первый же час на USD10 и опустилась ниже отметки USD106. В результате, по итогам «шокового» дня, котировки нефти потеряли USD3.2, а индекс волатильности VIX подскочил на 1.8 бп, достигнув 21.1 бп.

Интересной, на наш взгляд, выглядит предыстория принятия МЭА решения об открытии стратегических запасов. В СМИ сообщалось, что администрация США, серьезно возмущенная стремительным ростом цен на нефть и их влиянием на все еще хрупкое восстановление экономики страны, еще в начале мая начала разрабатывать план по наполнению рынка дополнительными объемами нефти. Вашингтон тогда вступил в переговоры с Саудовской Аравией и Кувейтом с целью повышения квот на добычу. Однако, предложение Саудовской Аравии нарастить добычу, высказанное на саммите ОПЕК 8 июня, не нашло поддержки. В итоге МЭА взяло на себя роль нефтяного картеля в части обеспечения ценовой стабильности на рынке нефти.


ДИАГРАММА 1. ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США В 2К 11


Источник: НБ «Траст»

К концу июня рынок нефти немного оправился от шока, а стоимость барреля Brent вернулась на уровень середины месяца (около USD112). С нашей точки зрения, тот факт, что МЭА распечатывает стратегические резервы в третий раз, и без таких веских причин, как война в Персидском заливе или ураган Катрина, означает высокую вероятность того, что интервенции могут стать более часто используемым инструментом в руках стран-потребителей для снижения цен. В пользу данной версии говорит и сделанное в конце июня представителем МЭА заявление о том, что страны-участницы организации могут в третьей декаде июля рассмотреть вопрос о продолжении интервенций на рынке нефти, несмотря на явные протесты со стороны ОПЕК.

Стоит отметить, что в самой организации распечатывание запасов связали не со стремлением снизить цены, а с целью не допустить прогнозируемого МЭА очередного их резкого скачка. Принимая все вышесказанное во внимание, мы считаем маловероятным возвращение нефтяных цен к прежним чрезмерно высоким уровням и сохраняем наш прогноз по среднегодовой стоимости нефти в диапазоне USD90-105 за баррель Brent. Такой уровень по-прежнему не рассматривается нами как угроза для динамики российских активов и состояния национальной экономики.

ДО 2 АВГУСТА США ДОЛЖНЫ ПРИНЯТЬ РЕШЕНИЕ О ПОВЫШЕНИИ ПОТОЛКА ГОСДОЛГА

По мере того как накал страстей вокруг Греции идет на убыль, самое время вспомнить о том, что США до 2 августа должны поднять законодательно устанавливаемый потолок госдолга. Напомним, что в начале мая министр финансов США Т. Гайтнер заявлял, что ровно столько страна проживет без повышения. Вместе с тем политического консенсуса по вопросу объемов сокращения госрасходов между республиканской и демократической партиями все еще нет. Не исключено, что по мере приближения к названной дате рынки начнут придавать большее значение вышеотмеченному факту. Ситуацию пытаются подогреть рейтинговые агентства, предупреждающие о возможности негативных действий (утрата рейтинга AAA) в отношении страны. Тем не менее пока рынки не реагируют на подобные заявления. Мы считаем, что консенсус будет найден, и повышение планки госдолга состоится. В противном случае, при действительной потере США наивысшего рейтинга, мы получим еще один фактор для коренного преобразования современного вида мировой финансовой системы.



ЕВРООБЛИГАЦИИ: ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РОСТА ЦЕН В ИЮЛЕ

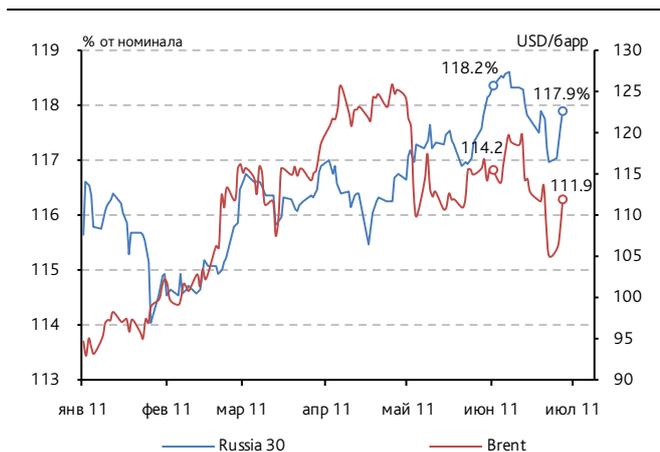
РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЕВРОБОНДОВ СЖАЛСЯ В ЦЕНАХ, НО НЕ В ОБЪЕМАХ

Первый летний месяц выдался достаточно напряженным для российских еврооблигаций – нарастание греческих долговых проблем и высокая волатильность нефтяных котировок привели к тому, что по итогам июня подешевели как корпоративные, так и суверенные выпуски. Впрочем, иммунитет последних, как мы и предполагали, оказался гораздо сильнее, что позволяет надеяться на рост стоимости госбумаг РФ по мере нормализации внешнего фона. На первичном рынке были отмечены лишь две компании: Кокс выпустил дебютные евробонды, а ВымпелКом неожиданно предложил инвесторам достаточно массивный объем долга (вероятно, с целью аккумулирования средств для рефинансирования своих обязательств), что позволило сохранить объемы первичного рынка на майских значениях. Чрезмерно высокой активности в июле от российских эмитентов на рынке публичного валютного долга мы не ждем и прогнозируем объем «первички» на уровне не более USD2 млрд.

НЕБЛАГОПРИЯТНЫЙ ВНЕШНИЙ ФОН НЕ ДАЛ ЕВРОБОНДАМ ПОДОРОЖАТЬ; ВИДИМ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА В ИЮЛЕ

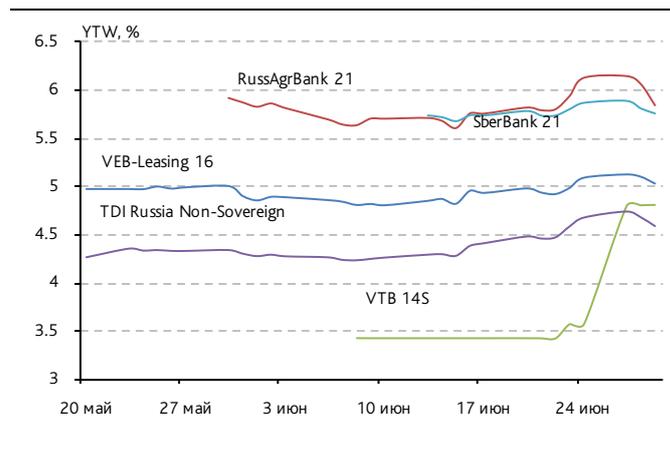
Первый месяц лета оказался неожиданно «жарким» для российского рынка еврооблигаций в плане внешнего фона. Снижение спроса на рискованные активы, вызванное очередным обострением долговых проблем в Греции, а также просадка в нефтяных ценах привели к небольшому снижению стоимости российских бумаг. В суверенном сегменте отрицательная динамика, исходя из рассчитываемого НБ «Траст» ценового индекса суверенных валютных облигаций, составила порядка 15 бп (индекс TDI Russia Sovereign снизился до 128.7 п.). Стоимость индикативного выпуска Russia 30 в июне практически полностью отражала колебания стоимости нефти, и по итогам периода упала на 30 бп до 117.9% от номинала.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ RUSSIA 30 И ЦЕН НА НЕФТЬ, 2011 Г.



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ С МОМЕНТА РАЗМЕЩЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

Наибольшее влияние внешний фон оказал на корпоративные выпуски. Ценовой индекс валютных облигаций российских корпоративных эмитентов, рассчитываемый НБ «Траст» (TDI Russia Non-Sovereign), за июнь снизился на 1.2 п.п. до 124.9 п. В приводимом нами графике доходностей отдельных корпоративных выпусков (см. Диаграмму 3) отчетливо прослеживается в целом достаточно благоприятная динамика вплоть до середины июня, пока первые полосы газет снова не заняли материалы по Греции. Снижение стоимости нефти 23 июня также вылилось в переоценку спроса на российские риски: доходности корпоративных выпусков ускорили восходящую динамику. Тем не менее частичное урегулирование греческого вопроса и возвращение цен на нефть выше USD110 за баррель, отмеченные в конце июня, привели к небольшой позитивной коррекции в доходностях корпоративных евробондов.

Мы считаем негативную динамику в российских евробондах (как суверенных, так и корпоративных) временным явлением и надеемся в июле увидеть рост котировок по госбумагам в пределах 0.5-1.0 п.п. Еврооблигации компаний, больше других пострадавшие от июньской волатильности, могут, с нашей точки зрения, рассчитывать и на более высокие показатели – в пределах 1.5 п.п. для роста котировок.



ОБЪЕМЫ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА СОХРАНИЛИСЬ В ИЮНЕ ЗА СЧЕТ «СЮРПРИЗА» ОТ ВЫМПЕЛКОМА; ЖДЕМ НЕ БОЛЕЕ USD2 МЛРД. НОВЫХ ЕВРОБОНДОВ В ИЮЛЕ

Несмотря на нестабильный внешний фон, объем первичного рынка в июне, по сравнению с маем, остался практически неизменным и составил USD2.5 млрд. против USD2.4 млрд. месяцем ранее. С нашей точки зрения, сохранение интереса компаний к рынку публичного валютного долга может объясняться их стремлением занять финансирование на приемлемых условиях перед летним затишьем, а также ожиданием небольшого ухудшения рыночной конъюнктуры из-за завершения QE2.

Ожидаемым нами событием стало дебютное размещение евробондов Кокса в середине июня. С момента выпуска **Koks 16** подорожал на 80 бп и, с нашей точки зрения, может еще немного приподняться в цене при спокойном внешнем фоне. Сюрпризом же для нас (как, впрочем, и для рынка) стало размещение евробондов ВымпелКома, которые удивили как числом, так и объемом выпусков. Всего компания привлекла на рынке USD2.2 млрд. Примечательно, что ставка по одному из выпусков была установлена плавающая, что является большой редкостью для российского рынка евробондов (причем уже обращающиеся **VTB NW 15** и **Credit Evropa 15** имеют крайне низкие показатели ликвидности). Мы видим две основные причины, побудившие ВымпелКом пойти на столь масштабные заимствования: достаточно обширные потребности рефинансирования и стремление аккумулировать средства в условиях пугающего и нестабильного, но относительно прогнозируемого внешнего фона.

ТАБЛИЦА 1. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ИЮНЕ 2011 Г.

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, млн.	Валюта выпуска	Купон	Срок до погашения
Koks 16	23 июн 11	350	USD	7.75%	5 лет
VimpelCom 14	29 июн 11	200	USD	Floater	3 года
VimpelCom 17	29 июн 11	500	USD	6.25%	6 лет
VimpelCom 22	29 июн 11	1 500	USD	7.50%	11 лет

Источник: НБ «Траст»

С нашей точки зрения, объем предложения на первичном рынке еврооблигаций в июле сохранится примерно на уровне предыдущего месяца. С одной стороны, после завершения QE2 инвесторы, вероятно, предпочтут выждать месяц-другой для того, чтобы оценить новые условия на рынке. Кроме того, сбрасывать фактор летних отпусков и связанное с ним общее снижение деловой активности мы бы также не стали. Тем не менее, вероятность ослабления рубля в среднесрочной перспективе будет стимулировать компании к выходу на пока еще комфортный рынок. В целом, мы считаем, что объем «первички» в июле не превысит USD2 млрд.

О своих планах на июль уже объявили лишь несколько заемщиков. Так, ВЭБ с 4 по 6 июля проведет road show готовящихся в этом месяце евробондов на сумму минимум USD500 млн. Между тем, информации касательно возможного дебютного выпуска еще одного представителя банковского сектора, ОТП Банка, проводившего встречи с инвесторами в июне, пока не поступало.

О намерении разместить евробонды сроком на 5-7 лет и объемом USD1-1.5 млрд. объявил также крупнейший производитель железорудного сырья в России – Металлоинвест. Road show евробондов пройдет 8-13 июля. Мы считаем, что компания имеет все шансы разместиться с небольшой премией (30-50 бп) к ликвидному выпуску **Evrax 15**. Северсталь также готовится к выпуску еврооблигаций – компания 8-11 июля проведет road show евробондов минимум на USD500 млн.



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ДОЛГА – ЗАМЕТНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО ИЮНЯ НЕ БУДЕТ

СТАВКИ И ЛИКВИДНОСТЬ – ИЮЛЬСКИЙ НАЛОГОВЫЙ ПЕРИОД ПРОЙДЕТ СЛОЖНЕЕ

В июле есть все предпосылки для сохранения профицитного бюджета: средняя цена на нефть не ниже, чем месяцем ранее, а освоение бюджетных расходов по-прежнему идет довольно вяло. Превышение доходов над расходами бюджета приведет к дальнейшему «вымыванию» ликвидности. Мы полагаем, что давление на ликвидность со стороны налогов в июле будет даже несколько сильнее, чем месяцем ранее. Такое предположение позволяет сделать сохранение высокой цены на нефть как следствие роста основной налоговой компоненты НДС. Общий объем предстоящих к уплате в июле налогов оценивается нами примерно в RUB810 млрд. (с учетом страховых взносов), то есть прирост на 4% к июню.

Если в предыдущем месяце половину отчислений в казну удалось компенсировать за счет погашения **ОБР-18** на RUB456.0 млрд., то в июле каких-либо существенных дополнительных вливаний ликвидности, кроме RUB40 млрд. от погашения **ОФЗ 25066** (6 июля), не предвидится. Встречные поступления из бюджета, по нашим расчетам, способны покрыть примерно 80% самих налоговых выплат, еще около USD4.0 млрд. (RUB112 млрд. из расчета RUB27.8 за USD на 01.07.2011) добавят ежемесячные интервенционные покупки валюты Банком России. Таким образом, чистым итогом на выходе из июльского налогового периода, вероятнее всего, станет сокращение суммарной величины остатков на корсчетах и депозитах примерно на 20% (с RUB1.21 трлн. сейчас до около RUB1.0 трлн.), а чистой ликвидной позиции с RUB771.5 млрд. (на 01.07.11) до порядка RUB600 млрд. Поскольку запас средств на корсчетах и депозитах пока вдвое превышает чистую ликвидную позицию, ее сокращение до столь низких значений (минимум за 1.5 года) пока не вызывает опасений.

Отметим, что короткие ставки денежного рынка практически не изменились по сравнению с концом мая. Мы полагаем, что с приходом ликвидности в первые 2 недели июля, ставки денежного рынка «залипнут» на текущем уровне, а именно – около 3.5-3.6% по МБК на 1 день и 4.0-4.1% по междилерскому РЕПО под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона. А вот с началом налоговых выплат с 15 июля из-за сужения предложения рублевой ликвидности ставки денежного рынка все же могут несколько подрасти – по нашим оценкам, на 20-40 бп. Вместе с тем мы не ждем сохранения повышенного уровня ставок money market на длительное время, прогнозируя их коррекцию до доналоговых уровней в начале августа.

Повышение ставок со стороны ЦБ ни в июле, ни в августе маловероятно, хотя не исключаем, что дальнейшее ужесточение монетарной политики до конца года еще возможно. Кстати, подъем ставок в конце года уже заложен в ожиданиях рынка. Сезонный дефляционный эффект на рост цен (годовая инфляция уже замедлилась до 9.4% в июне против 9.6% месяцем ранее) вкупе с сокращением темпов роста денежной массы (до 22% в апреле с 28.5% в 2010 г.) говорят в пользу сохранения текущих параметров денежно-кредитной политики, по крайней мере, в течение летних месяцев. Между тем регулятор в своем пресс-релизе выражает опасения относительно роста кредитования и тенденции к сокращению сбережений, которые, стимулируя потребительскую и инвестиционную активность, создают дополнительные инфляционные риски на ближайшую перспективу и уже в конце 2011 г. могут потребовать новых шагов по ужесточению денежно-кредитной политики.

БЮДЖЕТ И ПЛАН ЗАИМСТВОВАНИЙ МИНФИНА В ЗК 2011

В зависимости от ценовых уровней по нефти и рисков дальнейшего сверхпланового повышения расходов, наша минимальная оценка дефицита федерального бюджета в 2011 году составляет RUB500-700 млрд. Для сравнения: Минфин ожидает RUB719 млрд., 1.3% ВВП при USD105/барр. Задача по удвоению Резервного фонда с его целевым объемом в RUB1.45 трлн., решаемая перечислением в фонд примерно RUB700 млрд. сверхплановых нефтегазовых доходов, требует сопоставимого привлечения средств на внутреннем рынке. С учетом альтернативных источников финансирования дефицита бюджета – уже размещенных RUB599.5 млрд. ОФЗ (86% от зачисляемых в фонд конъюнктурных доходов) и RUB90 млрд. выпущенных рублевых евробондов – по нашим расчетам, до конца года Минфину необходимо привлечь на внутреннем рынке еще около RUB300 млрд., т.е. общий объем прогнозируемой нами потребности в ОФЗ на 2011 г. составляет по-прежнему RUB700-1,000 млрд. (без учета погашений).



Стоит отметить, что Минфин размещает госбумаги более агрессивно, чем того требует бюджет. Один лишь план размещения ОФЗ на 3К 2011 г. составляет RUB350 млрд. Вероятно, похожий объем будет предложен и в 4К 2011 г. Напомним, что Минфин так и не сократил довольно амбициозный план размещений на 2011 г. в RUB1.7 трлн. Мы полагаем, что та интенсивность, с которой сейчас Минфин размещает средства, помимо цели по финансированию дефицита бюджета, во многом объясняется довольно комфортной конъюнктурой и стремлением разнообразить предложение госбумаг на локальном долговом рынке, стимулируя его дальнейшее развитие. По этой причине, есть все основания полагать, что фактический объем размещения во 2П 2011 г. окажется несколько больше требуемых для бюджета RUB300 млрд. Такое предположение косвенно подтверждается тем, что в последние месяцы средняя доля фактического размещения в процентном отношении к заявленному плану увеличилась примерно до 70%.

РЫНОК ОФЗ – ИГРЫ НА КРУТОЙ КРИВОЙ

Ситуация на первичном рынке ОФЗ в июне была достаточно интересной: Минфин предложил рынку два новых выпуска (4-летний **ОФЗ 25079** и 6-летний **ОФЗ 26206**) и, как и обещал, увеличил дюрацию размещаемых выпусков. Из планируемых к размещению в июне RUB200 млрд. ОФЗ ведомство продало бумаг на RUB147.8 млрд.

При этом мы не можем сказать, что Минфин был щедр на премии – в явном виде мы их увидели лишь на первом июньском аукционе по 6-летнему **ОФЗ 25079** и 10-летнему **ОФЗ 26205** (общим объемом RUB30 млрд.), а также по 7-летнему **ОФЗ 26204**, проходившему 22 июня. Тем не менее высокий спрос на аукционах определялся по-прежнему отсутствием напряженности с ликвидностью и ожиданий повышения ставок центробанком.

ТАБЛИЦА 2. АУКЦИОНЫ ОФЗ В ИЮНЕ И ИХ ИТОГИ

	01.06.11		08.06.11		15.06.11		22.06.11		29.06.11	
План										
выпуск к размещению	25079	26205	25079	26206	26206	26205	25079	26204	25079	26206
предложение. RUB млрд.	10	20	20	20	20	10	10	20	20	50
Факт										
выпуск к размещению	25079	26204	25079	26206	26206	26205	25079	26204	25079	26206
предложение. RUB млрд.	10	20	20	20	20	10	10	20	20	50
ориентир доходности	7.20-7.29%	8.10-8.18%	7.10-7.20%	7.65-7.75%	7.70-7.80%	8.10-8.20%	7.10-7.15%	7.90-8.00%	7.05-7.10%	7.75-7.85%
премия к вторичке	да	да	нет	нет	нет	нет	нет	да	нет	нет
доходность отсечения	7.27%	8.18%	7.18%	7.75%	7.80%	8.20%	7.14%	8.00%	7.09%	7.85%
доходность размещения	7.25%	8.18%	7.18%	7.75%	7.80%	8.20%	7.13%	8.00%	7.08%	7.85%
размещение, RUB млрд.	10.0	15.5	19.5	11.7	8.9	4.0	9.1	19.7	19.3	30.1
bid-to-cover	2.76	1.01	2.31	1.11	1.01	1.20	3.31	1.26	3.17	1.15

Источник: Минфин РФ, ФБ ММВБ, НБ «Траст»

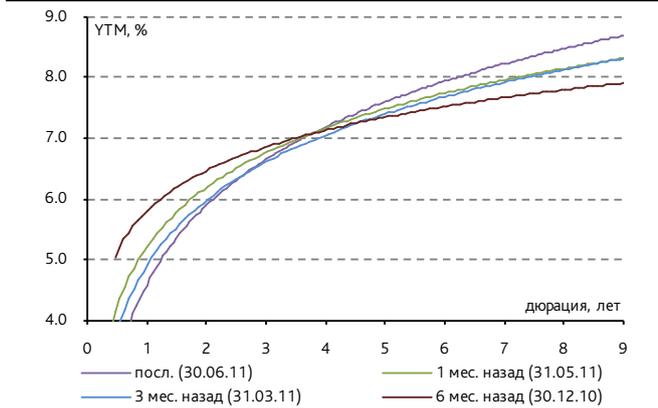
Смещение Минфином акцента в сторону размещения длинных выпусков, наряду с локальным всплеском напряженности на внешних рынках (греческий фактор и решение МЭА об интервенциях на рынке нефти), отразились на положении кривой ОФЗ: наклон которой в июне заметно увеличился вследствие роста доходностей в ее дальнем сегменте наряду с их сокращением в ближнем. Обозначим, что в данном контексте в качестве ближнего выпуска мы рассматриваем **ОФЗ 25076** с дюрацией около 2.5 лет.

Так, спред 10-летнего **ОФЗ 26205** к **ОФЗ 25076** на начало июля расширился относительно конца марта почти на 25 бп до 182 бп, а 7-летнего **ОФЗ 26204** к тому же выпуску – на 35 бп до 165 бп.

График аукционов ОФЗ на 3К 2011 г. предполагает размещение бумаг в объеме RUB350 млрд., из которых RUB110 млрд. будет предложено в июле, RUB90 млрд. – в августе, RUB150 млрд. – в сентябре. Около половины квартального плана по заимствованиям (RUB170 млрд.) ведомство будет пытаться выполнить за счет предложения длинных бумаг со сроками обращения 7 и 10 лет. Другая часть предложения будет сформирована 4-летним **ОФЗ 25079** и 6-летним **ОФЗ 26206**.

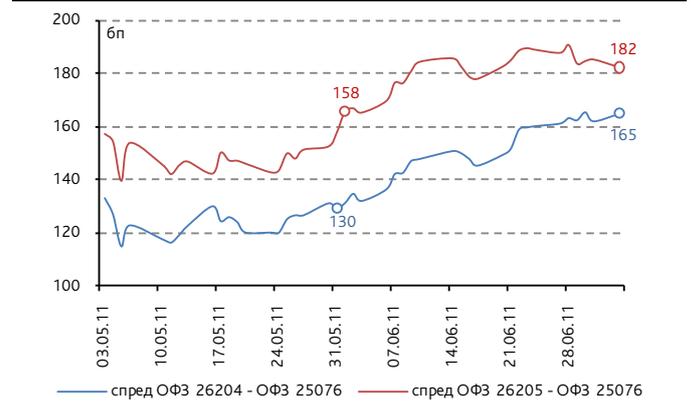


ДИАГРАММА 4. ПОЛОЖЕНИЕ КРИВОЙ ОФЗ В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2010-2011 ГГ.



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. СПРЕДЫ ВЫПУСКОВ ОФЗ 26204 И ОФЗ 26205 К ОФЗ 25076



Источник: НБ «Траст»

При этом отметим, что в 3 квартале Минфин намерен продать 7-летних бумаг в объеме RUB85 млрд. Принимая во внимание, что выпуск **ОФЗ 26204** уже в своей большей части размещен, в скором времени следует ожидать новое предложение от Минфина аналогичной срочности.

ТАБЛИЦА 3. АУКЦИОНЫ ОФЗ В ЗК 2011

	06.07.11	13.07.11	20.07.11	27.07.11	03.08.11	10.08.11	17.08.11	24.08.11	07.09.11	14.09.11	21.09.11	28.09.11
выпуск	26204	26205	26206	25079	?	26205	26206	25079	?	26205	26206	25079
срочность, лет	7	10	6	4	7	10	6	4	7	10	6	4
предложение, RUB млрд.	30	30	25	25	20	20	25	25	35	35	40	40

Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

Как уже отмечено выше, планы Минфина по заимствованиям на первичке превышают потребности в финансировании дефицита бюджета и наполнению Резервного фонда. Для нас очевидно, что ведомство стремится к озвученной в мае цели удлинения дюрации портфеля обращающихся выпусков и увеличению ликвидности на дальнем конце рублевой суверенной кривой. Поэтому задачи разместить весь заявленный объем ОФЗ у Минфина нет, и фактическая величина размещений в ЗК 2011 г. в любом случае окажется ниже плановых цифр (RUB350 млрд.) в контексте невысокого желания ведомства предоставлять премии и никуда не ушедших рисков ухудшения глобальной конъюнктуры.

Мы готовы поставить на дальнейшее расширение спредов между длинными и короткими выпусками. В качестве обоснования нашей позиции мы видим высокий навес первички на дальнем участке кривой ОФЗ и отсутствие факторов для продаж на ближнем конце суверенной кривой (в терминах **ОФЗ 25076**), где потенциала для доразмещений не остается (см. таблицу 4), а планов у Минфина занимать в ближних сроках пока нет. На конец ЗК 2011 г. по спредам **ОФЗ 26204 – ОФЗ 25076** и **ОФЗ 26205 – ОФЗ 25076** мы ждем расширения спреда на 20-40 бп относительно текущих уровней.

ТАБЛИЦА 4. ОБЪЕМ ЛИКВИДНЫХ ВЫПУСКОВ ОФЗ В ОБРАЩЕНИИ

Выпуск	Срок, лет	Дюрация, лет	Объем в обращении, RUB млрд.	Доля от объема эмиссии
ОФЗ 25075	5.0	3.49	127.6	85.1%
ОФЗ 25076	3.0	2.44	136.2	87.9%
ОФЗ 25077	5.0	3.84	97.2	64.8%
ОФЗ 25078	3.0	1.51	99.7	99.7%
ОФЗ 25079	4.0	3.48	57.9	38.6%
ОФЗ 26203	6.0	4.26	139.6	93.0%
ОФЗ 26204	7.0	5.28	83.2	83.2%
ОФЗ 26205	10.0	6.93	36.8	24.5%
ОФЗ 26206	6.0	4.90	50.7	33.8%

Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»



В начале текущей недели появилась информация о возможном инвестировании средств помощи АСВ Банку Москвы в размере RUB295 млрд. в ОФЗ. Отметим, что текущий объем рынка ОФЗ составляет RUB2.7 трлн., соответственно, господомощь Банку Москвы составляет 11% от номинального объема внутренних заимствований Минфина, обращающихся на рынке (т.е. без учета ГСО).

Если предположить, что средства самого дорогого спасательного мероприятия в российской банковской истории будут действительно размещены в ОФЗ, то дискутировать о способах реализации данного намерения можно бесконечно долго. Из публично озвученных мнений вчера, мы обратили внимание на суждение о возможном размещении данного объема в 10-летние ОФЗ, однако номинальный объем выпуска **ОФЗ 26205** составляет только RUB150 млрд., из которых RUB37 млрд. Минфин уже разместил. Зарегистрированный объем эмиссии по 6-летнему **ОФЗ 26206** также составляет RUB150 млрд. (равно как и по вполне ликвидному 4-летнему **ОФЗ 25079**), однако, мы сомневаемся, что Минфин, одержимый совершенно здоровой идеей повышения ликвидности рынка ОФЗ, готов отдавать столь значительный объем рынка на все еще вялом средне-дальнем участке рублевой суверенной кривой (с дюрацией свыше 4.5 лет) в руки одного участника рынка.

К тому же, размер помощи кредитной организации немногим меньше планового объема первичного рынка ОФЗ в третьем квартале (RUB350 млрд.). Как отмечалось выше, общий объем прогнозируемой нами потребности в ОФЗ на 2011 г. составляет по-прежнему RUB700-1,000 млрд. (в терминах чистого привлечения). И планы Минфина занять больше через предложение длинных бумаг определяются, во-первых, уже отмеченным выше стремлением вдохнуть больше жизни в дальней конец кривой ОФЗ и, во-вторых, отсутствием в большинстве своем обещанных премий по длинным выпускам. Соответственно, мы не думаем, что средства от АСВ будут вливаться в ОФЗ, размещаемые на первичке.

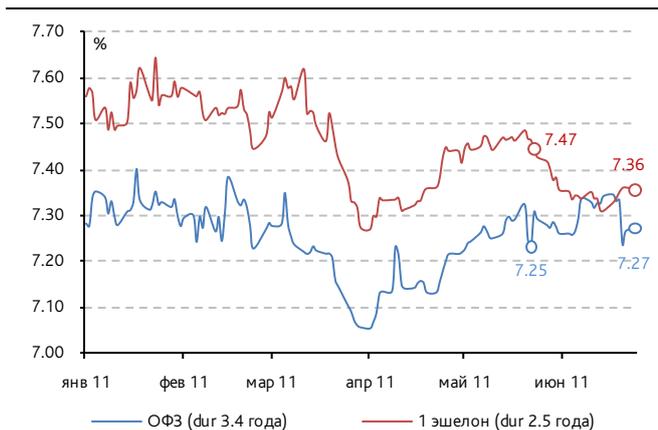
При этом мы не исключаем, что озвученная возможность размещения средств господомощи Банку Москвы может инициировать рост цен на рынке госбумаг (и на рублевом рынке в целом) на ожидании прихода «большого покупателя» и идее покупки RUB295 млрд. ОФЗ на вторичке.

ДОХОДНОСТИ И СПРЕДЫ: ОТСУТСТВИЕ ПОВОДОВ ДЛЯ СНИЖЕНИЙ И СЖАТИЙ

Июнь ожидаемо не принес новизны ситуации низких доходностей и узких спредов на рынке рублевого долга, не меняющейся в последние недели. Основными тенденциями для названных характеристик в прошедшем месяце можно назвать следующие:

- На протяжении всего месяца имело место снижение доходностей по выпускам первого и второго эшелонов – соответственно более чем на 10 бп до 7.36% и 15 бп до 7.65% (в терминах соответствующих индексов Trust Ruble Index (TRI) из семейства рублевых облигационных индексов, рассчитываемых НБ «Траст»). Мы не ожидали снижения доходностей в первом эшелоне и прогнозировали такое движение в выпусках второго эшелона вследствие гонки за доходностью.
- Доходности в сегменте ОФЗ вновь оставались под давлением масштабного присутствия Минфина на первичном рынке. В терминах соответствующего индекса TRI OFZ ставки в сегменте даже выросли относительно конца мая – до 7.27%.

ДИАГРАММА 6. ДОХОДНОСТИ ОФЗ И ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСА TRI 2ND TIER – ДЮРАЦИЯ 1.8 ГОДА), ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

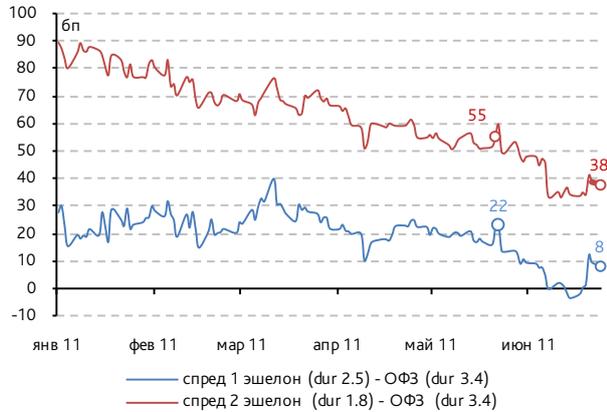


Источник: НБ «Траст»



- Такое движение доходностей обусловило чувствительное сжатие спредов выпусков первого и второго эшелонов к ОФЗ. Разница в доходностях между первым эшелонem и госбумагами на начало июля составляет менее 10 бп, для выпусков второго эшелона спред к госбумагам сузился до 38 бп. При этом мы обращаем внимание на разницу в дюрациях индексов, используемых для построения спредов.

ДИАГРАММА 8. СПРЕДЫ МЕЖДУ ВЫПУСКАМИ ПЕРВОГО И ВТОРОГО ЭШЕЛОНОВ К ОФЗ (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. СПРЕДЫ МЕЖДУ ОБЛИГАЦИЯМИ ВТОРОГО И ПЕРВОГО ЭШЕЛОНОВ (В ТЕРМИНАХ ИНДЕКСОВ TRI), ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



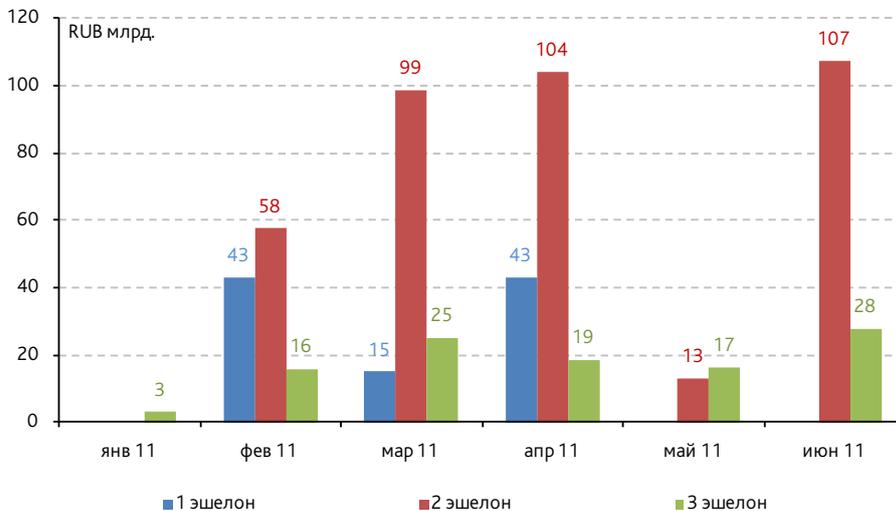
Источник: НБ «Траст»

- В предстоящем месяце по-прежнему сохраняем ожидание снижения доходностей выпусков второго эшелона с продолжением сжатия спреда к ОФЗ. Потенциала сокращения спреда облигаций первого эшелона к госбумагам не видим. В сегменте ОФЗ на конец июля ждем доходность в 3-летней дюрации на уровне 6.60-6.70% (в терминах ОФЗ 25071) против 6.55-6.60% на начало месяца.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮНЕ: РЕВАНШ ПОСЛЕ МАЙСКОГО ЗАСТОЯ

На момент выхода стратегии долговых рынков прошлого месяца примерный объем первички на июнь составлял порядка RUB110 млрд. В конечном итоге, на рынок вышли облигации номинальным объемом около RUB135 млрд. (без учета госбумаг), из которых RUB107.2 млрд. обеспечили эмитенты второго эшелона и около RUB28 млрд. – третьего.

ДИАГРАММА 10. ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ В РАЗРЕЗЕ ЭШЕЛОНОВ, ЯНВАРЬ – ИЮНЬ 2011



Источник: НБ «Траст»



Около 10% первичного рынка обеспечил субфедеральный сегмент: в июне прошло размещение Самарская область 35007 (RUB12.2 млрд., рекордный объем для данного сегмента). Вторым заемщиком стала Чувашия (выпуск 31008 в размере RUB1 млрд.).

Активность инвесторов на первичке в июне зачастую способствовала увеличению объема предложения со стороны эмитентов. Так, предложение со стороны Tele2 Россия в ходе сбора заявок было увеличено в 2.6 раза до RUB13 млрд. К аналогичной практике прибегали Мечел и Евраз Холдинг. При этом от запланированного размещения отказался только один эмитент – петербургская строительная компания Сэтл Групп, намеревавшаяся разместить выпуск биржевых облигаций серии БО-01 в объеме RUB1 млрд.

ТАБЛИЦА 5. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮНЕ

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, RUB млрд.	Ставка купону	Срок до oferty/погашения	УТМ/УТР	Дюрация, лет	Статус
Кокс БО-02	07.06.11	5.0	8.70%	3 года	8.89%	2.6	размещен
ЗСД 01, 02	07.06.11	10.0	8.75%	5 лет	8.68%	4.2	размещен
Евраз Холдинг Финанс, 05, 07	07.06.11	20.0	8.4%	5 лет	8.58%	4.2	размещены
Самарская обл. 35007	08.06.11	12.2	7.49%	5.5 лет	7.68%	4.1	размещен
Мечел 17, 18, 19	09.06.11	15.0	8.4%	5 лет	8.57%	4.1	размещены
РМК-Финанс 04	09.06.11	5.0	9.0%	3 года	9.2%	2.7	размещен
НК Альянс, 04	14.06.11	5.0	8.85%	5 лет	9.05%	4.2	размещен
Группа Разгуляй БО-13	15.06.11	1.0	дисконтная	3 года			размещен
Сэтл Групп БО-01	15.06.11	1.0	12.0-12.7%	1.5 года	11.04-11.57%	1.4	отложен
Чувашия, 31008	15.06.11	1.0	8.0%	3 года	7.48%	2.7	размещен
НК Альянс, 06	21.06.11	7.0	8.85%	5 лет	9.05%	4.2	размещен
КБ Центр-Инвест БО-01, БО-05	21.06.11	2.5	8.4%	1.5 года	8.58%	1.4	размещены
Дельта Кредит, 06	22.06.11	5.0	7.2%	3 года	7.33%	2.8	размещен
РСГ Финанс, 01	22.06.11	3.0	10.75%	1.5 года	11.19%	1.4	размещен
Обувьрус, 01	22.06.11	0.7	12.25%	1.5 года	12.63%	2.6	размещен
МКБ БО-5	23.06.11	5.0	9.2%	3 года	9.41%	2.7	размещен
Tele2 Россия, 1, 2, 3	24.06.11	13.0	8.40%	5 лет	8.58%	4.1	размещены
Запсибкомбанк БО-01	24.06.11	2.0	9.75%	1.5 года	9.99%	1.4	размещен
Кузбассэнерго-Финанс, 01	27.06.11	10.0	8.05%	3 года	8.21%	2.7	размещен
Энел ОГК-5 БО-18	27.06.11	5.0	7.1%	3 года	7.32%	2.7	размещен
Национальный Капитал БО-03, 04	27.06.11	1.0	8.2%	3 года	8.37%	2.7	размещены
КБ Кедр БО-01	28.06.11	1.5	9.25%	1.5 года	9.46%	1.4	размещен
Буровая Компания Евразия, 01	29.06.11	5.0	8.4%	5 лет	8.58%	4.1	размещен
Итого размещено:		134.9					

Источник: данные организаторов, НБ «Траст»

Стоит подчеркнуть, что номинальная цифра размещения бондов компаний 3-го эшелона в RUB28 млрд. и формальный перенос размещения только облигаций Сэтл Групп не должны вводить в заблуждение относительно открытости рынка для компаний с невысоким кредитным качеством. По нашим оценкам, фактические итоги размещения большей части эмитентов описываемой группы носили технический характер (Группа Разгуляй, Обувь России, Ренова-Строй Групп, а также банки – Запсибкомбанк и Национальный Капитал), не нашли большого числа инвесторов и являлись завуалированной формой банковского кредитования. Среди чисто технических (объем сделок, отсутствие очевидного маркетинга) аргументов в пользу нашей точки зрения низкое кредитное качество, несоответствующая ему доходность. Одновременно, мы более позитивны относительно итогов размещений банков с рейтингами категории single-B из верхней прослойки 3-го эшелона (Центр-инвест, Кедр, МКБ), кредитное качество и степень раскрытия информации которых соответствует установившимся уровням доходности.

К настоящему моменту объем первичных размещений в июле ожидается на уровне около RUB50 млрд. При этом RUB20 млрд. из данного объема формируется выпусками эмитентов первого эшелона (РСХБ, ФСК ЕЭС). Также на текущий момент известно о намерениях крупного агропромышленного холдинга Комос Групп все же выйти на рынок публичного долга, первую такую попытку компания предпринимала в апреле. На этой неделе компания начала премаркетинг рублевых облигаций объемом RUB1.5 млрд. и сроком обращения 3 года.

На наш взгляд, публичный долг Комос Групп имеет очень ограниченные перспективы. По итогам 2010 г. кредитное качество компании ухудшилось, теперь оно не идет ни в какое сравнение с кредитным качеством единственного представителя агропрома на публичном долгом рынке – Черкизово.



ТАБЛИЦА 6. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮЛЕ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 06.07.2011)

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, RUB млрд.	Ориентир по купону	Срок до oferty / погашения	УТМ/УТР	Дюрация, лет
Русфинанс банк БО-1*	04.07.11	4.0	7.15%	2 года	7.28%	1.9
ФСК ЭЭС 13*	05.07.11	10.0	8.50%	10 лет	8.68%	6.7
Банк Зенит, 5 (доразмещение)*	05.07.11	2.3	100.6%**	1 год	7.92%	0.9
Новикомбанк БО-1*	07.07.11	3.0	8.50%	2 года	8.68%	1.9
ЛК Уралсиб БО-4*	07.07.11	3.0	8.50%	3 года	8.77%	1.5
МТС-2 (доразмещение)	07.07.11	до 8.7	7.75%	4 года	7.94%***	3.7
РСХБ 14	12.07.11	10.0	7.9-8.1%	4 года	8.06-8.26%	3.5
СКБ Банк БО-06	12.07.11	2.0	8.4-8.75%	2 года	8.58-8.94%	1.9
ММК БО-06	14.07.11	5.0	7.45-7.65%	3 года	7.59-7.80%	2.7
Итого:		48.0				

* фактические параметры по итогам закрытия книги заявок/размещения

** цена размещения

*** доходность на 06.07.2011

Источник: данные организаторов, НБ «Траст»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь ПОТАПОВ

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Елена Косовская
Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.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 настоящем 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 намереваются 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. Иностранцы 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 контрагентом 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 понимают 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 контрагентом Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых 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 данным 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 Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.