

Долговой рынок

Ситуация на рынке в июле Обзор за месяц и прогноз на перспективу

События и комментарии

США: долговой кризис и замедление экономики

В прошедшем месяце еще никогда США не находилась так близко от технического дефолта по своим обязательствам. Очевидно, что разыгрываемая «драма» с бесчисленными попытками республиканцев и демократов договориться носила во многом политический подтекст. Многие на рынке были уверены, что соглашение по повышению лимита госдолга все-таки будет достигнуто в последний момент, что в буквальном смысле и произошло. За два дня до заветного для мировой экономики «дэдлайна» - 2 августа, обе партии все-таки согласовали план сокращения госрасходов и повышения «планки» новых заимствований.

План предполагает увеличение лимита госдолга единовременно на \$917 млрд. и сокращение гос. расходов на \$900 млрд. в течение 10 лет. Эти изменения уже не имеют обратной силы и не будут обсуждаться в дальнейшем.

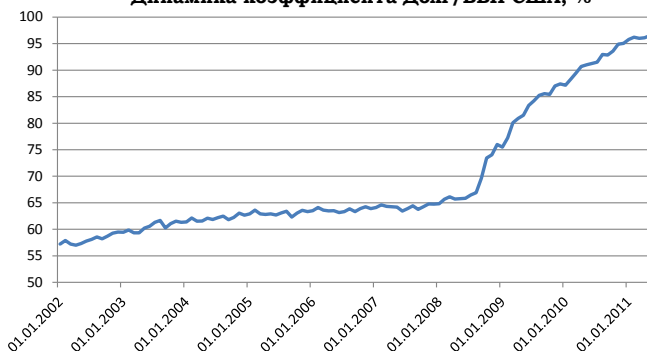
Вторая часть плана предполагает создание специальной комиссии, которая подготовит проект сокращения госрасходов еще на \$1,5 трлн. В случае принятия проекта (не позднее конца этого года), «потолок» госдолга будет повышен еще на \$1,5 трлн.

Если предложения комиссии будут отклонены, лимит госдолга все равно будет повышен, но только на \$1,2 трлн. В этом случае, в силу вступит план, предполагающий автоматическое урезание социальных и оборонных расходов.

Таким образом, **всего США предстоит сократить госрасходы на \$2,4 трлн.** в течение 10 лет. **Лимит госдолга будет увеличен в худшем случае на \$2,1 трлн., в лучшем – на \$2,4 трлн.**

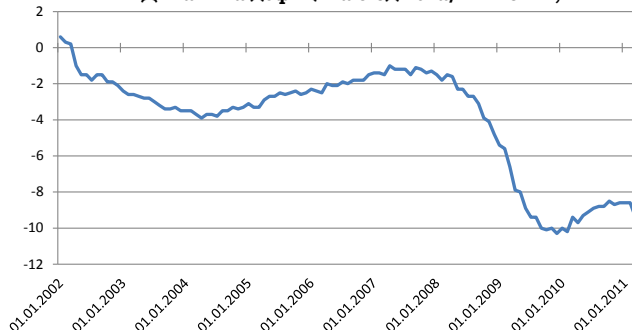
Достигнутое соглашение позволило временно снять напряженность на рынках. В то же время, ситуация конца июля еще раз подтвердила факты, которые, строго говоря, были известны давно. Во-первых, доходов США недостаточно, чтобы профинансировать расходную часть бюджета и обслужить долг. Для этого им и дальше предстоит заниматься. Во-вторых, американские облигации невозможно назвать «качественным» активом с минимальным уровнем риска. Вероятность неполучения держателями treasures купонов и номинальной суммы по ним к концу июля была довольно высока. В-третьих, неясным остается ситуация с кредитным рейтингом США в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Агентство S&P понизило долгосрочный

Динамика коэффициента Долг/ВВП США, %



Источник: Bloomberg

Динамика дефицита бюджета/ВВП США, %



Источник: Bloomberg



кредитный рейтинг США, впервые с 1917 года с AAA до AA+, сохранив по рейтингу негативный прогноз. Аналитики S&P отметили, что большую роль в решении понизить рейтинг США сыграла невозможность политиков быстро договариваться относительно поднятия лимита госдолга. В начале августа агентство Moody's также понизило прогноз до негативного. Правда, пригрозило понижением рейтинга только к 2013 году, в случае если политики не смогут договориться относительно урезания бюджетных трат и сокращения госдолга.

Особенно туманно смотрятся перспективы США по выходу из «долгового кризиса» в свете слабой статистики, указывающей на замедление экономического роста страны. Вместе с ростом госдолга это предопределяет ухудшение кредитных метрик США, таких как госдолг/ВВП и дефицит бюджета/ВВП, которые к концу достигли уровней 95,6% и 9,1%. В то же время, довольно трудно на глобальном рынке отыскать столь же емкий и ликвидный рынок, как рынок treasuries. В особенности, этот вопрос тяжело решаем для суверенных вкладчиков, типа Китая или Японии. Мы не ожидаем значительного роста доходности по облигациям США в августе.

В конечном итоге, ясно, что ситуацию с уменьшением долга США будет трудно разрешить в ближайшее время. Эта тема еще много раз появится в течение нескольких лет, но, полагаем, что до конца года, то есть до того момента, когда к работе приступит комиссия для запланированного урезания расходов еще на \$1,5 трлн., наступит временное затишье. Вероятность понижения рейтинга США до конца года от агентств Moody's и Fitch, по нашему мнению, невелика.

В июле и начале августа статистика, выходящая в США, явно показала, что, несмотря на проводимую в 1 полугодии программу QE2, экономика США замедляется. Предварительная оценка по ВВП за 2 кв. оказалась значительно хуже ожиданий. ВВП вырос всего на 1,3% в годовом выражении, против ожиданий роста на 1,8%. ВВП за 1 кв. пересмотрен в сторону понижения с 1,9% до 0,4% роста. Замедление экономики во многом связано с почти отсутствующим ростом потребительских расходов, которые во втором квартале увеличились всего на 0,1%, против роста на 2,1% в 1 квартале.

Напомним, что в конце 2 кв. уровень безработицы достиг 9,2%, а первичные заявки держались выше 400 тыс. штук, что говорит о крайне слабом позитивном эффекте на экономику завершенной QE2. В несельскохозяйственном секторе было создано всего 57 тыс. рабочих мест в июне. Уровень безработицы в июле понизился до 9,1%, правда, произошло это за счёт выбытия из числа безработных лиц, которые отчаялись найти работу.

Рост промышленного производства в июне оказался хуже ожиданий и составил 0,2%. В то же время, июньский индекс потребительских цен показал увеличение, которое в свете последних данных, вряд ли можно назвать здоровым. Базовая инфляция выросла на

**Экономическая статистика по США,
опубликованная в июле**

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП за 2 кв., (первая оценка), г/г, %	1,3	1,8	0,4
Уровень безработицы в июле, %	9,1	9,2	9,1
Число рабочих мест, созданных в не с/х секторе в июле, тыс.	117	85	46
Промышленное производство в июне, %	0,2	0,3	-0,1
Базовая инфляция в июне, г/г, %	0,3	0,2	0,3
Розничные продажи в июне, %	0,2	0,4	0,2
Продажи домов на вторичном рынке в марте, млн. шт.	4,77	4,9	4,81

Источник: Bloomberg



0,3%, против ожиданий на 0,2%. В годовом выражении инфляция находится на уровне 1,6%, что все еще ниже планки в 2,0%.

В июле продолжились снижаться индексы деловой активности в секторе услуг и промышленности. Так, ISM Manufacturing неожиданно рухнул до 50,9 пунктов – минимального с июня 2009 года уровня, а ISM Non-Manufacturing снизился до 52,7 против ожидаемых 53,5 пунктов.

Столь негативная макростатистика означает, что «мягкая» монетарная политика в США, связанная с поддержанием базовой процентной ставки около 0%, продлится как минимум до конца первого или второго квартала 2012 года. С негативной публикацией каждого индикатора растет вероятность новых программ монетарного стимулирования, типа QE3.

9 августа пройдет заседание комитета по открытым рынкам, на котором будут озвучены мнения представителей ФРС относительно ситуации в экономике США. Мы не ожидаем, что на заседании будут сделаны конкретные заявления относительно вероятного QE3; ФРС продолжит наблюдать за динамикой инфляции и безработицы до следующего заседания 20 сентября. Если безработица будет по-прежнему высокой, а инфляция замедлится, ФРС вновь включит печатный станок.

Еврозона: лихорадка продолжается

В июле долговой кризис в еврозоне достиг опасной точки, преодолев которую, ситуация могла окончательно выйти из-под контроля. Июль начался с того, что рейтинговое агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Португалии и Ирландии до «мусорного» уровня Ba2. Доходности Греции, Ирландии и Португалии продолжили ставить рекорды. Однако прошедший месяц принес знаковое событие для еврозоны: доходности Испании, и, особенно, Италии, начали резко расти, перейдя «опасную» черту в 6,0%. Отметим, что критической отметкой, после которой заимствования для страны на долговых рынках практически невозможны, являются 7,0%. Именно в тот момент, когда доходности Португалии и Ирландии превысили эту отметку, эти страны были вынуждены обратиться за помощью в ЕС и МВФ. Рост доходностей был вызван неопределенностью относительно предоставления «второго пакета» помощи Греции, которой не чем будет расплатиться по своим долгам уже в сентябре. Кроме того, неясным оставалась и степень участия частных кредиторов в возможных программах спасения.

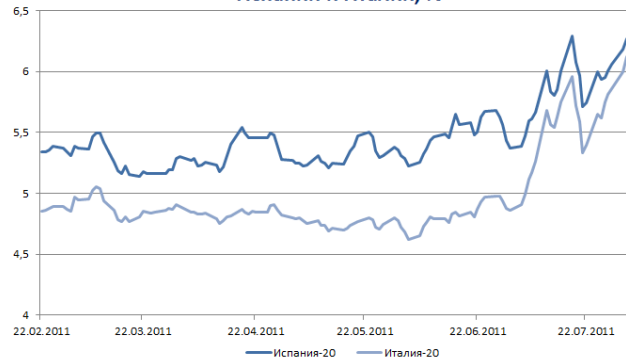
Рост доходностей итальянских облигаций оказался наилучшим стимулом для европейских политиков, которые на экстренном саммите в конце месяца одобрили программу спасения Греции.

Совокупный объем помощи Афинам до 2014 года составит 109 млрд. евро. Ставка по выданным Греции, как и Португалии и Ирландии, средствам будет снижена до 3,5%, а сроки возврата средств удлинены с 7,5 до 30 лет. Частный сектор также будет участвовать в помощи, путем обмена краткосрочных греческих обязательств на бонды с более длинным сроком. При этом,

Динамика доходностей 10-летних облигаций
Греции, Португалии и Ирландии, %



Динамика доходностей 10-летних облигаций
Испании и Италии, %



обмен будет осуществляться по невыгодным для кредиторов ценам, но большинство из них были вынуждены на это согласиться. Это уже заставило Moody's и S&P снизить рейтинг Греции до последней перед дефолтом ступени, присвоив им статус «выборочного дефолта».

Европейский стабилизационный механизм (ESM) сможет выкупать с рынка облигации стран еврозоны для поддержания котировок. В свою очередь, итальянский парламент одобрил пакет мер по сокращению госрасходов 40 млрд. евро, правда, только в 2013-2014 годах.

Столь быстрая и оперативная работа европейских чиновников привела к стабилизации ситуации на долговом рынке Европы. Доходность Греческих 10-леток рухнула с 18,0% до 14,5%, а доходность двухлетних бондов с 37,0% до 26,0%. Отскочили от максимумов и доходности облигаций Италии и Испании.

Но позитив на рынке длился недолго. После достигнутого соглашения о повешении лимита госдолга в США, внимание игроков вновь переключилось на рынок ЕС. Доходность 10-летних облигаций Италии достигла уровня в 6,12%, а Испании – 6,26%.

Мы полагаем, что в ближайшие недели существует высокая вероятность достижения 7,0%-го «барьера» итальянскими и испанскими облигациями. Вряд ли в этом случае встанет вопрос о спасении третьей и четвертой экономики Европы. Италии и Испании на двоих необходимо только до конца года погасить около 290 млрд. евро – около 39% от размера нынешнего фонда финансовой стабильности Европы. До конца 2015 года общий объем погашений двух стран составляет около 1 477 млрд. евро, 1 трлн. евро из которых составляет долг Италии. У итальянского правительства есть еще время и возможность остановить падение своих бондов. Необходимо принять более жесткую программу бюджетной экономии, реализовывать которую следует начинать уже с этого года.

Инфляция в Еврозоне в июне, данные по которой были опубликованы в середине июля, по-прежнему находилась выше целевых ориентиров ЕЦБ в 2,0% и составила 2,7% в годовом выражении. В начале июля ЕЦБ предсказуемо повысил базовую процентную ставку до 1,5%. В целом, выходящая статистика носила нейтральный характер. Принципиальных изменений экономической ситуации по сравнению с июнем не произошло. Экономическое доверие Еврозоны немного снизилось – 103,2 пунктов, вместо ожидаемых 104,0 пунктов. Уровень безработицы остался на прежнем уровне в 9,9%.

Аналогично и в Германии, июльский уровень безработицы составил 7,0%, как и месяцем ранее. Июньские данные по розничным продажам в Германии продемонстрировали впечатляющий рост. Розничные продажи увеличились на 6,3%, против ожидающихся 1,7%. В то же время, июльские данные по деловой активности в различных секторах показали замедление экономического роста. Например, производственный индекс PMI оказался на уровне 52,1 пунктов, против уровня в 54,6 пунктов в июне. Индекс потребительских цен в годовом выражении в июле составил 2,4%, против 2,3% роста в июне. За месяц цены выросли на 0,4%, в июне рост составлял 0,1%.

**Экономическая статистика по Еврозоне,
опубликованная в июле**

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
Уровень безработицы в еврозоне в июне, %, г/г	9,9	9,9	9,9
Индекс потребительских цен в Еврозоне в июне г/г, %	2,7	2,7	-
Розничные продажи в Еврозоне в июне, м/м, %	2,7	2,8	2,8
Уровень безработицы в Германии в июне, %, г/г	7,0	7,0	7,0
Индекс потребительских цен в Германии в апреле, г/г, %	2,4	2,3	2,3
Розничные продажи в Германии в апреле, м/м, %	6,3	1,7	-2,8

Источник: Bloomberg

В начале августа ЕЦБ ожидаемо сохранил процентную ставку без изменения на уровне 1,5%. Мы ожидаем, что в ближайшие заседания, ставка будет оставаться на прежнем уровне. В августе мы ожидаем небольшое замедление роста экономики Еврозоны. Бюджетная консолидация в странах PIIGS, опасения относительно долгового коллапса продолжают негативно воздействовать на экономику единой Европы. Инфляция сохранится в диапазоне 2,6-2,7%, а в Германии 2,3-2,4%.

Макроэкономика Китая

Статистика, выходящая в июле, показала, что экономика Китая растет месяц от месяца, несмотря на замедление роста в развитых странах. Рост ВВП во 2 кв. оказался выше ожиданий и составил 9,5%, тогда как в предыдущем квартале рост составлял 9,7%. Увеличение промышленного производства в июне оказалось выше, чем в предыдущие два месяца и достигло 15,1% в годовом выражении, против ожиданий аналитиков в 13,1%.

Быстрее, чем в мае росли и розничные продажи; они увеличились на 17,7% против 16,9% месяцем ранее. Во многом этому способствовало выросшее кредитование. Так, объем выданных кредитов в июне составил 633,9 млрд. юаней, тогда как в мае этот показатель составил 551,6 млрд. юаней.

Очередной всплеск деловой активности в июне в Китае привел к продолжающемуся росту потребительской инфляции, которая на конец июня достигла уровня в 6,4% - максимального уровня с середины 2008 года. Пока никакие шаги по сдерживанию инфляции, предпринимаемые китайскими властями, не приносят желаемого результата. Экономический пузырь продолжает увеличиваться, что связано, в том числе, и с «дешевым» юанем.

Мы полагаем, что если в августе ИПЦ вновь покажет рост, мы увидим очередное повышение ставки рефинансирования, и, возможно, ставки по обязательным резервам банков. Так или иначе, до конца года мы все же ждем, что китайская экономика немного замедлит рост, в связи с ухудшением экономической ситуации в США во 2 кв. 2011 года. Вероятно, замедление экономики США отразится на торможении роста Китая с лагом в несколько месяцев.

Экономическая статистика Китая, опубликованная в июле

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП во 2 кв., %, г/г	9,5	9,3	9,7
Промышленное производство в июне, %, г/г	15,1	13,1	13,3
Потребительская инфляция в июне, %, г/г	6,4	6,2	5,5
Розничные продажи в июне, %, г/г	17,7	17,0	16,9
Объем новых кредитов, млрд. юаней	633,9	622,5	551,6

Источник: Bloomberg



Российские еврооблигации

Долговые проблемы в Европе и США, замедление американской экономики привнесли на вторичный рынок российских евробондов значительную волатильность. При этом, суверенные бумаги России выглядели явно лучше, чем облигации корпоративного сектора. Мы связываем это с переоцененностью корпоративных бондов по сравнению с государственными бумагами, которая существовала последние несколько месяцев.

Напомним, что в ежемесячном обзоре за май мы отмечали, что спреды доходностей между корпоративными и суверенными выпусками сузились до минимума, и для некоторых облигаций премия к «суверенам» выглядела неоправданно низкой. При этом, если в мае и июне корпоративные бонды опережали по росту цены суверенные выпуски,

в конце июля произошел перелом. За несколько дней все суверенные бонды взлетели на несколько процентов. Выпуск Россия-30 в начале августа достиг полугодового максимума в 120,27% от номинала. Правда, накануне понижения рейтинга США «суверены» потеряли по 0,5-0,7%.

Всего по итогам месяца, суверенные облигации в среднем выросли на 1,0%, выпуск Россия-30 прибавил 0,95%, YTM – 4,14%. Индикативный спрэд доходности Россия-30-UST-10 значительно изменялся. В середине июля на фоне долговых проблем в Европе он взлетел до 158 б.п. Затем, после плохих статданных из США и ралли в суверенных бумагах России, спрэд сузился до 118 б.п. Однако на фоне роста доходностей по облигациям Италии и Испании и понижения рейтинга США, вновь вырос до 167 б.п.

Бумаги корпоративного сектора, в большинстве своем, завершили месяц снижением. Большую роль в этом сыграло рекордное за последний год снижение как раз накануне понижения рейтинга США. Тогда за один день бумаги потеряли в среднем от 1 до 3%.

Лидерами падения по итогам месяца оказались выпуски Евраз. Так, Евраз-18 снизился на 1,8%, Евраз-15 потерял 1,9%. Снижением в пределах процента завершили месяц бумаги Северстали. Крайне негативно месяц завершили и бумаги Вымпелкома, в частности, Вымпелком-21 упал на 2,1%, Вымпелком-18 и Вымпелком-16 снизились на 1,7%.

Среди банковского сектора наибольшее снижение было в евробондах Альфа-банка, которые потеряли от 0,7% до 1,5%. Негативно смотрелись и другие банковские бонды «второго» и «третьего» эшелонов. Номос-банк-16 снизился на 0,85%, Промсвязьбанк-15 потерял 1,05%, Ренессанс Капитал-16 упал на 1,1%.

Тем не менее, отдельным бумагам удалось вырасти, в частности, лидерами роста оказались некоторые выпуски Газпрома, ВЭБа и Новатэка. Например, Газпром-22 вырос на 1,6%, ВЭБ-25 прибавил 0,9%, а ВЭБ-20 вырос на 1,3%. Новатэк-21 и Новатэк-16 прибавили около 0,6%. Такой же рост показал Совкомфлот-17.

Таким образом, нельзя сказать, что продажи были сосредоточены исключительно в «длинных» выпусках. Напротив, высокая волатильность способствовала сильному росту некоторых из них, при этом существовавшая неопределенность в них исчезла. Например, выпуски ВЭБа сейчас лежат на кривой Сбербанка, а евробонды Новатэка почти достигли кривой доходности Лукойла.

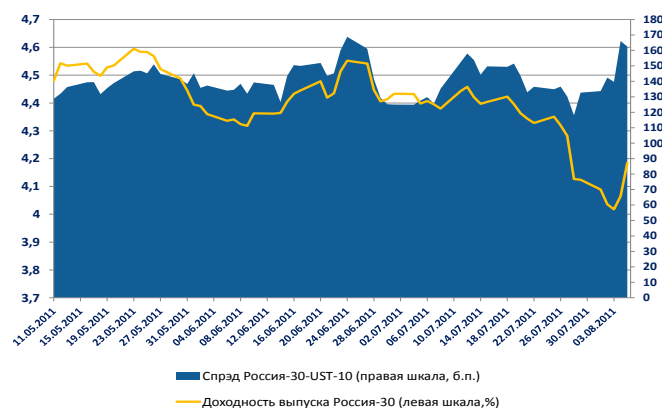
В августе мы выделяем два сценария развития событий.

Сценарий 1. Предполагает стабилизацию ситуации на долговом рынке Еврозоны. Рост доходностей по итальянским и испанским 10-леткам не превысит 6-6,5%. В самой Италии будут законодательно приняты меры по консолидации бюджетных финансов. На заседании ФРС появятся существенные намеки на QE3, что приведёт к оживлению на фондовых и сырьевых рынках.

В случае реализации этого сценария, суверенные бумаги России покажут умеренный рост в пределах 0,5%. В корпоративном секторе покупки будут преобладать в бондах, которые наиболее снизились в июле: металлургическом и банковском секторах.

Сценарий 2. Предполагает, что ситуация в ЕС выйдет из-под контроля, доходности по облигациям Италии и Испании превысят 7,0%. Встанет вопрос об обращении за помощью к ЕС. Падение на фондовых и сырьевых рынках продолжится, как и бегство капитала в «качество»: это вызовет рост цены на золото, дальнейшее падение доходности treasuries и укрепление доллара. В случае падения цены на нефть ниже 80 \$/баррель

Доходность выпуска Россия-30 (%) и спрэд Россия-30-UST-10 (б.п.)



(WTI), российские евробонды потеряют «иммунитет к негативу», которым они обладали до сих пор. В этом случае, наилучшим «убежищем» станут облигации эмитентов «первого эшелона» с близкими сроками погашения.

В любом случае, мы не рекомендуем осуществлять покупки в еврооблигациях с «длинной» дюрацией, в связи с высокой неопределенностью на рынках. Рекомендуем сосредоточить внимание на «среднем» и «ближнем» конце кривой доходности.

Мы по-прежнему выделяем несколько торговых идей, которые могут быть реализованы в августе, в случае осуществления **сценария 1**.

Рекомендуем покупать «короткий» выпуск **Сбербанк-15**. Сейчас спрэд доходности между этим выпуском и Россия-15 расширился до 140 б.п., в то время как на длинном участке кривой доходности, спрэд между евробондами Сбербанка и суверенной кривой составляет порядка 90 б.п. Мы полагаем, что евробонд Сбербанк-15 имеет потенциал снижения около 20-25 б.п.

В металлургическом секторе, мы отдаем предпочтение двум выпускам. Во-первых, сохраняется премия около 30 б.п. к собственной кривой в выпуске **Северсталь-16**. Полагаем, что существующий спрэд в скором времени исчезнет, а цена выпуска достигнет 101,5-101,8% от номинала. Евробонд **Металлоинвест-16** имеет потенциал снижения доходности около 40-50 б.п. Идея сокращения значительной премии, которую представляет выпуск к кривой доходности Северстали, до конца не реализована. По нашему мнению, в краткосрочной перспективе Металлоинвест-16 может подорожать до 101,8-102,0%, а доходность снизится до 5,8-5,9% годовых.

Остается небольшой потенциал и в выпуске **Лукойл-19**, который сейчас торгуется с премией к кривой доходности Газпрома в районе 50 б.п. и к собственной кривой доходности в 20 б.п. Исторически между евробондами Газпрома и Лукойла спрэд отсутствовал. В краткосрочной перспективе мы ожидаем сокращения премии к кривой доходности Газпрома на 20-30 б.п.

«Иммунитетом» к высокой волатильности обладают еврооблигации ЗАО ССМО **«ЛенСпецСМУ»-15**. Несмотря на значительный рост цены в последнее время, бумага по-прежнему представляет одну из самых высоких доходностей на рынке евробондов среди качественного «второго» эшелона. Мы полагаем, что кредитный рейтинг эмитента может быть повышен на одну ступень до уровня «В+» в ближайшие полгода-год. Справедливая доходность данного выпуска находится на уровне 5,8-6,0%, это соответствует цене 109,2-109,7% от номинала. Потенциал роста цены в ближайший месяц может составить 1,1-1,6%.

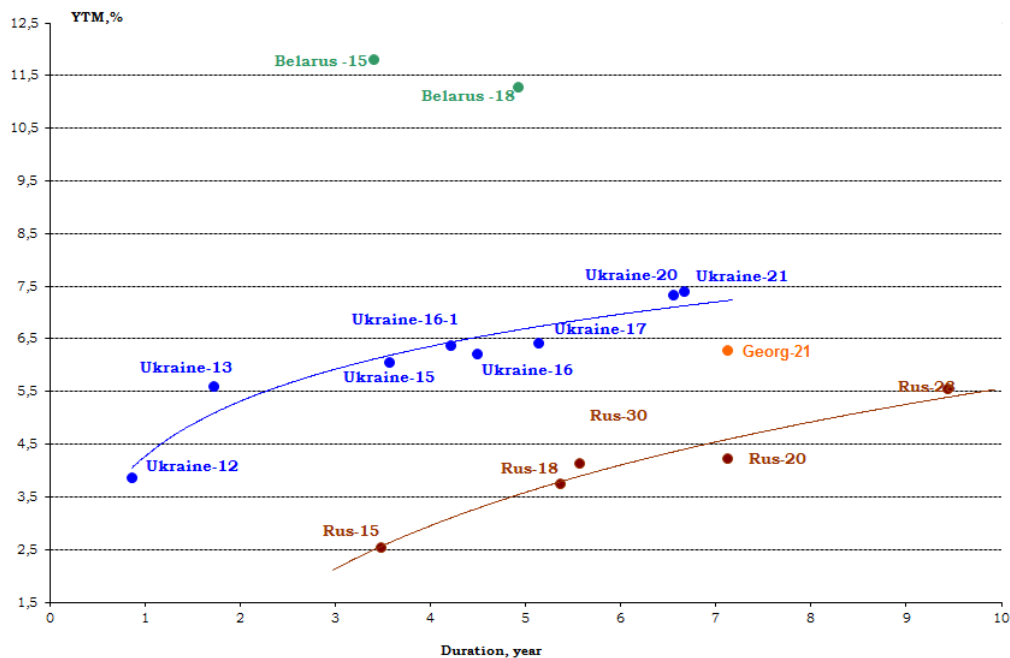
На рынке стран СНГ сохраняется **потенциал в суверенных еврооблигациях Белоруссии**. В начале августа выпуски Белоруссии показали уверенный рост. Вероятно, это было связано с тем, что Белоруссия успешно выплатила купон по обоим выпускам Беларусь-15 и Беларусь-18, еще раз подтвердив наличие необходимых валютных резервов и намерения выполнять свои обязательства перед кредиторами полностью и в срок.

Мы ожидаем, что предпринимаемые правительством страны меры по увеличению валютных резервов, проводимая приватизация и улучшение инвестиционного климата позитивно отразятся в ближайшие месяцы на котировках еврооблигаций Белоруссии. В краткосрочной перспективе положительно на евробондах может сказаться и получение Беларусью средств от Сбербанка и Deutsche Bank в размере \$2 млрд., а также кредит под экспортные поставки от Азербайджана на сумму \$300 млн.

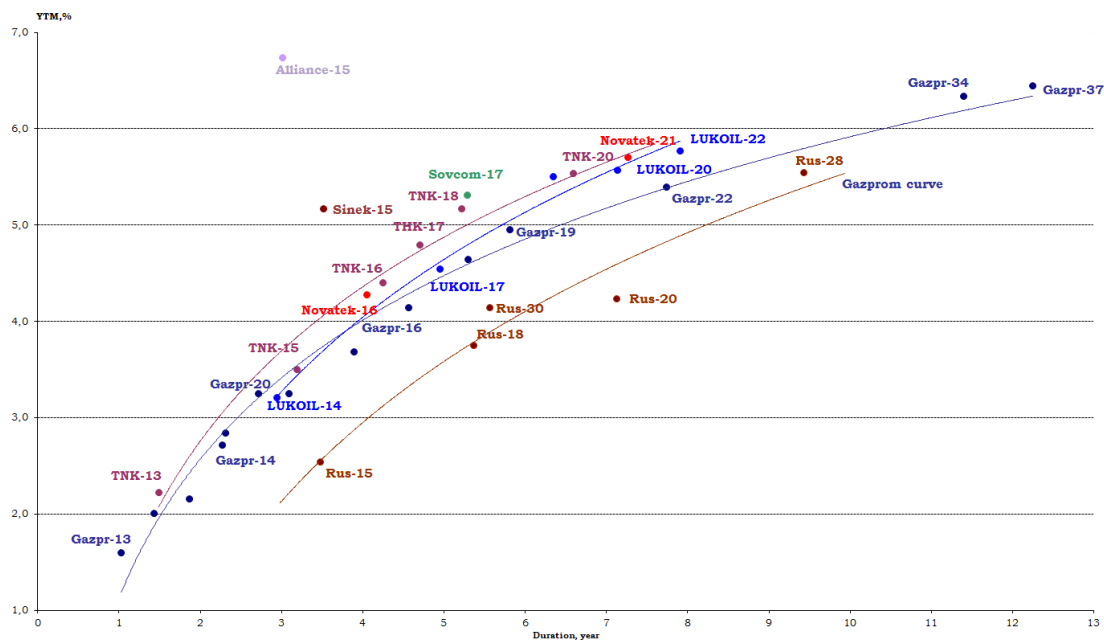
Выпуск **Беларусь-15** сейчас торгуется с премией к евробонду Украина-15 на уровне 585 б.п., а выпуск **Беларусь-18** – с премией в 495 б.п. к соответствующему выпуску Украина-18. Мы полагаем, что подобная премия не обоснована. По нашему мнению, спрэд между евробондами Белоруссии и Украины не должен превышать 250 б.п. по доходности. Ожидаем рост котировок по Беларусь-15 и Беларусь-18 на 4-5 «фигур» до 95% и 93% от номинала соответственно.

Карты доходности

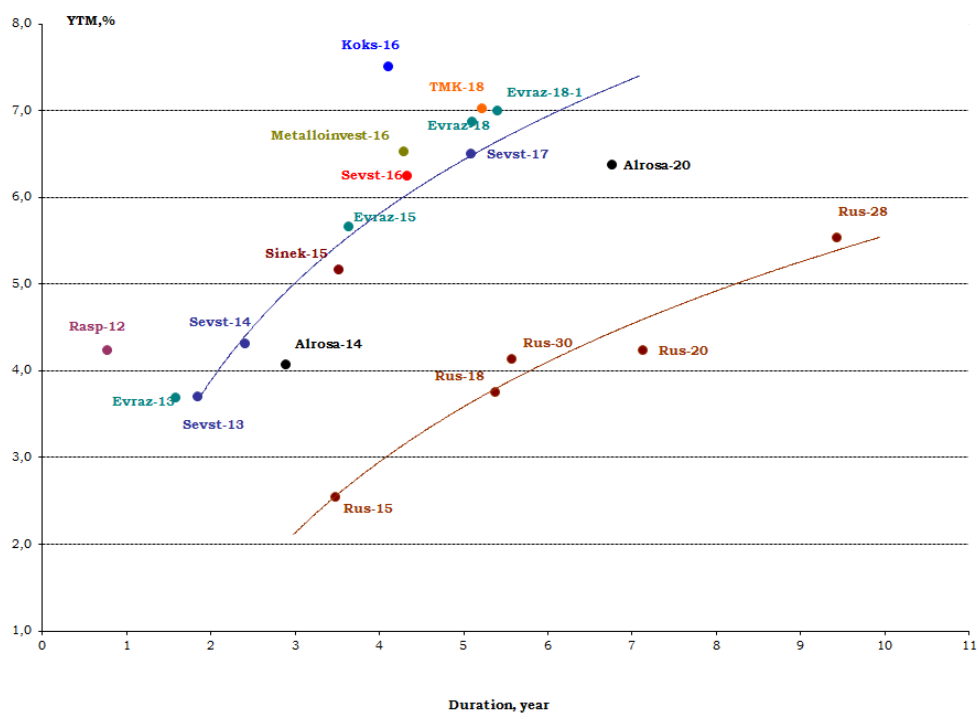
Суверенные еврооблигации



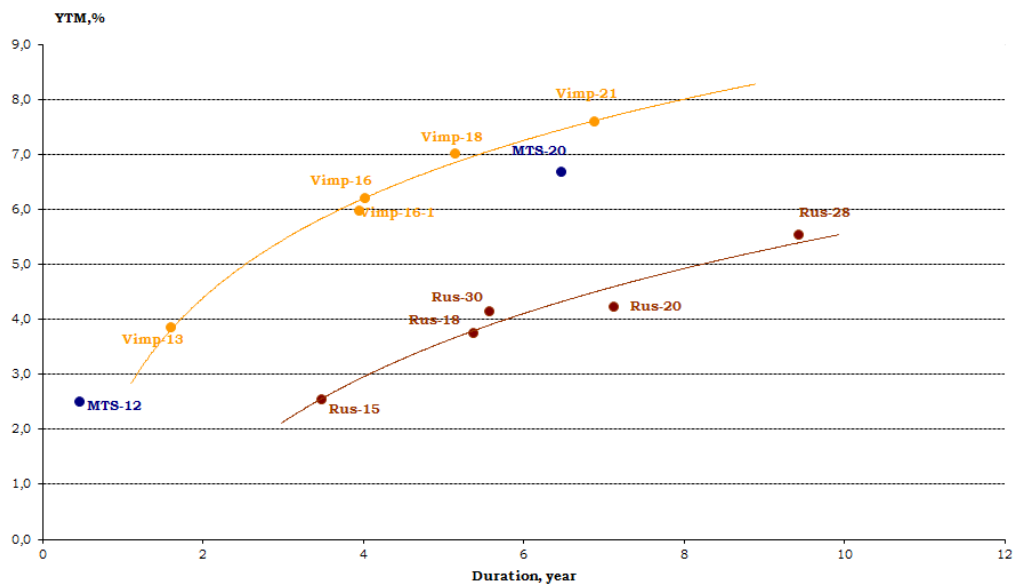
Корпоративные еврооблигации: нефть и газ



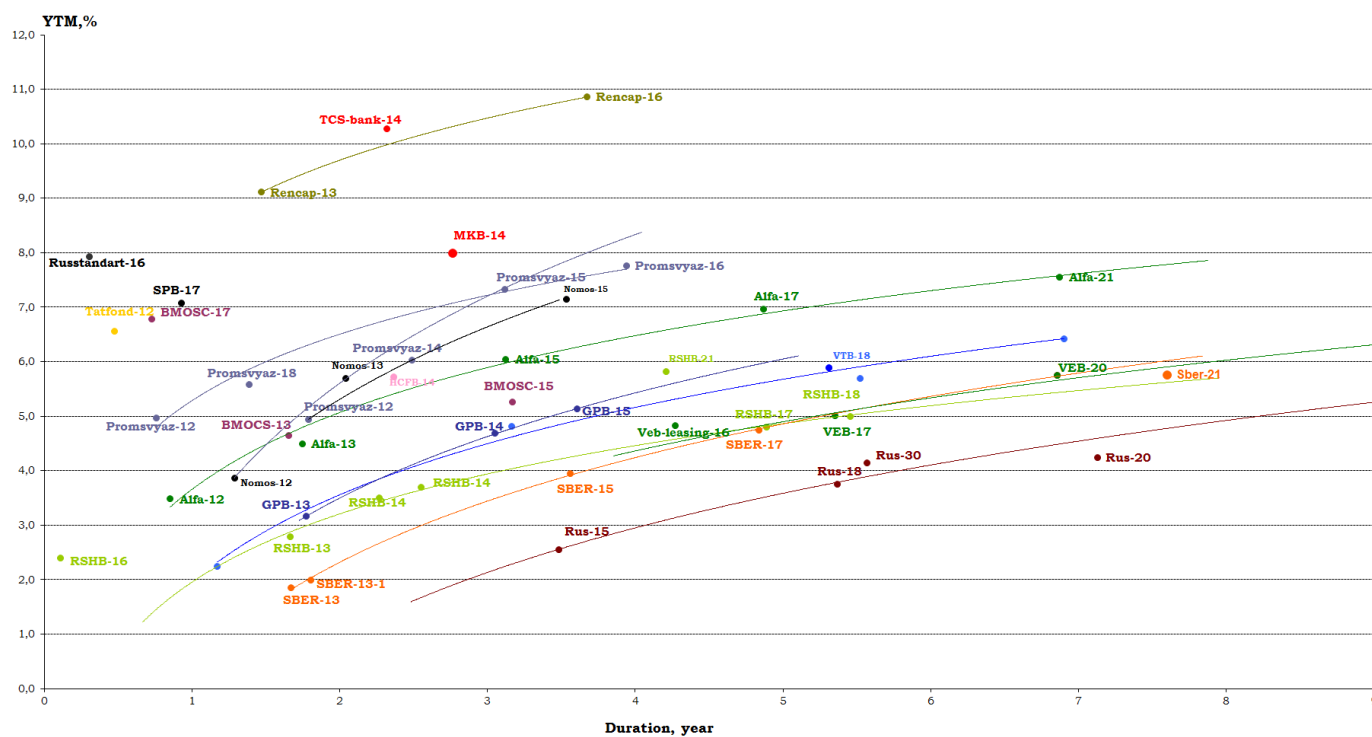
Корпоративные еврооблигации: металлургия



Корпоративные еврооблигации: телекомы



Корпоративные еврооблигации: банки



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 00

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 70 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куш Алесей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович

Тел. +7 (495) 781 02 02

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок.

