

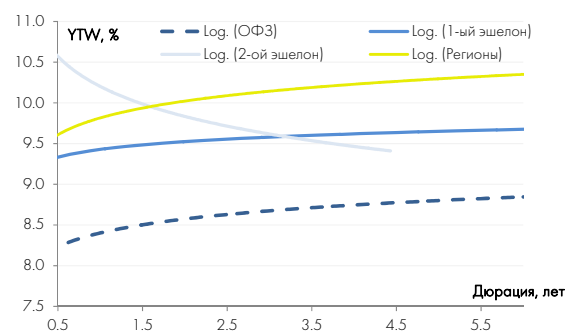
24 июля 2014 г.

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

С мая 2014 г. на рублевый рынок облигаций стали активно выходить регионы (по активности они опередили корпоративных заемщиков), предлагая относительно высокие доходности (максимальные премии к суверенной кривой) при низких коэффициентах риска (льготном регулировании со стороны ЦБ РФ).

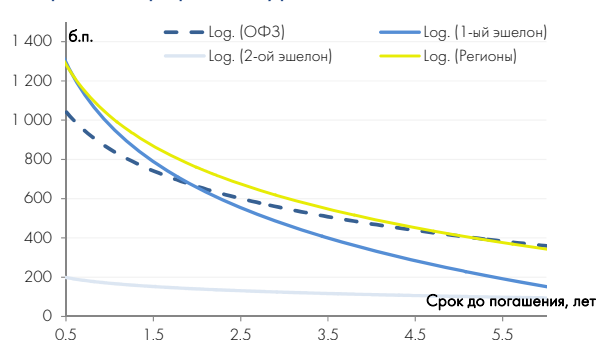
График 1. Облигации регионов предлагают...

... высокие номинальные доходности...



Источник: ММВБ, расчеты Райффайзенбанка

...при комфортном уровне RoRWA*



*RoRWA - спред доходности к ставке РЕПО ЦБ, взвешенный по риску (согласно Положению №387-П)

В нашем обзоре мы решили проанализировать потребности регионов в финансировании, его потенциальные источники, а также возможности регионов по наращиванию долговой нагрузки. В результате мы пришли к следующим выводам:

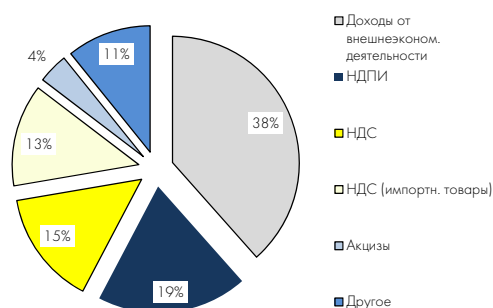
- **Замедление экономики** оказывает негативный эффект на доходы регионов, что приводит к более высоким бюджетным дефицитам (образуются выпадающие доходы, тогда как социальные расходы должны выполняться в полном объеме).
- **Заимствования** или в форме кредитов, или выпуска облигаций остаются для регионов ключевой опцией финансирования растущих дефицитов (собственные средства для многих из них на исходе, а федеральные ресурсы в ухудшающихся экономических условиях сильно ограничены).
- С точки зрения регулирования банкам **выгоднее выдавать кредиты** регионам (из-за более низких коэффициентов риска), тогда как спрос на субфедеральные облигации формируют в основном управляющие компании и банки с небольшими кредитными лимитами на регион.
- Хотя **долговая нагрузка** большинства регионов все еще далека от критически высокого уровня, есть субъекты, в том числе и среди представленных на рынке облигаций, со слабым финансовым состоянием (помимо прочего, мы изучили выборку из 10 субъектов РФ, которые присутствуют на рынке облигаций и с большой вероятностью продолжат на него выходить в этом году).
- Мы не разделяем мнения о том, что регионы могут рассчитывать на безусловную поддержку со стороны государства в части обслуживания своего долга. В связи с этим **к инвестированию в региональные облигации, несмотря на их высокие доходности и низкое давление на капитал, надо подходить очень избирательно.**

В отличие от федерального бюджета регионы более чувствительны к замедлению экономики...

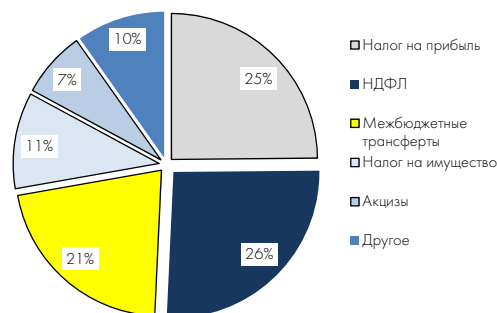
Благодаря высоким ценам на нефть и ослаблению рубля в первые месяцы 2014 г. ситуация с федеральным бюджетом в этом году не вызывает особых опасений, чего, однако, нельзя сказать по поводу региональных бюджетов. Дело в том, что структура доходов субъектов РФ коренным образом отличается от федерального бюджета, в котором около половины доходов связаны с нефтегазовой отраслью (НДПИ и экспортные пошлины), а более четверти составляет относительно стабильный НДС (см. график 2). Таким образом, замедление экономики, не сопровождающееся падением цен на нефть, не слишком опасно для федерального бюджета.

График 2. Доходы ...

... федерального бюджета не настолько подвержены риску...



... сколько доходы региональных бюджетов



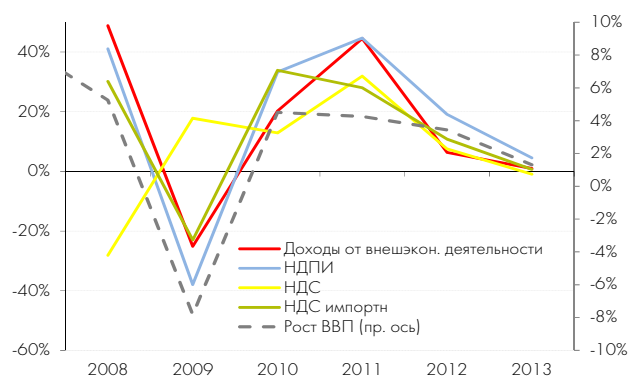
Источник: Минфин, Казначейство РФ, iminfin.ru, расчеты Райффайзенбанка

... что обусловлено преобладанием налога на прибыль в структуре доходов

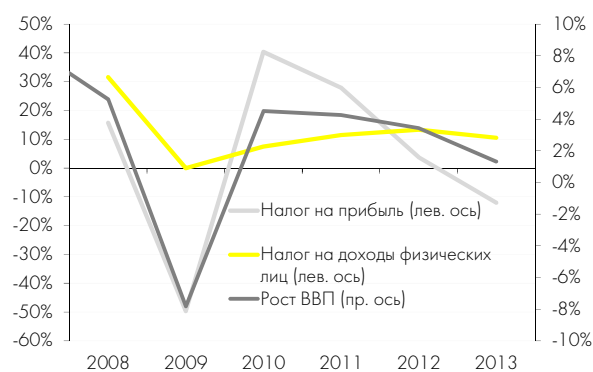
В региональных бюджетах (здесь и далее включая местные бюджеты) около четверти доходов составляет налог на прибыль, который очень резко реагирует на замедление роста ВВП (см. график 3). Так, в 2009 г. поступления этого налога снизились на 50%, т.е. даже сильнее, чем нефтяные налоги (менее чем на 40%), при падении реального ВВП на 7,8% (с +5,3% в 2008 г.). В 2013 г. на фоне замедления роста российской экономики объем налога на прибыль упал на 12%. В результате суммарный дефицит бюджетов субъектов подскочил до 640 млрд руб., повысившись более чем в два раза по сравнению с 2012 г. (280 млрд руб.).

График 3. Динамика налогов...

... федерального ...



... и региональных бюджетов и реального ВВП (г./г.)



Источник: Минфин, iminfin.ru, расчеты Райффайзенбанка

Ухудшение динамики ВВП в 2014 г. создает риск роста дефицитов регионов...

В 2014 г. ожидается дальнейшее замедление экономического роста (в частности, текущий официальный прогноз МЭР предусматривает реальный рост ВВП на 0,5%; мы ждем его снижения на 0,3%). В связи с этим остаются значительные риски продолжения падения налога на прибыль и, соответственно, усугубления проблем регионов. В то же время, по итогам 1 кв. 2014 г. собираемость налога на прибыль выросла на 5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В апреле-мае 2014 г. ситуация еще несколько улучшилась, однако, при прогнозировании доходов регионов на

2014 г. мы решили принять за основу более инерционный сценарий, то есть продолжение тенденций 1 кв., а в негативном сценарии - падение налога на прибыль на 5% в 2014 г. В первом случае доходы консолидированных бюджетов регионов должны составить около 8,4 трлн руб., во втором - 8,6 трлн руб. И в той и другой оценке темпы роста по другим налогам были взяты исходя из динамики 1 кв. 2014 г., а объем межбюджетных трансфертов - на уровне 1,4 трлн руб. (согласно новой редакции закона "О федеральном бюджете на 2014 г. и плановый период 2015 г. и 2016 г.").

... что усугубляется возможным
превышением плановых
расходов

Если же говорить о расходах регионов, то они как в 1 кв. 2014 г., так и по итогам 5 мес. росли темпами около 9% г./г., что значительно быстрее обновленного плана по их росту в 2014 г. (5,6%). В результате, несмотря на хорошие показатели по доходам, профицит региональных бюджетов (традиционен для начала года) в 1 кв. 2014 г. был на 100 млрд руб. ниже, чем в прошлом году и смог превысить прошлогодние значения только начиная с апреля 2014 г. История показывает, что расходы бюджета зачастую сильно превышают план в начале года. В то же время стоит отметить, что первые месяцы года не слишком показательны с точки зрения прогнозирования расходов регионов, так как в этот период они традиционно невелики (в % от годового показателя). Поэтому мы также рассмотрели два сценария: плановый рост и инерционную динамику.

Таблица 1. Прогнозируемый дефицит региональных бюджетов

млрд руб.	Расходы (план)	Расходы (инерционный сценарий)
Доходы (инерционный сценарий)	640	1000
Доходы (пессимистический сценарий)	840	1200

Источник: оценки Райффайзенбанка

Регионам потребуется
изыскать до 900 млрд руб.
покрытия дефицита в этом
году...

Как видно из таблицы, в результате мы получили 4 варианта оценки сумм бюджетных дефицитов регионов на 2014 г. В самом оптимистичном сценарии он равен дефициту за 2013 г. (640 млрд руб.), в самом негативном - почти в два раза больше (1,2 трлн руб.). В то же время нам кажется разумной оценка в 800-900 млрд руб., которая предполагает снижение темпа роста расходов регионов по мере того, как собираемость налогов во второй половине года, по нашим прогнозам, начнет падать. Таким образом, дефицит регионов в этом году должен быть еще выше, чем в прошлом.

... в то время как некоторые
регионы уже в 2013 г.
полностью израсходовали
накопленный запас
собственных средств

В 2013 г. регионы решили проблему роста дефицита с помощью интенсификации заимствований: их совокупный долг вырос с 1,4 до 1,8 трлн руб. Больше всего увеличились банковские кредиты (на 280 млрд руб.), объем облигаций в обращении вырос на 77 млрд руб., а бюджетных кредитов - всего на 40 млрд руб. На начало 2014 г. в структуре долга регионов банковские кредиты, облигации и бюджетные кредиты составляли 40% (33% на начало 2013 г.), 26% (28%) и 27% (32%), соответственно (остальное - гарантии). Кроме наращивания долга для финансирования дефицита регионы использовали накопленные ранее остатки средств, которые за 2013 г. снизились на ~100 млрд руб. При этом, ряд субъектов (например, Тюменская область, Ханты-Мансийский округ, республика Коми, Красноярский край) потратили большую часть своих резервов.

Решить проблему финансирования дефицита в 2014 г. за счет накопленных остатков, на наш взгляд, вряд ли, удастся. По данным Казначейства РФ, на счетах регионов (без учета местных бюджетов) на начало 2014 г. было ~560 млрд руб. (315 млрд руб. на счетах Казначейства и 245 млрд руб. - на депозитах). Однако эти средства распределены крайне неравномерно. Так, на счетах Москвы (41%), Московской области (13%), и Санкт-Петербурга (9%) в сумме находится 63% всех средств регионов. При этом на три этих субъекта РФ в 2013 г. приходилось только 8% общего дефицита (у Московской области и Санкт-Петербурга дефицит был нулевым). Получается, что у остальных регионов, на которые приходится >90% дефицита бюджетов, своих резервов осталось крайне мало - не более 200 млрд руб. Иными словами, очевидно, что регионы имеют высокое расслоение по уровню обеспеченности (уровню дефицитов и размеру накопленных собственных средств).

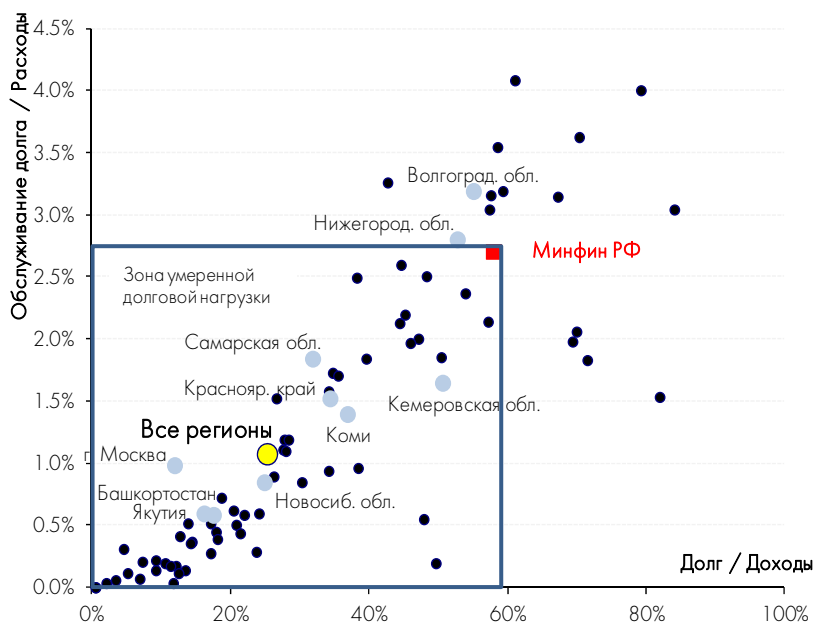
Введение налога с продаж (который может снизить дефициты регионов) планируется лишь с 2015 г.

Единственной возможностью для покрытия дефицитов остается долговое финансирование

Ввиду роста региональных дефицитов и риска усугубления этой проблемы в последующие годы Минфин уже рассматривает возможность повышения налогового бремени. Одним из предложений является введение налога с продаж (до 3-5%) в 2015-2017 гг., что по оценке, представленной в проекте основных направлений бюджетной политики, может дать регионам дополнительный доход 194,8 млрд руб. в 2015 г., 210,7 млрд руб. в 2016 г. и 230 млрд руб. в 2017 г. На этом фоне дефицит регионов должен сократиться (до 631,4 млрд руб., 578,3 млрд руб. и 455,5 млрд руб., соответственно), но только с 2015 г.

В то же время, в текущем году регионы, с одной стороны, не имеют возможности для замещения выпадающих доходов, обусловленных замедлением роста экономики (собственные средства для многих почти израсходованы), а с другой стороны, они обязаны выполнять расходную часть бюджета в полном объеме (это связано с федеральной политикой выполнения майских указов президента, в том числе социальными обязательствами). Мы отмечаем, что в соответствии с одобренной новой редакцией закона "О федеральном бюджете на 2014 г. и плановый период 2015 г. и 2016 г.", Минфин не планирует увеличения межбюджетных трансфертов по сравнению с прошлым годом. При этом, для закрытия "дыры" в региональных бюджетах Минфин увеличил план и пообещал выделить 180-230 млрд руб. бюджетных кредитов (против 80 млрд руб. в изначальном проекте), а также 150 млрд руб. субсидий на обеспечение сбалансированности (ранее 100 млрд руб.). Но очевидно, что этого будет недостаточно, чтобы решить проблему. Объем бюджетных кредитов, вероятно, не будет увеличен сверх плана: недавно Минфин, напротив, урезал план по заимствованиям, что не предполагает дополнительное финансирование регионов за счет федерального бюджета. Например, Новосибирская область из запланированных 8 млрд руб. в 2014 г. получит бюджетный кредит лишь на сумму 1,5 млрд руб., что увеличит ее спрос на альтернативные источники компенсации дефицита. Подводя итог вышесказанному, очевидно, что регионы будут более активно привлекать внешнее финансирование (банковские кредиты и облигации).

График 4. Распределение долговой нагрузки по регионам



Регионы в зоне риска

	(1)	(2)
Астраханская область	4%	61%
Белгородская область	2%	70%
Волгоград. обл.	3%	55%
Вологодская обл.	4%	79%
Костромская область	3%	59%
Краснодарский край	2%	71%
Нижегород. обл.	3%	53%
Республика Карелия	3%	57%
Республика Марий Эл	3%	43%
Республика Мордовия	3%	84%
Рязанская область	3%	67%
Саратовская область	4%	70%
Смоленская область	2%	69%
Тверская область	4%	59%
Удмуртская республика	3%	58%
Чукотский автономный округ	2%	82%

(1) - Проценты/Расходы, (2) - Долг/Доходы

Источник: iminfin.ru, расчеты Райффайзенбанка

С учетом последних поправок, Минфин исходит из общей оценки дефицита регионов на уровне 860 млрд руб. (+33,5% к уровню 2013 г.), что близко к нашему прогнозу (см. выше). Если принять ее за основу, то потребности в заимствованиях (в том числе для рефинансирования долга) субъектов РФ (без учета местных бюджетов) на этот год мы оцениваем в размере 1,3 трлн руб., причем из них, согласно нашим

В целом долговая нагрузка у большинства регионов ниже, чем у Минфина, однако есть и "слабые звенья"

В 2014 г. необходимо рефинансировать большой объем краткосрочного долга

... что, как и в прошлые годы, скорее всего, будет осуществлено за счет банковских кредитов

предположениям, только 250 млрд руб. можно будет покрыть за счет оставшихся резервов собственных средств (см. таблицу 2).

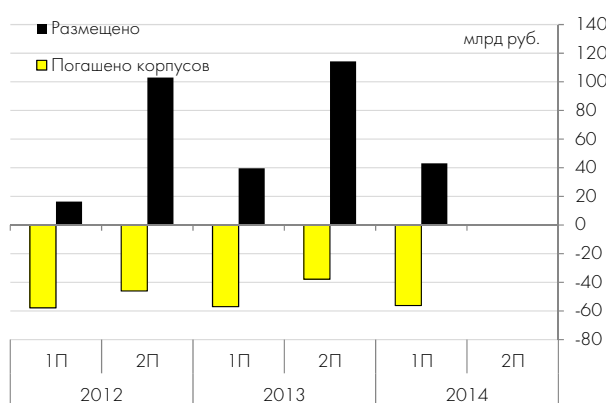
Возникает естественный вопрос о текущем уровне долговой нагрузки. Как видно на графике 4, уровень долга регионов, хоть и стремительно растет, в настоящее время не является критичным. Если говорить о совокупной нагрузке всех регионов, то на 1 января 2014 г. она составляла ~25% совокупных доходов. При этом только у 10 регионов (максимальный показатель у Мордовии - 84%) долговая нагрузка была выше, чем у Минфина РФ (58% с учетом внешнего долга). Аналогичный вывод можно сделать относительно расходов на обслуживание долга, которые составляют для агрегированного бюджета всех регионов только 1% от совокупных расходов. Только у 12 регионов (максимальный показатель у Астраханской и Вологодской области - 4%) уровень расходов на обслуживание долга превышает показатель для федерального бюджета (2,7% от расходов).

Однако проблемой регионов является краткосрочный характер значительной части долга. В связи с этим возникают значительные риски рефинансирования. По данным Казначейства РФ, в этом году регионам предстоит погасить 980 млрд руб. (если исключить местные бюджеты, то 820 млрд руб.) банковских кредитов – это примерно на 50% больше, чем в прошлом году. Эта сумма погашений вызывает вопросы (поскольку она больше всего объема банковского долга регионов). По-видимому, в общий долг регионов не включаются краткосрочные кредиты (менее года), которые привлекаются для покрытия кассовых разрывов. Однако рост объема погашений вполне логичен, учитывая интенсификацию заимствований в 2013 г. и краткосрочный характер кредитов. В 2014 г. погашаются и облигации регионов (на сумму ~140 млрд руб.). Соответственно, вдобавок к потребности покрытия дефицита, в 2014 г. у регионов существует необходимость в рефинансировании большого объема долга.

В этом году, как и в прошлом, регионам приходится занимать, в том числе и на рынке облигаций: несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, в 1П 2014 г. объем размещений почти не изменился г./г., составив 43 млрд руб. Между тем, доля облигаций в общем долге регионов снижается главным образом за счет опережающего роста кредитов (см. График 5). Отметим, что выбор банками (ключевые инвесторы в субфедеральные бумаги) кредитов как формы финансирования регионов обусловлен более низким коэффициентом риска (20% согласно Инструкции №139-И) в связи с отсутствием рыночного риска. Коэффициент риска по облигациям регионов (срок до погашения, как правило, превышает 4 года) более чем на 30 п.п. выше в сравнении с кредитами. Поэтому размещение облигаций проводится главным образом для удовлетворения спроса на них среди управляющих компаний (которые не имеют таких жестких ограничений на капитал как банки), а также банков, не имеющих больших лимитов на кредитование регионов.

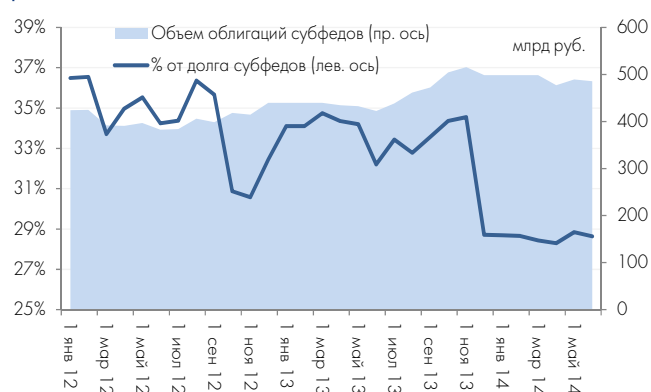
График 5. Субфедеральные облигации

Размещения/погашения



Источник: Cbonds, iminfin.ru, расчеты Райффайзенбанка

Объем в обращении и % от общего долга регионов



ЦБ РФ - банки - "субфеды"

В 2014 г., несмотря на увеличение объема заимствований, мы не ожидаем повышения доли облигаций в общем долге регионов, поскольку под залог кредитов "субфедам" банки могут получить рефинансирование от ЦБ РФ (в рамках Положения 312-П) по достаточно низким дисконтам. В условиях нарастающего структурного дефицита рублевой ликвидности и отсутствия притока средств пенсионных накоплений в управляющие компании финансирование субъектов РФ в конечном счете во многом осуществляется за счет средств, предоставляемых ЦБ РФ. Фактически банки выступают посредниками в перераспределении средств, получая от этого процентную маржу в размере 300-350 б.п. при низком давлении на достаточность капитала. С другой стороны, выбор финансирования регионов посредством прямого финансирования со стороны Минфина (трансферта и кредиты) является не лучшим решением (в сравнении с кредитами/облигациями), поскольку не стимулирует регионы к эффективному расходованию средств (субъект с более слабым финансовым состоянием может рассчитывать на больший объем субсидий от федерального бюджета).

Субфедеральные выпуски имеют одновременно и высокие номинальные доходности и показатели RoRWA...

Льготное регулирование ЦБ РФ в отношении долга "субфедов" (возможность получения рефинансирования от ЦБ РФ по 312-П и РЕПО, а также низкие коэффициенты риска по определению Положения №387-П) делает инвестирование в их инструменты в рамках стратегии "buy&hold" более прибыльным (высокая процентная маржа и низкое давление на капитал), чем в негосударственные облигации. Для сравнения облигации "субфедов" с дюрацией 2,5 года сейчас котируются со спредом 350 б.п. к РЕПО примерно на одном уровне с короткими (1-2 летними) облигациями банков категории "BB/B", у которых коэффициент RW превышает 150%, тогда как у "субфедов" составляет всего 40-67%. Отметим, что ОФЗ и выпуски 1-ого эшелона оказывают низкое давление на капитал, это транслируется в относительно высокие показатели RoRWA (=маржа над ставкой РЕПО ЦБ взвешенная на RW). Однако они уступают выпускам "субфедов" по уровню номинальных доходностей (см. график 1).

... однако стоит учитывать кредитный риск

Тот факт, что за всю историю существования российского рынка облигаций ни один субъект федерации не допустил дефолт по своему долгу (чего не скажешь о корпоративных заемщиках), может создать иллюзию безусловной поддержки государством даже тех регионов, которые неэффективно управляют своими финансами (нецелевое/неэффективное использование заемных средств). Мы считаем, что в стрессовой ситуации государственная поддержка будет ограничена лишь выполнением социальных обязательств. В то время как задолженность перед инвесторами может быть и реструктурирована, поскольку событие, при котором регион окажется неплатежеспособным, с большой вероятностью будет сопровождаться и трудностями с финансированием федерального бюджета. В связи с этим к инвестированию в региональные облигации, несмотря на их высокие доходности и низкое давление на капитал, надо подходить очень избирательно.

Case study: выборочный анализ состояния 10 регионов

Мы решили выборочно проанализировать состояние бюджетов 10 регионов (без учета местных бюджетов), которые, на наш взгляд, наиболее интересны с точки зрения рынка облигаций. При выборе регионов мы исходили из размера потребности в заимствованиях, наличия рейтинга и прошлых размещений облигаций. Основные показатели бюджетов этих регионов представлены в таблице. Свои прогнозы дефицитов отдельных региональных бюджетов мы основывали, главным образом, на данных за 1 кв. 2014 г., а также на динамике бюджетных показателей прошлых лет. В оценке потребности в заимствованиях учитывались данные Казначейства о предстоящем погашении облигаций и банковских кредитов в 2014 г.

Таблица 2. Оценка потребности в заимствованиях регионов в 2014 г.

млрд руб.	Прогноз дефицита на 2014	Дефицит в 2013	Долг на 1 июня 2014	Долг, % от доходов в 2013	Рост налога на прибыль в 1 кв. 2014	Рост расходов в 1 кв. 2014	Средства на счетах на 1 января 2014	Изм. ср-в за 2013	Погашение облигаций в 2014	Оценка потребности в заимствованиях (при использовании собственных средств)
Краснояр. край (BB-/-/BB+)	60	31	62	35%	-44%	12%	5	-13	8	69 (64)
Новосиб. обл. (-/-/BBB-)	40	16	30	25%	-4%	26%	1	-3	0	55 (55)
г. Москва (BBB-/Baa1/BBB)	135	47	171	12%	1%	-8%	222	49	37	170 (0)
Самарская обл. (BB+/Ba1/-)	35	11	39	32%	-34%	12%	5	-6	8	45 (39)
Кемеров. обл. (NR)	24	13	43	51%	-16%	22%	3	1	0	26 (24)
Нижегород. обл. (-/BB/Ba2)	25	9	51	53%	-3%	20%	6	1	4	52 (47)
Волгоград. обл. (-/-/BB-)	22	10	39	55%	-1%	21%	1	0	4	29 (29)
Р. Коми (-/Ba2/BB+)	18	12	23	37%	-3%	11%	1	-5	2	24 (24)
Башкирия (BBB-/Baa3/-)	17	17	17	16%	10%	6%	33	2	1	26 (0)
Р. Якутия (BB+/-/BBB-)	18	12	24	18%	54%	3%	5	0	2	23 (19)
Все регионы	850	610	1 696	25%	5%	11%	560	-113	139	1 290 (1030)

Источник: Минфин, iminfin.ru, roskazna.ru

Для большинства регионов из нашей выборки потребность в финансировании весьма высока

Как видно из таблицы 2, ситуация с бюджетами этих 10 регионов значительно различается. Достаточно комфортное положение у Москвы, но только поскольку город обладает огромным запасом собственных средств. Также неплохая ситуация у Башкирии и Якутии, что, скорее всего, связано с хорошим положением находящихся на их территории добывающих отраслей. В то же время надо иметь в виду, что Якутия - это дотационный регион, более 50% доходов составляют межбюджетные трансферты. В республике Коми не наблюдается значительного роста бюджетного дефицита, однако, он остается на весьма высоком уровне. Кроме того, отсутствие финансовых резервов не оставляет этой республике пространства для маневра. Для остальных пяти регионов в нашем списке мы прогнозируем значительное ухудшение и без того тяжелой ситуации с бюджетными финансами. Для Нижегородской, Волгоградской и Новосибирской области главный риск заключается в высоком росте расходов в 1 кв. 2014 г., который сейчас хотя и замедлился, может возобновиться впоследствии. В случае с Нижегородской областью к этому добавляется высокая потребность в рефинансировании (по оценке

**Дефицита предложения
долга от "субфедов" в этом
году ждать не стоит**

Moody's около половины долга). В Самарской области и Красноярском крае в 1 кв. 2014 г. произошло резкое падение налога на прибыль, и даже если собираемость налога частично восстановится, значительного роста дефицита вряд ли удастся избежать.

Исходя из наших оценок, из 10 регионов Красноярский край, Новосибирская и Нижегородская область имеют наибольшую потребность в заимствованиях в 2014 г.: 50-70 млрд руб. Москва, которая традиционно привлекает подавляющую часть долговых ресурсов на рынке облигаций, в этом году во многом может обойтись без заимствований, потратив часть накопленных резервов. Однако, учитывая существенный рост расходов г. Москвы согласно обновленной редакции бюджета (что повышает ее потребность в источниках финансирования дефицита), а также, если конъюнктура будет не слишком плохой, то столица все же может выйти на рынок. К примеру, в 2013 г., когда особой необходимости в заимствованиях не прослеживалось, г. Москва размещалась. Остальные шесть регионов, по нашему мнению, не смогут обойтись без серьезного наращивания долга. Даже Башкирия, на наш взгляд, не готова потратить большую часть резервов, чтобы полностью покрыть дефицит бюджета.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шопедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).