

Стратегия долговых рынков: август 2011

- ① Мы ждем положительного разрешения ситуации с повышением порога госдолга США, которое должно быть реализовано до 2 августа. В течение августа мы прогнозируем доходность казначейских облигаций в терминах бенчмарка UST10 в диапазоне 2.9-3.1%, с возможным краткосрочным движением в диапазон 2.80-2.90%.
- ① Июль на долговом рынке еврозоны прошел под знаком Италии. Доходности гособлигаций страны преодолевали рекордные значения. Опасения за судьбу третьей по величине экономики еврозоны вынудили европейских политиков в экстренном порядке принять второй пакет помощи Греции, который помог «остудить» рынки. Однако говорить о кардинальном улучшении ситуации не приходится.
- ① Несмотря на нестабильный внешний фон российские евробонды завершили июль в небольшом плюсе при очевидном преимуществе суверенных выпусков. Основной вклад в рост котировок корпоративных евробондов внесли нефтегазовый и металлургический сектора, а бесспорно отстающими стали частные банки. В августе мы ждем прироста стоимости суверенных бумаг в пределах 1 п.п., а по евробондам компаний – не более 1.5 п.п.
- ① Первичный рынок евробондов в июле был представлен металлургическим сектором. В сумме новая бумага Северстали и дебютный евробонд Металлоинвеста пополнили рынок на USD1.25 млрд. Прогнозируемый нами объем «первички» на следующий месяц находится в диапазоне USD1-1.5 млрд., и, скорее всего, основными игроками здесь будут банки.
- ① Мы полагаем, что ситуация с запасом рублевых средств в банковской системе в августе продолжит ухудшаться. Мы считаем, что по окончании налогового периода в августе суммарная величина остатков на корсчетах и депозитах может сократиться примерно на 20% до RUB700 млрд.
- ① Наблюдаемый всплеск ставок денежного рынка во время июльского налогового периода будет сглажен приходом на рынок бюджетных средств в начале августа. Ставки, скорее всего, к уровням июля уже не вернуться, а зафиксируются в районе +10-35 бп к стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.5%) для сделок МБК.
- ① До конца года Минфину, по нашим оценкам, необходимо занять около RUB340 млрд. (с учетом погашений) сверх уже привлеченных RUB682 млрд. ОФЗ (на 27.07.11 г.) и RUB90 млрд. рублевых евробондов.
- ① С точки зрения нерезидентов средние и длинные рублевые облигации (от 2 лет) выглядят недооцененными. Однако в условиях возросшей в последние месяцы волатильности по основным товарным активам и фондовым индексам мы не ждем активизации покупок на внутреннем рынке рублевого долга.
- ① Мы выделяем два сценария развития ситуации на рынке рублевого долга до конца года. В соответствии с первым при отсутствии потрясений во внешнем мире мы видим умеренный рост цен в средней и длинной дюрации по всем секторам рынка. В соответствии со вторым вариантом развития событий мы рассматриваем негативную реакцию глобальных финансовых рынков на более медленное восстановление ключевых развитых экономик (США).
- ① Предполагаем несколько повышенные доходности на дальнем конце суверенной кривой по итогам месяца – порядка 7.70-7.80% в терминах ОФЗ 26204 и 7.15-7.25% по более короткой ОФЗ 25077 – при текущих 7.60% и 7.11% соответственно (по итогам 22.07.2011 г.).
- ① Объем заявленных первичных размещений на август – пока около RUB20 млрд. В основной своей массе это банковские выпуски второго и третьего эшелонов.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ: АМЕРИКАНСКИЕ ГОРКИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ ЕВРОЗОНЫ

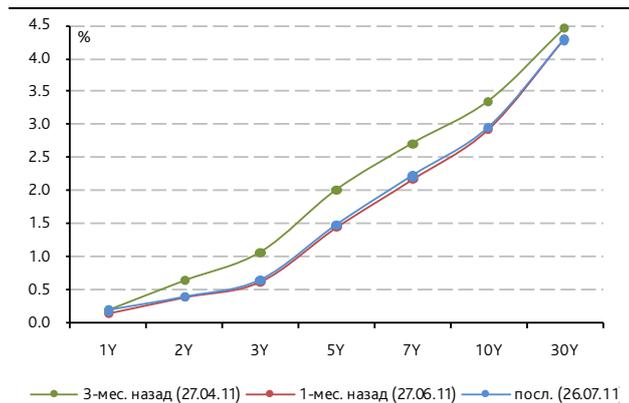
США: В ПРЕДДВЕРИИ РЕШЕНИЯ ПО ГОСДОЛГУ

До 2 августа рынки ждут положительного решения о повышении порога госдолга США. Мы неоднократно освещали ход межпартийных дискуссий и реакцию рынков в наших ежедневных аналитических продуктах. Краткое резюме такое: мы не сомневаемся в достижении межпартийного консенсуса о повышении планки госдолга, не ждем технического дефолта по суверенным заимствованиям США и понижения странового рейтинга.

Мы по-прежнему считаем, что до указанного deadline соглашение между демократической президентской администрацией и республиканской оппозицией будет достигнуто. Правда, как мы понимаем, обрести форму нормативного акта оно уже не успеет. Тем не менее особой проблемы в этом рынки не видят, равно как и не верят в иной исход кроме положительного решения по госдолгу.

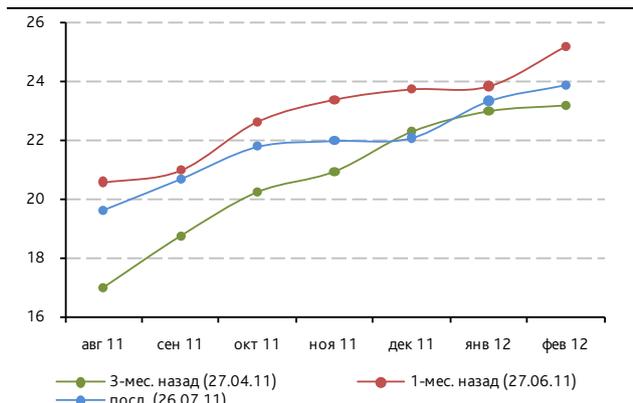
Подтверждая данные ожидания, рынок UST в последние дни стоит практически без движения (см. Диаграмму 1). При этом биржа CME в последнюю неделю июля повысила требования к гарантийному обеспечению по фьючерсам на казначейские облигации на случай резких ценовых движений внутри дня. Гораздо более чувствительна к растущей нервозности на рынке американская валюта. Абстрагируясь от текущего момента, отметим, что и UST, и доллар США по-прежнему воспринимаются как защитные активы. И нынешнее положение фьючерсной кривой на индекс доллара, отражающего стоимость доллара к корзине из шести валют, показывает ожидание участниками снижения спроса на защитные активы в продолжение года. Впрочем, фьючерсные кривые отражают текущее настроение рынков, которое может достаточно быстро меняться.

ДИАГРАММА 1. СУВЕРЕННАЯ КРИВАЯ США В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2011 Г.



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. КРИВАЯ ФЬУЧЕРСОВ НА ИНДЕКС ДОЛЛАРА НА CME (UX) В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2011 Г.



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

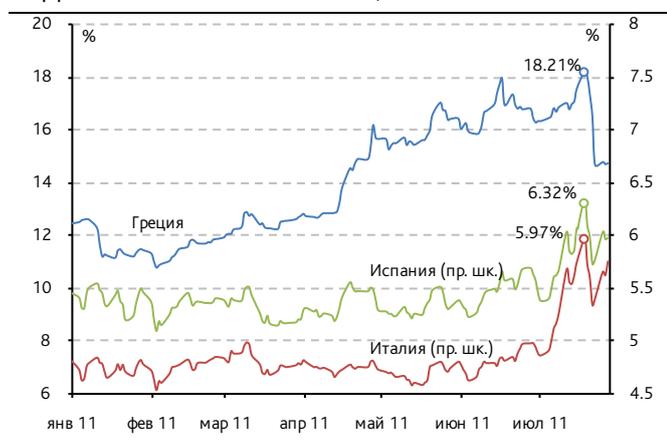
В течение августа мы по-прежнему прогнозируем доходность **UST10** в диапазоне 2.90-3.10%, с возможным краткосрочным движением в зону 2.80-2.90%. Отметим, что в среду 27 июля был обнародован доклад рейтингового агентства Fitch. Аналитики агентства пришли к не самому уникальному выводу о том, что потеря США наивысшего кредитного рейтинга вызовет всплеск волатильности на рынке UST. В среднесрочной перспективе Fitch не сомневается в том, что казначейские облигации США сохранят статус глобального бенчмарка при любом исходе ситуации с суверенным рейтингом.

СТРАСТИ ПО ИТАЛИИ: ДОЛГОВОЙ КРИЗИС КУПИРОВАЛИ, НО «ШРАМЫ» В ВИДЕ ПОВЫШЕННОГО УРОВНЯ ДОХОДНОСТЕЙ ОСТАЛИСЬ

В начале июля, после того как греческий парламент окончательно принял новые меры бюджетной экономии, а Еврогруппа ответным шагом одобрила очередной транш кредита, мы имели смелость предположить, что долговые проблемы еврозоны уйдут из поля зрения инвесторов, по крайней мере, до осени, когда стране предстоит пройти очередное «тестирование» на выполнение заданных в программе финпомощи ЕС/МВФ параметров. Однако реальность оказалась печальнее прогноза – проблема суверенного долга без видимых на то причин начала перекидываться с относительно «заштатных» Греции, Ирландии и Португалии на третью по величине экономику еврозоны – Италию.

Доходности итальянских 10-летних госбумаг уверенно рвались вверх с начала июля (см. Диаграмму 3) и во второй половине месяца достигли исторического максимума, 5.97%, а прирост с начала месяца составил более 1 п.п. Схожая ситуация наблюдалась и с 10-летними гособлигациями Испании, также поставившими рекорд по доходности в 6.32%. Однако именно затягивание Рима в орбиту долгового кризиса заставило власти ЕС активизировать работу по выработке второго пакета помощи Греции, отсутствие согласия по которому расшатывало ситуацию на долговом рынке всей еврозоны.

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ, 2011 Г.



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. КАНВА ДОЛГОВОГО КРИЗИСА В ЕВРОЗОНЕ И 5-ЛЕТНИЙ CDS ФРАНЦИИ, 2010-2011 ГГ.



Источник: НБ «Траст»

Первую скрипку в форсировании событий и созыве экстренного саммита еврозоны, вполне ожидаемо, сыграла Франция. Объем итальянских госбумаг на балансах французских банков составляет почти EUR100 млрд., а включая кредиты частному сектору «уязвимость» Парижа увеличивается практически до EUR400 млрд. Примечательно, что для Германии эти показатели составляют EUR50 и EUR160 млрд. соответственно. В этом свете динамика французского CDS в июле выглядит одновременно и логичной, и пугающей (см. Диаграмму 4). На волне опасений, что долговой кризис может не задержаться на странах PIIGS, а поразить даже «ядро» Евросоюза, показатель взмыл до 123 бп одновременно со скачком доходностей испанских и итальянских госбумаг. Свою долю в ухудшение настроений инвесторов внесли и неудачные итоги стресс-тестов, в очередной раз поставленные под сомнение рынками. Примечательно однако, что столь резкого скачка в значениях CDS (более 40 бп всего за несколько торговых сессий) Франция не видела до этого ни в одну из острых фаз долгового кризиса.

Прошедший в третьей декаде июля экстренный саммит еврозоны купировал разрастающийся кризис. Компромиссные решения европейских лидеров по второму пакету помощи Греции увели доходности «периферийных» гособлигаций резко вниз. «Сдался» и CDS Франции. Однако о полной стабилизации долгового рынка Европы мы бы говорить не стали – впереди (по некоторым данным, уже в августе) испытание в виде «выборочного дефолта» по греческим госбумагам. Кроме того, несмотря на прохождение пиковых значений доходностями гособлигаций Италии и Испании, они все же находятся много выше уровней начала июля и в целом 2011 г.

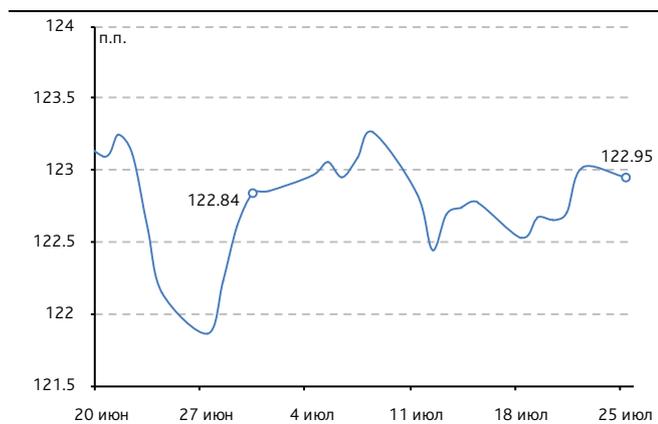
РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ: БАНКИ СКРАСЯТ АВГУСТОВСКОЕ ЗАТИШЬЕ

ЕВРОБОНДЫ К КОНЦУ ИЮЛЯ ЛИКВИДИРОВАЛИ ПРОСАДКУ И ВЫШЛИ В ПЛЮС; НАШИ ОЖИДАНИЯ НА АВГУСТ УМЕРЕННО-ОПТИМИСТИЧНЫЕ

Российский рынок евробондов в июле в целом достаточно успешно прошел проверку на прочность на фоне охватившего Европу пессимизма в отношении долговых проблем «периферии» и безуспешных переговоров о повышении потолка госдолга в США. При этом суверенный сегмент оказался более устойчивым к внешнему воздействию.

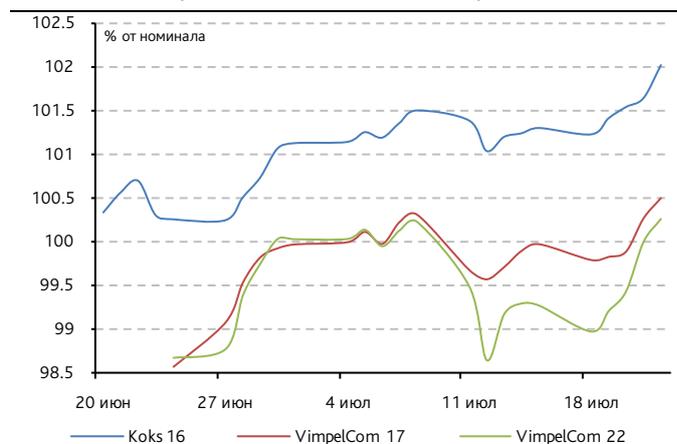
С начала месяца по 25 июля включительно индикативный суверенный выпуск **Russia 30** прибавил по цене чуть менее 30 бп, в то время как спред **Russia 30–UST10** расширился почти на 10 бп до 135 бп. При этом общий для суверенных выпусков индекс TDI Russia Sovereign (ценовой индекс суверенных валютных облигаций, рассчитываемый НБ «Траст») подрос за рассматриваемый период на 30 бп, а аналогичный индекс для корпоративного сектора (TDI Russia Non-Sovereign) лишь на 10 бп.

ДИАГРАММА 5. ИНДЕКС TDI RUSSIA NON-SOVEREIGN



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 6. ДОХОДНОСТИ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ С МОМЕНТА РАЗМЕЩЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

Росту индекса TDI Russia Non-Sovereign в основном способствовала положительная динамика в нефтегазовом и металлургическом секторах, в то время как основное давление на него оказал сектор частных банков. Частные случаи влияния на индекс представлены в таблице ниже. Так, уверенную положительную динамику в июле демонстрировали долгосрочные еврооблигации Газпрома. Попадание же бумаг Банка Москвы и ВТБ в список топ-перформеров мы скорее склонны связывать с техническим фактором – именно на последние числа июня пришелся самый глубокий спад котировок по бумагам данных эмитентов, вызванный ухудшением новостного фона вокруг банков. Список же «отстающих» оказался полностью занят частными банками, причем худшие коллективные результаты последнего месяца продемонстрировали еврооблигации Промсвязьбанка. Мы не видим причин, которые могли бы помешать частным банкам в августе ликвидировать отставание от рынка.

ТАБЛИЦА 1. ЛИДЕРЫ РОСТА И ПАДЕНИЯ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЗА МЕСЯЦ К 25 ИЮЛЯ

Лидеры роста		Лидеры падения	
Выпуск	Изменение цены, п.п.	Выпуск	Изменение цены, п.п.
Moscow Bank 17	+6.78	Russian Standard Bank 15	-1.79
Moscow Bank 15	+4.65	Promsvyazbank 16	-1.71
Moscow Bank 15 N	+3.40	AlfaBank 13	-1.22
Gazprom 22	+2.80	Promsvyazbank 15	-1.07
VTB 20	+2.57	Promsvyazbank 12	-1.06
VTB 15N	+2.23	Promsvyazbank 13	-0.83
VimpelCom 17	+1.89	MDM 11N	-0.82
Koks 16	+1.72	Russian Standard Bank 16	-0.75
Gazprom 18	+1.66	Promsvyazbank 18	-0.75
VTB 18N	+1.63	Promsvyazbank 11	-0.72
TDI Russia Non-Sovereign	+0.10	TDI Russia Non-Sovereign	+0.10

Источник: НБ «Траст»

Несмотря на общее отставание в корпоративных евробондах по сравнению с суверенными, отдельные размещенные относительно недавно еврооблигации некоторых компаний показали за июль хороший рост стоимости, взяв реванш после просадки в середине месяца (см. Диаграмму 6). Так, выпуск **Koks 16** подорожал почти на 1 п.п., а евробонды Вымпелкома, **VimpelCom 17** и **VimpelCom 22**, прибавили в цене 55 и 15 бп соответственно и, таким образом, поднялись в последнюю неделю июля выше номинала.

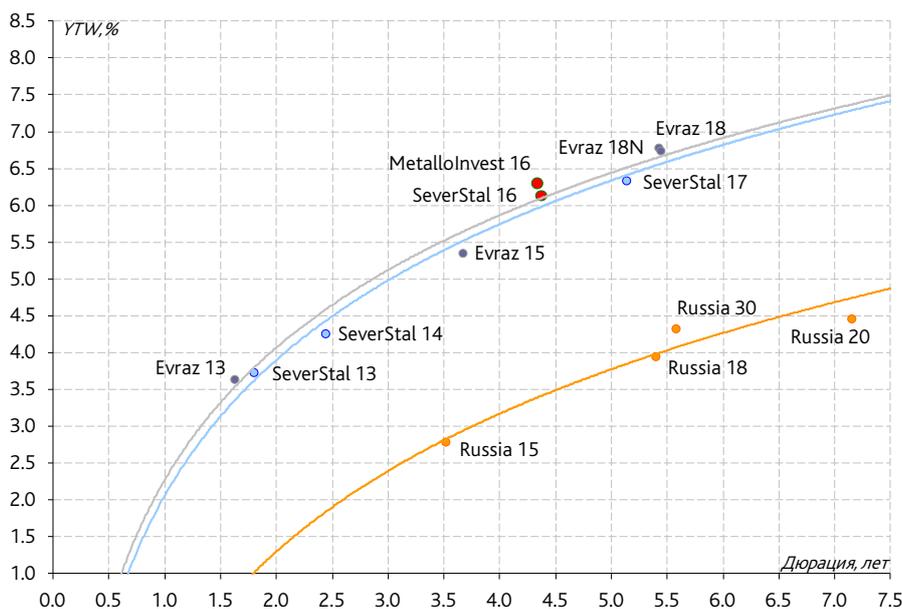
Перспективы августа для российских облигаций мы оцениваем со сдержанным оптимизмом. Острая фаза долгового кризиса в Греции и в целом в еврозоне купирована, и мы вряд ли увидим его обострение, по крайней мере, до сентября-октября. Кроме того, возможный дефолт США не является частью нашего базового сценария. Однако последний месяц лета традиционно характеризуется пониженной активностью рынков, что, вероятно, не позволит российским евробондам выйти в существенный плюс. Для суверенных валютных облигаций мы рассчитываем на рост в пределах 1 п.п. в терминах ценового индекса TDI Russia Sovereign, для корпоративных же бумаг наш прогноз – рост не более 1.5 п.п. исходя из ценового индекса TDI Russia Non-Sovereign.

«МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ» ИЮЛЬ МОЖЕТ ПЕРЕЙТИ В «БАНКОВСКИЙ» АВГУСТ; ОБЪЕМЫ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА НЕ ПРЕВЫСЯТ USD1.5 МЛРД.

Июль 2011 г. на первичном рынке еврооблигаций можно по праву назвать месяцем металлургов. Несмотря на в целом достаточно негативную конъюнктуру рынков, вызванную прежде всего спекуляциями по поводу возможного дефолта США и распространением долгового кризиса на «ядро» еврозоны, две крупные российские компании, Металлоинвест и Северсталь, все же смогли заинтересовать инвесторов, причем для первой размещение евробондов стало дебютным. Общий объем «первички», как мы и ожидали, снизился по сравнению с июнем – до USD1.25 млрд. Несмотря на обилие планов компаний, в августе мы также рассчитываем увидеть объем первичного рынка еврооблигаций в диапазоне USD1-1.5 млрд.

Выход на рынок публичного валютного долга нового эмитента в лице Металлоинвеста был событием ожидаемым: компания еще в начале июля объявила о проведении road show. В итоге были выпущены 5-летние евробонды на USD750 млн. с доходностью 6.5%. Примечательно, на наш взгляд, то, что фактический объем размещения оказался вдвое ниже верхней границы объема запланированного. Вероятно, компания решила «пожертвовать» объемом ради снижения доходности (первоначальный ориентир был установлен в диапазоне 6.5-7.0%). Выпуск **Metalloinvest 16** мы считаем достаточно привлекательным – премия к кривой Евраза в момент размещения составляла около 50 бп, в то время как фундаментальных оснований для такого спреда мы не видим. В итоге к 25 июля данный показатель сжался до 25 бп, а котировки евробонда подросли до 100.8% от номинала.

ДИАГРАММА 7. ЕВРОБОНДЫ РОССИЙСКИХ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ



Источник: НБ «Траст»

Наряду с Металлоинвестом, road show еврообондов в начале июля проводил еще один представитель металлургического сектора – Северсталь. Компания так же выпустила 5-летние еврооблигации, но на меньшую сумму – USD500 млн., под ставку 6.25%. Изначальный диапазон по бумагам Северстали был установлен на уровне 6.00-6.25%, затем повышен до 6.25-6.375%, а объем сокращен с USD700 млн. Таким образом, как и в ситуации с дебютным еврообондом Металлоинвеста, Северсталь предпочла не гнаться за объемами, а разместиться «подешевле» (во всяком случае, насколько это позволял все еще неровный внешний фон). На перспективы нового еврообонда компании мы смотрим со сдержанным оптимизмом. Премия к уже обращающимся выпускам Северстали в момент размещения была невысока, однако у **SeverStal 16**, с нашей точки зрения, есть шансы показать положительную динамику вместе с другими бумагами компании за счет сужения спреда к суверенной кривой РФ. В частности, спред **SeverStal 17–Russia 18** с начала июня расширился на 40 бп до 240 бп, что представляется чрезмерным и предполагает возможность его сокращения обратно к уровню примерно в 200 бп.

ТАБЛИЦА 2. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ИЮЛЕ 2011

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, млн.	Валюта выпуска	Купон	Срок до погашения
Metalloinvest 16	18 июл 11	750	USD	6.50%	5 лет
SeverStal 16	21 июл 11	500	USD	6.25%	5 лет

Источник: НБ «Траст»

Перспективы первичного рынка еврообондов в августе представляются нам достаточно туманными. Помимо традиционной для данного месяца низкой активности препятствовать новым размещениям может все еще находящийся в острой фазе долговой кризис в еврозоне. Определяющим же фактором для перспектив первичного рынка станет разрешение «интриги» 2 августа в США. Общий объем «первички» в последний месяц лета, с нашей точки зрения, составит USD1-1.5 млрд., а основными эмитентами, скорее всего, выступят банки.

Пока что о вероятности размещения еврообондов в ближайший месяц можно говорить в отношении трех эмитентов. В частности, ВЭБ, проводивший в первых числах июля road show 7- и 30-летних еврообондов на сумму минимум USD500 млн., может все же решиться на выпуск в августе. Кроме того, Газпромбанк с 25 июля проводит road show еврообондов с 5-7-летним сроком погашения на сумму также не менее USD500 млн. Размещение еврообондов Московского Кредитного Банка на сумму USD200 млн. должно состояться уже 28 июля. Ориентир доходности установлен на уровне 8.25%, что делает выпуск очень привлекательным.

В июле мы услышали ряд заявлений на тему еврообондов от ВТБ и Сбербанка. Тем не менее предложений от этих двух эмитентов непосредственно в августе мы не ждем. У ВТБ планы по еврообондам растянуты на 2-ю половину года, причем интерес может быть проявлен к так полюбившимся банку «экзотическим» валютам. Сбербанк же лишь отметил возможность заимствований в евро в связи с покупкой активов австрийского Volksbanken International в регионе ЦВЕ, не уточняя сроков и объемов возможных размещений.

РУБЛЕВЫЙ ДОЛГ: НЫНЕШНИЙ ТРЕНД СОХРАНИТСЯ ДО КОНЦА ЛЕТА

СОСТОЯНИЕ С ЛИКВИДНОСТЬЮ В АВГУСТЕ ПРОДОЛЖИТ УХУДШАТЬСЯ, СТАВКИ К ИЮЛЬСКИМ УРОВНЯМ НЕ ВЕРНУТСЯ

Мы полагаем, что ситуация с запасом рублевых средств в банковской системе в августе продолжит ухудшаться. Главным фактором стерилизации ликвидности остается профицит федерального бюджета. Так, сальдо бюджета в 1П 2011 г. сложилось положительное и составило RUB640.1 млрд., что с учетом прочих источников изъятия ликвидности абсорбировало с рынка за аналогичный период почти RUB820 млрд. Мы связываем ожидания превышения доходов над расходами бюджета и сопряженного с этим оттока ликвидности с тем, что бюджетные средства по-прежнему тратятся крайне медленно. При этом более высокие цены на нефть оборачиваются ростом налогов.

В августе налоговые платежи, по нашим оценкам, останутся примерно на уровне июля, когда объем отчислений в казну мы прогнозировали в размере RUB810 млрд. (с учетом страховых взносов во внебюджетные фонды). Негативно на запасе банковских средств отразятся и планируемые рыночные выпуски ОФЗ в объеме RUB90 млрд., что не сильно уступает заявленному в июле (RUB110 млрд.). Однако высокие цены на нефть, которые уже вернулись на уровень USD118 за баррель Brent, повлекут за собой не только увеличение отчислений в казну, но и рост интервенций ЦБ. Покупка валюты Банком России в августе по нашим расчетам пополнит «копилку» банков на RUB140 млрд., смягчая тем самым последствия бюджетной политики.

Из дополнительных источников ликвидности в августе необходимо отметить погашение ОБР 19 на сумму RUB29.1 млрд. и части номинала ОФЗ 46002 на RUB15.5 млрд., а также выплату купонов по ОФЗ на RUB29.1 млрд., – то есть в общей сложности RUB71.2 млрд. Часть этой суммы перекроется возвратом с депозитов банков Минфину (RUB39.0 млрд.) и фонду ЖКХ (RUB7.7 млрд.), образуя тем самым положительный нетто-итог в RUB24.5 млрд. Хотя подобная сумма – «капля в море» в сравнении с объемом налоговых платежей.

Встречные поступления бюджетных средств, по нашим оценкам, компенсируют пока лишь порядка 60-70% самих налоговых выплат, и есть все основания полагать, что ситуация мало изменится в августе. Мы считаем, что по окончании налогового периода в августе суммарная величина остатков на корсчетах и депозитах может сократиться примерно на 20% до RUB700 млрд.

На наш взгляд, наблюдаемый всплеск ставок денежного рынка во время июльского налогового периода будет сглажен приходом на рынок бюджетных средств в начале августа. Ставки, скорее всего, к уровням июля уже не вернуться, а зафиксируются в районе +10-35 бп к стоимости депозитов овернайт с ЦБ (сейчас 3.5%) для сделок МБК и 4.0-4.2% для сделок через междилерского РЕПО. К концу августа из-за связанного с налогами оттока ликвидности, они могут временно приподняться еще на 50 бп, что соответствует примерно 4.1-4.3% на рынке МБК и 4.5-4.7% для РЕПО. Причем на начало сентября равновесный уровень ставок с высокой долей вероятности сложится выше 4% для МБК и 4.3% для РЕПО. Такой рост ставок расценивается нами как приемлемый и не вызывает серьезных опасений, поскольку обусловлен характером бюджетной политики. Повышение ставок Банком России в августе маловероятно ввиду сезонного замедления инфляции при ухудшении динамики инвестиций. В то же время раскручивание потребительской и кредитной активности позволяет опасаться новых мер по ужесточению монетарной политики уже осенью.

БЮДЖЕТ И ПЛАН ЗАИМСТВОВАНИЙ НА РЫНКЕ ОФЗ – ДО КОНЦА ГОДА МИНФИНУ НЕОБХОДИМО ЗАНЯТЬ ОКОЛО RUB350 МЛРД.

Подтвержденный недавно Алексеем Кудриным прогноз дефицита бюджета на 2011 г. с учетом внесенных летом поправок составляет RUB719.0 млрд., или 1.3% ВВП при USD105 за баррель в 2011 г. При этом позитивный сценарий предполагает, со слов министра, выход показателя дефицита на уровень 1% ВВП или «чуть более 1%».

В связи с сохранением благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках мы пересматриваем наш базовый прогноз по цене на нефть в сторону повышения до USD108 за баррель, против USD90-105 в более ранних прогнозах. Исходя из нового сценария наиболее реалистичным в 2011 г. нам видится дефицит порядка RUB500 млрд. или 1% ВВП.

Чтобы финансировать такой дефицит и одновременно пополнять Резервный фонд (до RUB1.45 трлн. с текущих RUB747 млрд.), до конца года Минфину, по нашим оценкам, необходимо занять около RUB340 млрд. (с учетом погашений) сверх уже привлеченных RUB682 млрд. ОФЗ (на 27.07.11 г.) и RUB90 млрд. рублевых евробондов. При этом Минфин лишь на ЗК 2011 г. выставляет

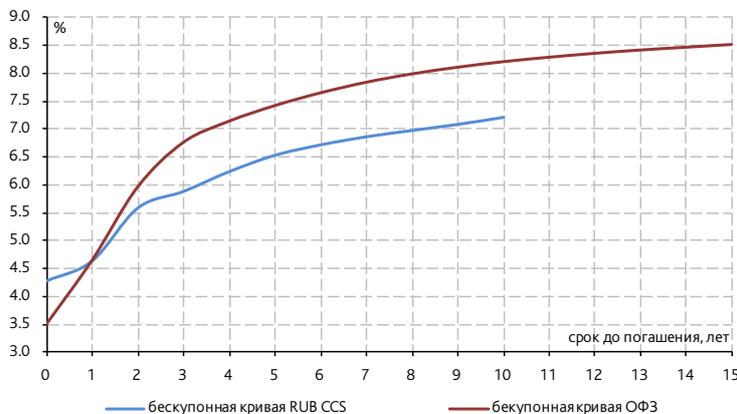
план выпуска ОФЗ в RUB350 млрд, что предполагает более интенсивный, чем того требует бюджет, характер размещений.

ДЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ВЫГЛЯДИТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМ, ОДНАКО ШКВАЛА ПОКУПОК НЕ ЖДЕМ

Несмотря на наблюдаемые минимальные доходности на рынке рублевого долга, ситуация здесь не совсем тривиальна. Сопоставление со стоимостью фондирования через валютно-процентные свопы (а данный рынок отражает стоимость фондирования для инвесторов-нерезидентов) позволяет говорить о наличии потенциала для роста цен рублевых долговых инструментов (в частности, ОФЗ). Ниже мы представили бескупонные кривые ОФЗ и межвалютные процентные свопы (RUB Cross-Currency Interest Rate Swaps – CSS).

Практически на всем своем протяжении (на дюрации свыше 2 лет) кривая ОФЗ находится существенно выше кривой процентных свопов: в наиболее активно торгуемой на российском внутреннем рынке долга дюрации 3-7 лет ставки по ОФЗ находятся на 88-100 бп выше ставок RUB CCS. Соответственно, рынок рублевого долга выглядит вполне привлекательным для нерезидентов.

ДИАГРАММА 8. БЕСКУПОННЫЕ КРИВЫЕ ОФЗ И RUB CCS ПО СОСТОЯНИЮ НА 22.07.2011



Источник: Reuters, ЦБ РФ, НБ «Траст»

Наши мысли относительно данной ситуации следующие: при наличии благоприятных факторов на глобальных рынках нерезиденты вполне могут активизировать покупки в рублевых облигациях.

Однако мы склонны рассматривать данную ситуацию в той же категории, что и недооцененность российских еврооблигаций относительно традиционно выделяемых аналогов из EM с сопоставимыми рейтингами или даже ниже (Бразилия, Мексика). Данная недооцененность существует уже длительное время, и мы не думаем, что до конца года она исчезнет. На наш взгляд, гораздо больше шансов для этого было в 2010 г., нежели сейчас, когда волатильность на основных фондовых и товарных площадках выросла.

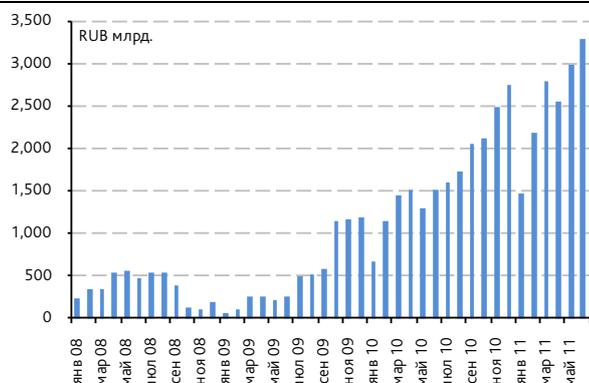
Наши выводы из суждения о недооцененности рублевых бумаг относительно RUB CCS аналогичны. Возросшая волатильность, высокие ценовые уровни по всем группам товарных активов и сдержанный оптимизм относительно темпов восстановления развитых экономик не гарантирует усиления присутствия нерезидентов на рынке рублевого долга.

Как нам кажется, и внутренние ресурсы дальше «гнать» цены облигаций вверх, видимо, на исходе. Как мы понимаем, низкие доходности ОФЗ и бумаг первого эшелона, помноженные на стоимость фондирования и налоги по операциям с ценными бумагами, оставляют простую покупку соответствующих бумаг привлекательной фактически лишь для госбанков. Причина – доступ последних к дешевому фондированию.

Едва ли не важнейшим источником для заработка остается рынок РЕПО – по последним данным ММВБ (за июнь), объем соответствующих сделок с ОФЗ находится на годовом максимуме – RUB3.28 трлн. (см. Диаграмма 9).

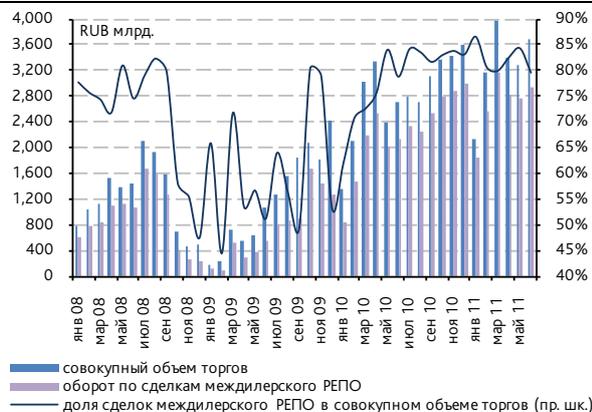
В секторе негосударственных облигаций с начала года среднемесячный объем сделок РЕПО составил RUB2.68 трлн. (82% оборота торгов в сегменте) против RUB2.25 трлн. по итогам 2010 г. (78.5%).

ДИАГРАММА 9. ОБЪЕМ СДЕЛОК МЕЖДИЛЕРСКОГО РЕПО В СЕКТОРЕ ГОСБУМАГ НА ФБ ММВБ, ЯНВАРЬ 2008 – ИЮНЬ 2011, МЕСЯЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. АКТИВНОСТЬ МЕЖДИЛЕРСКОГО РЕПО В СЕКТОРЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ НА ФБ ММВБ, ЯНВАРЬ 2008 – ИЮНЬ 2011, МЕСЯЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

Таким образом, до конца года для российского рынка видятся два сценария. При сохранении благополучного внешнего фона наиболее вероятно топтание на месте либо умеренный рост цен в средней и длинной дюрациях по всем секторам рынка, с опережением в корпоративных выпусках. При этом вне госбумаг мы по-прежнему склонны ждать опережающей динамики роста цен со стороны выпусков второго эшелона как уже обращающихся, так и размещаемых.

Необходимыми условиями на внешних рынках для реализации данного сценария, по нашему мнению, являются:

- благополучное разрешение ситуации вокруг порога госдолга США и отсутствие негативных рейтинговых действий в отношении суверенного рейтинга страны (например, вследствие недостаточного объема плана по сокращению расходов) до конца года;
- отсутствие новых витков обострений долговых историй в еврозоне и негативных сигналов со стороны экономики Китая.

В качестве второго варианта развития событий мы рассматриваем негативную реакцию глобальных финансовых рынков на более медленное восстановление экономики США в сравнении с первоначальными ожиданиями. Уже по итогам июньского заседания ФРС пересмотрел прогнозы роста американской экономики до уровней, которые мы озвучили в 1К 2011 г. в рамках нашей Стратегии долговых рынков на 2011 г. Российская экономика по-прежнему является сырьевой, и любые ставки на потенциал внутреннего спроса в настоящее время мы оцениваем скептически. Это означает, что и внутренний рынок долга не останется в стороне и будет скорректирован.

ОФЗ: КОНКРЕТИЗАЦИЯ СХЕМЫ ПОМОЩИ БАНКУ МОСКВЫ ЗАСТАВЛЯЕТ ОТКАЗАТЬСЯ ОТ ИГРЫ НА РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ ДЛИННЫХ БУМАГ

В «Стратегии долговых рынков: июль 2011» мы сделали ставку на дальнейшее расширение спредов между дальними и ближними выпусками ОФЗ в рамках значительного навеса первичного предложения в ЗК 2011 г. в срочности 6–10 лет. 75% планового объема предложения Минфина предполагалось разместить именно в этой длине.

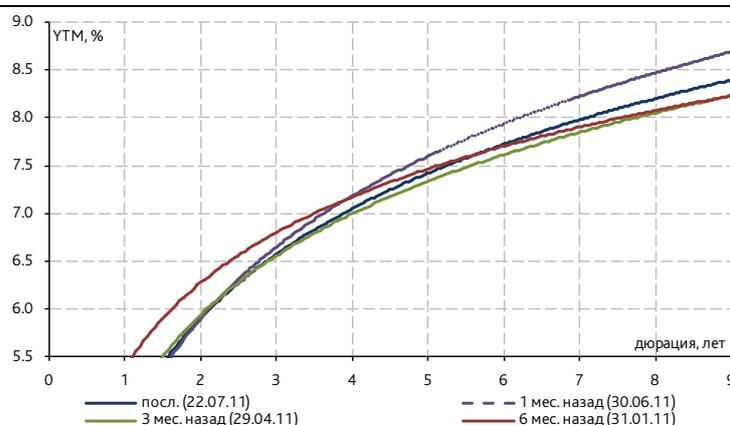
На конец ЗК 2011 г. по спредам **ОФЗ 26204–ОФЗ 25076** и **ОФЗ 26205–ОФЗ 25076** мы закладывали расширение на 20–40 бп относительно уровня конца июня, составивших соответственно 165 бп и 180 бп. Спустя некоторое время после опубликования нашего прогноза обозначились детали предоставления помощи со стороны АСВ Банку Москвы. Схема в конечном итоге предполагает размещение средств помощи в выпуски ОФЗ с амортизацией основной суммы долга (ОФЗ-АД), которые будут размещены в пользу банка и в перспективе едва станут активно торгуемыми инструментами.

Комментируя данное решение, глава долгового департамента Минфина К. Вышковский отметил, что реализация описанного плана в отношении Банка Москвы позволит Минфину снизить «необходимость обращаться к рынку за привлечением ресурсов» – при одновременном заверении о неизменности программы заимствований.

С учетом размера помощи Банку Москвы в объеме RUB295 млрд. и нашей оценки потребности Минфина в финансировании через выпуск ОФЗ до конца года около RUB340 млрд. (с учетом предстоящих до конца года погашений), от Минфина в ходе аукционов по госбумагам следует ждать максимальных намерений занять подешевле. Благо этому способствует высокий спрос на длину среди участников в поисках повышенной доходности. Соответственно, предложение ориентиров «в рынке» без премий при условии сохранения положительной внешней конъюнктуры, видимо, будет флагманским курсом ведомства вплоть до конца 2011 г.

К концу июля дальний сегмент кривой ОФЗ достаточно заметно снизился относительно уровней на конец предшествовавшего месяца. На дюрации выпусков **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 26204** (4.8-5.2 года) доходности снизились на 32-35 бп до 7.50-7.60%, на дюрации **ОФЗ 25079** и **ОФЗ 25077** (3.4-3.8 лет) – на 18-23 бп. до 6.90-7.10%.

ДИАГРАММА 11. КРИВАЯ ОФЗ В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2011



Источник: НБ «Траст»

Фактическое размещение ОФЗ на аукционах в июне составило около RUB78 млрд. при запланированном в графике размещений Минфина объеме RUB110 млрд. К размещению в августе будет предложен меньший объем (RUB90 млрд.) и аналогичные по срочности выпуски, размещенные в июле.

ТАБЛИЦА 3. АУКЦИОНЫ ОФЗ В ИЮЛЕ И АВГУСТЕ

	06.07.11	13.07.11	20.07.11	27.07.11	03.08.11	10.08.11	17.08.11	24.08.11
План								
выпуск ОФЗ	26204	26205	26206	25079	26204	26205	26206	25079
срочность, лет	7	10	6	4	7	10	6	4
предложение, RUB млрд.	30	30	25	25	20	20	25	25
Факт								
выпуск ОФЗ	26204	26205	26206	25079				
предложение, RUB млрд.	30	30	25	25				
ориентир доходности, %	7.75-7.80	7.85-7.90	7.50-7.55	6.81-6.85				
премия к вторичке	нет	нет	да	нет				
доходность отсечения, %	7.79	7.90	7.54	6.85				
доходность размещения, %	7.78	7.90	7.53	6.84				
размещение, RUB млрд.	29.9	1.2	24.9	21.4				
bid-to-cover	2.01	6.87	2.11	1.31				

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

В августе мы не ожидаем ухудшения ситуации на внешних рынках, будучи оптимистами в вопросе повышения потолка госдолга США к началу предстоящего месяца. В то же время мы прогнозируем более острую ситуацию с ликвидностью на внутреннем рынке в сравнении с июлем. В этой связи мы предполагаем несколько повышенные доходности на дальнем конце суверенной кривой – порядка 7.70-7.80%

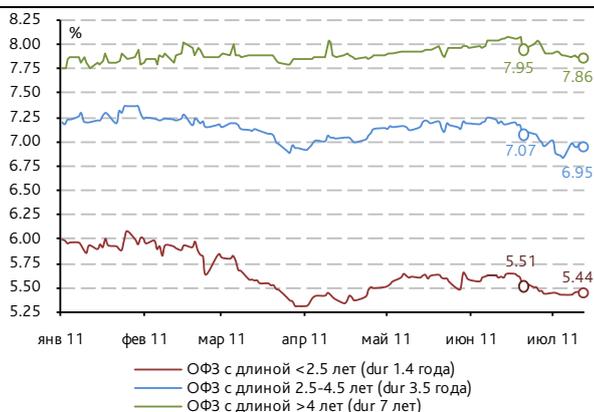
терминах **ОФЗ 26204** и 7.15-7.25% по более короткой **ОФЗ 25077** – при текущих 7.60% и 7.11% соответственно (по итогам на 22.07.2011 г.).

ДОХОДНОСТИ В ИЮЛЕ: ЗАМЕТНОЕ СНИЖЕНИЕ В ПЕРВОМ ЭШЕЛОНЕ

В июле доходности рублевого рынка продолжили снижаться: в сегменте госбумаг на 9-11 бп по ОФЗ с различными сроками обращения (на 22.07.2011 г.) – см. Диаграмма 12. Доходности ликвидных корпоративных облигаций первого эшелона снизились на 11 бп до 7.16%, второго – на 4 бп до 7.67%. Дюрация индексов корпоративных облигаций по эшелонам, представляющих собой средневзвешенную доходность ликвидных выпусков соответствующих сегментов рынка, примерно сопоставима – 1.9-2.1 лет.

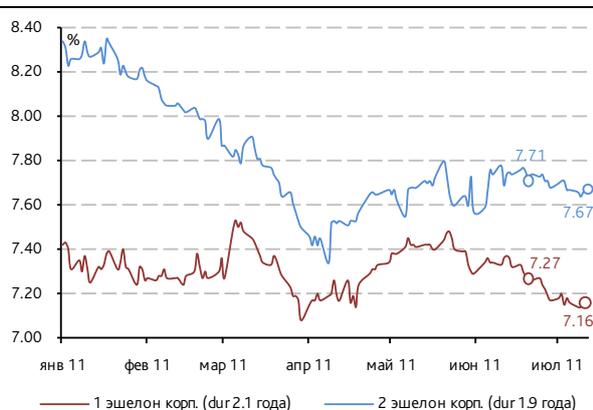
Опережающий рост цен в первом эшелоне мы связываем со значительным навесом первичного предложения в данном сегменте (из RUB83.5 млрд. июльской первички на первый эшелон пришлось RUB60 млрд.) и общим интересом инвесторов к участию в первичке в расчете на рост цен на вторичных торгах.

ДИАГРАММА 12. ДОХОДНОСТИ ОФЗ С РАЗЛИЧНЫМИ СРОКАМИ ОБРАЩЕНИЯ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

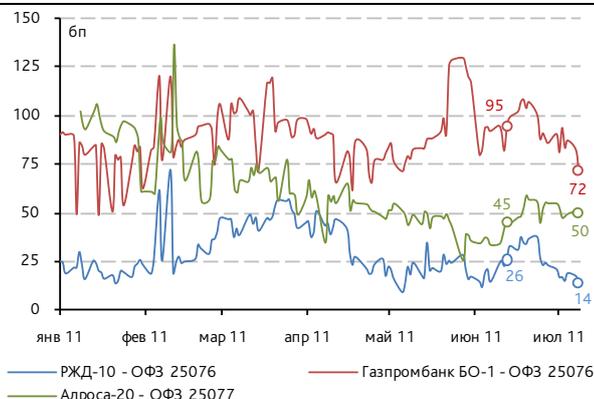
ДИАГРАММА 13. ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ 1-ГО И 2-ГО ЭШЕЛОНОВ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

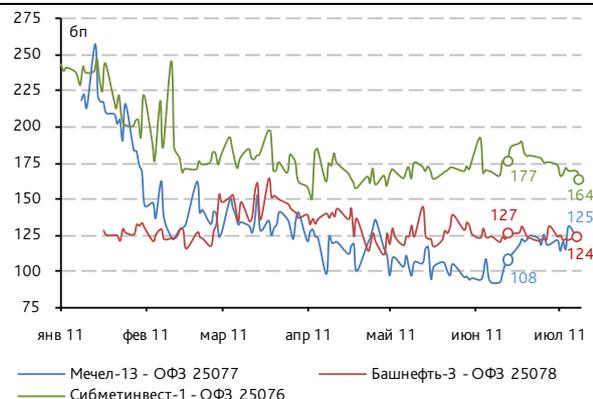
В динамике спредов корпоративных выпусков к ОФЗ в июле преобладало сужение. Из ликвидных выпусков первого эшелона спред **РЖД-10-ОФЗ 25076** к концу июля сжался на 12 бп до 14 бп., спред **Газпромбанк БО-1-ОФЗ 25076** сузился 23 бп до 75 бп. В динамике выпусков второго эшелона к ОФЗ в июле преимущественной тенденцией также было сокращение разрывов доходностей – на 13 бп до 164 бп сузился спред **Сибметинвест-1-ОФЗ 25076**, в более короткой дюрации движения были заметно меньше – спред **Башнефть-3-ОФЗ 25078** -3 бп до 124 бп.

ДИАГРАММА 14. СПРЕДЫ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ 1-ГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 15. СПРЕДЫ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ 2-ГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: НБ «Траст»

В связи с опережающим ростом цен облигаций первого эшелона спред между выпусками второго и первого эшелонов расширился до 51 бп (+7 бп относительно конца июня).

ДИАГРАММА 16. СПРЕД МЕЖДУ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ ПЕРВОГО И ВТОРОГО ЭШЕЛОНОВ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011, ДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

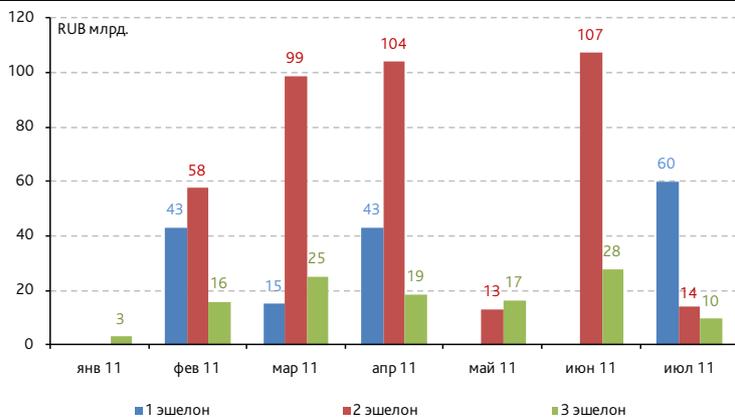


Источник: НБ «Траст»

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮЛЕ: ВО ВЛАСТИ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА

После июньского пика в RUB135 млрд. объем первичного рынка в июле на 26.07.2011 г. составил RUB83.5 млрд., без учета доразмещенных выпусков второго эшелона **Банк Зенит-5** и **МТС-2** на сумму RUB8.6 млрд. До конца текущего месяца пройдет размещение еще RUB10.5 млрд. выпусков корпоративных облигаций.

ДИАГРАММА 17. ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ В РАЗРЕЗЕ ЭШЕЛОНОВ, ЯНВАРЬ – ИЮЛЬ 2011*



** на 26.07.2011, без учета доразмещаемых выпусков

Источник: НБ «Траст»

Большая часть предложения на сей раз была обеспечена эмитентами первого эшелона: РСХБ, ФСК ЕЭС, Газпромбанком. На текущий момент все заявленные размещения на июль реализованы, в том числе и **Комос Групп БО-1** после неудачной попытки выйти на рынок в апреле. Достаточно оперативный сбор заявок по размещаемому 28 июля выпуску **ЮТЭйр-Финанс-5** и отсутствие маркетинга говорит в пользу того, что размещение будет носить преимущественно технический характер, а выпуск в основной своей массе, видимо, осядет на книгах, организующих размещение инвестдомов.

ТАБЛИЦА 4. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В ИЮЛЕ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 26.07.2011)

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 ЕЭС-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	6.3	100.35%**	4 года	7.79%	3.7
РСХБ 12, 13, 14*	12.07.11	20.0	7.70%	4 года	7.85%	3.5
СКБ Банк БО-06*	12.07.11	2.0	8.50%	2 года	8.68%	1.9
ММК БО-06*	14.07.11	5.0	7.20%	3 года	7.33%	2.7
ИНГ Банк (Евразия), 01*	15.07.11	5.0	4.99%	3 года	5.08%	2.8
Газпромбанк БО-2*	18.07.11	10.0	6.75%	3 года	6.86%	1.9
КОМОС ГРУПП БО-01*	19.07.11	1.5	11.0%	3 года	11.3%	2.0
ФСК ЕЭС-19*	21.07.11	20.0	7.95%	7 лет	8.11%	5.4
ММК БО-7	26.07.11	5.0	7.25-7.45%	3 года	7.38-7.59%	2.7
ЛСР БО-05	28.07.11	2.0	8.50-8.75%	3 года	8.68-8.94%	2.7
КБ Стройкредит БО-1, БО-2	28.07.11	2.0	9.9-10.4%	3 года	10.15-10.67%	1.0
ЮТЭйр-Финанс-5	28.07.11	1.5	9.50%	5 лет	9.84%	4.0
Итого:		102.6				

* фактические параметры по итогам закрытия книги заявок/размещения

** цена размещения

Источник: данные организаторов, НБ «Траст»

Объем заявленной первички на август пока незначителен – около RUB20 млрд. В основной своей массе он сформирован банковскими выпусками второго и третьего эшелонов.

ТАБЛИЦА 5. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В АВГУСТЕ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 26.07.2011)

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, RUB млрд.	Ориентир по купону	Срок до oferty / погашения	УТМ / УТР	Дюрация, лет
Глобэкс БО-4, БО-6	01.08.11	5.0	6.8-7.2%	3 года	6.92-7.23%	1.0
Мираторг-Финанс БО-1	02.08.11	3.0	8.5-9.0%	3 года	8.68-9.20%	2.7
Меткомбанк БО-1	02.08.11	1.5	8.75-9.0%	1.5 года	8.95-9.2%	1.4
ОТП Банк БО-1	03.08.11	5.0	8.0-8.25%	3 года	8.16-8.42%	2.7
КБ Ренессанс Капитал БО-03	03.08.11*	3.0	9.5-9.9%	2 года	9.73-10.15%	1.9
Итого:		17.5				

* дата закрытия книги заявок

Источник: данные организаторов, НБ «Траст»

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 495 789-36-09

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

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

Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

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

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

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

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

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 495 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 495 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 495 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 495 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 495 647-25-74
yana.shnayder@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 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. 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 15а-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 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, выраженным 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.