

Казначейские облигации США

Пока ничего не случилось

Весь август и минувшую часть сентября на глобальных рынках происходило расширение CDS-спредов европейских стран, падение акций и рост американских Treasuries. Начало этому движению было положено, когда агентство S&P понизило на одну ступень рейтинг США, однако столь серьезный отрицательный эффект связан, конечно, не с этим, а с пересмотром инвесторами перспектив глобальной экономики, т.е. с ростом вероятности ее погружения в новую рецессию.

Понятно, что на фоне замедления роста долговые проблемы стран только обостряются, поэтому сейчас никто уже не верит, например, в успешность мер правительства Греции по борьбе с бюджетным дефицитом. Соответственно, греческий CDS-спред превысил в последнее время 5 000 пунктов, а котировки суверенных бондов этой страны предполагают почти 100-процентную вероятность дефолта.

Однако все, что мы увидели пока, это переоценка инвесторами экономических и кредитных рисков, тогда как никакого серьезного кредитного события (банкротства какого-либо банка, суверенного дефолта и т.п.) пока не произошло. Последнее и хорошо и плохо. С одной стороны, это свидетельствует, что работа над укреплением финансовых институтов, проведенная во всем мире, была не впустую. С другой, если ситуация будет развиваться по негативному сценарию (сползание мировой экономики в рецессию), то весь негатив у нас еще впереди.

Мы в своих оценках продолжаем базироваться на том, что в 2011–2012 годах катастрофических сценариев удастся избежать. Теоретически можно предположить, что в какой-то момент у греческих властей просто опустятся руки и они решат, что для страны все же лучше объявить дефолт и выйти из еврозоны, однако никто сейчас не верит, что это может быть изолированным событием, а следовательно, его последствия для всего мира будут слишком далекоидущими. В результате наиболее вероятно, что правительство Греции останется в среднесрочной перспективе под политическим давлением Евросоюза, при этом вся необходимая помощь для недопущения неуправляемого дефолта страны будет предоставлена.

Мы уже несколько раз писали, что денег европейского фонда стабильности достаточно для покрытия потребностей Греции, Португалии, Ирландии и Испании на ближайшие два года. Поэтому единственным (но большим) неизвестным в этом уравнении является Италия, рефинансировать весь долг которой без работающих рынков крайне сложно. С другой стороны, ее потребности в рефинансировании в ближайшие годы нельзя считать неподъемными. Так, до конца 2011 года Италии нужно выплатить 106 млрд евро долга, а потребность на 2012 год составляет 282 млрд.

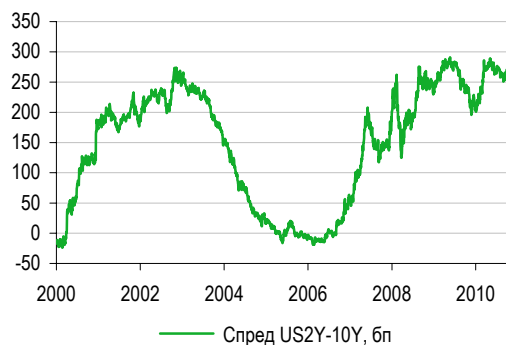
Нам кажется очевидным, что ведущую роль здесь будет играть ЕЦБ, который, хоть и без официального мандата, уже де-факто начал активные покупки итальянского долга на вторичном рынке. Об этом

10-летние Treasuries



Источник: Bloomberg

Наклон кривой Treasuries



Источник: Bloomberg

CDS-спред стран Еврозоны, б.п.



Источник: Bloomberg

свидетельствуют как данные инсайдеров, так и то, что на фоне рекордных значений итальянского CDS-спреда доходности суверенных облигаций пока не превысили июльского максимума. Как мы писали в нашем предыдущем выпуске, широкое использование возможностей ЕЦБ, т.е. денежной эмиссии, является для Европы неизбежной мерой, при этом риск роста европейской инфляции ограничивается в сегодняшних условиях как раз упомянутым выше замедлением роста ВВП. Собственно, никакого роста сейчас и не ожидается – Еврокомиссия прогнозирует рост ВВП стран зоны евро всего на 0,1–0,2% в 3 и 4 кварталах 2011 года.

Отдельно хотелось бы сказать о так называемых евро-бондах, т.е. облигациях фонда стабильности, либо какой-то другой структуры объединенной Европы. Идея очень проста и поэтому популярна, однако нам она не кажется решением проблемы, и в этом мы разделяем озабоченность правительства ФРГ. С исторической точки зрения ситуация выглядит так: частный сектор не выдержал долгового бремени в 2007–2008 годах, и оно частично было перенесено на суверенные балансы. Теперь уже некоторые страны не выдерживают этого бремени, и предпринимается попытка найти объединенную надстройку, куда его можно было бы перенести еще раз. Понятно, что такой подход не имеет ничего общего с сутью проблемы, а именно с тем, что это долговое бремя просто слишком велико и его необходимо сокращать. В итоге, если решение о выпуске единых еврооблигаций и будет принято, единственное, что от него можно будет ожидать, это возможность «купить время» для фундаментальных реформ, что в случае неудачи последних будет грозить новым обвалом – пусть и несколько отсроченным во времени.

Суммируя сказанное, мы считаем наиболее разумным исходить сейчас из базового сценария едва заметного роста мировой экономики в ближайшие три квартала. В его рамках движение цен на рынках должно быть боковым, а волатильность – высокой, с большой вероятностью отрицательных новостей, но без катастрофических потрясений. Поскольку Treasuries в ближайшее время продолжают выполнять функцию основного резервного актива, а ФРС обещала не повышать ставки до 2013 года, наш прогноз US10Y на уровне 4,5% к концу 2011 года перестает выдерживать критику, однако с текущего уровня (порядка 2%) смотреть вниз по доходности также не имеет смысла, поэтому основная часть роста долларového долга в этом году уже нами увидена. К тому же данные по инфляции в США показывают, что темп роста базового ценового индекса продолжает повышаться – по итогам августа он составил 2% год к году против 1,8% в июле, превысив, таким образом, средний уровень последних 10 лет (1,9%).

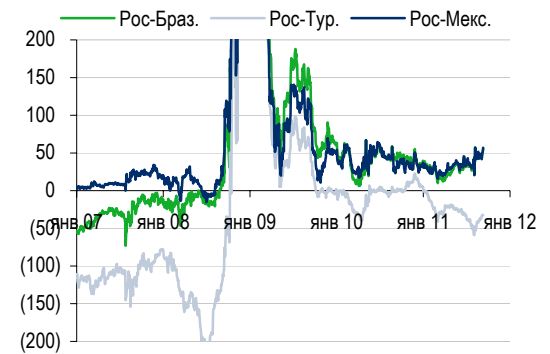
Russia'30

Дорогая база, широкий спред

Сейчас Russia'30 торгуется с доходностью 4,2% – практически там же, где и месяц назад. Ее спред над US10Y составляет 215 б.п., незначительно расширившись с середины августа.

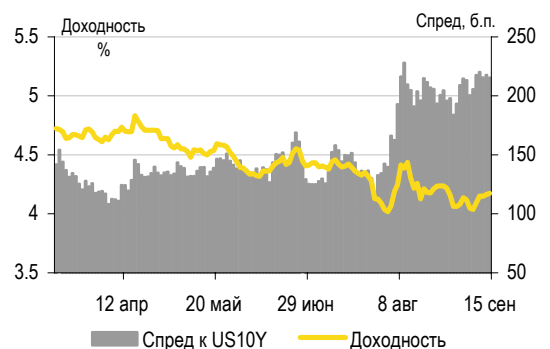
Как мы говорили выше, доходность US10Y находится сейчас на исключительно низком уровне, поэтому наиболее вероятным остается сценарий ее постепенного роста. С другой стороны, суверенный спред более 200 б.п. неоправданно широк, особенно учитывая, что

Спред РФ к аналогам, 5-летние CDS, бп



Источник: Bloomberg

Россия '30



Источник: Bloomberg

цена на нефть марки Urals за последнюю пару месяцев практически не изменилась. Текущий спред, конечно, отражает существующие риски падения товарных рынков, однако в условиях, когда США, да и теперь Европа, проводят исключительно стимулирующую денежную политику, вероятность глубокой отрицательной переоценки минеральных ресурсов представляется низкой.

Соответственно, мы продолжаем рекомендовать российские суверенные бонды к покупке в контексте портфеля бумаг развивающихся рынков, среди которых Россия выглядит сильно недооцененной (см. график сравнения CDS-спреда РФ, Бразилии, Мексики и Турции на стр. 2).

Что же касается абсолютных величин, есть хорошая вероятность, что Russia'30 закончит год на текущем уровне, поскольку перспектива роста доходности US10Y в целом уравнивается сейчас потенциалом сужения спреда.

Макроэкономика

Инфляция снижается, как и бюджетный профицит

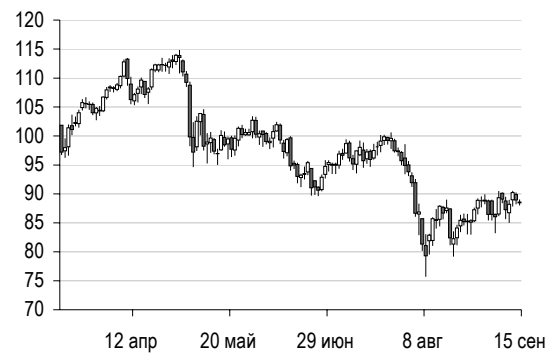
Практически все новости, касающиеся динамики потребительских цен в последние месяцы, были положительными. По итогам августа инфляция составила 8,2% год к году, при этом уровень, накопленный с начала года, составляет всего 4,7%, делая правительственный прогноз роста цен на 7% в 2011 году вполне достижимым. Согласно данным ЦБ, на 5 сентября инфляция год к году составила 8%, т.е. снижение ее темпов продолжается и в этом месяце.

Напомним, что наш прогноз потребительской инфляции на текущий год установлен на уровне 9,3%, и мы видим риск, что он не будет достигнут. Причина аналогична причине расхождения реальных и нашего прогноза по US Treasuries – в начале года наш взгляд на восстановление мировой экономики был слишком оптимистичным.

Тем не менее риски ускорения инфляции в третьем квартале никуда не делись. Хотя во второй половине года можно ожидать постепенного снижения темпов роста денежного предложения (+22,2% год к году по итогам июля) и цен производителей (+16,1%), произошедшее в августе заметное удешевление рубля добавит ценового давления через импортные компоненты потребительской корзины. При этом уже в октябре эффект нового урожая заметно ослабнет. Так что с инфляцией в РФ еще придется побороться. В этом контексте можно отметить разумность переноса даты подъема регулируемых тарифов с начала года на 1 июля, что должно позволить уменьшить обычный пик инфляции при переходе в новый год, однако есть подозрение, что эта мера во многом связана с президентскими выборами, поэтому ее долговечность требует проверки временем.

Что касается состояния государственного бюджета, в августе его профицит составил всего 2,7 млрд руб. против 19,1 млрд в июле, поэтому накопленный профицит по итогам прошлого месяца почти не изменился, достигнув 759 млрд руб., т.е. чуть более 2% текущего ВВП. Наиболее вероятно, что устойчиво высокие цены на нефть приведут к тому, что бюджет 2011 года обойдется без дефицита, т.е. накопленный профицит будет просто полностью потрачен в последние месяцы, а особенно в декабре.

Фьючерсы NYMEX, \$/барр.



Источник: Bloomberg

Обменный курс рубля

Национальная валюта выглядит перепроданной

Курс бивалютной корзины вырос с начала августа по сегодняшний день с 33,07 до 35,7 руб., т.е. рубль подешевел почти на 8%. За этот же период цена на нефть марки Urals почти совсем не изменилась.

Соответственно, с точки зрения платежного баланса ситуация также остается очень устойчивой. По итогам июля торговый профицит составил 15,1 млрд долл. против 17,4 млрд. в июне, что все равно очень неплохо, поскольку проблемой было бы сокращение профицита ниже 10 млрд долл. в месяц.

Что касается счета капитала, последние оценки ЦБ показывают, что в августе отток средств по нему был на уровне 5% – в условиях умеренной инвестиционной активности это опять же объясняется существенным торговым профицитом. Одновременно покупки ЦБ на рынке валюты снизились в августе до 961 млн долл. с 3,7 млрд в июле, однако сам факт положительного значения при значительной понижательной коррекции рубля показывает, что даже в такой сложной ситуации в РФ не было недостатка долларов. Кстати, резервы ЦБ выросли в августе на очень значительную сумму 11 млрд долл., хотя произошло это в основном за счет переоценки.

Зампред ЦБ Алексей Улюкаев сообщил вчера, что технический коридор по бивалютной корзине составляет сейчас 32,15–37,15 руб., и сужать его не планируется, поскольку РФ сохраняет курс на переход к свободному плаванию рубля в срок до 2014 года.

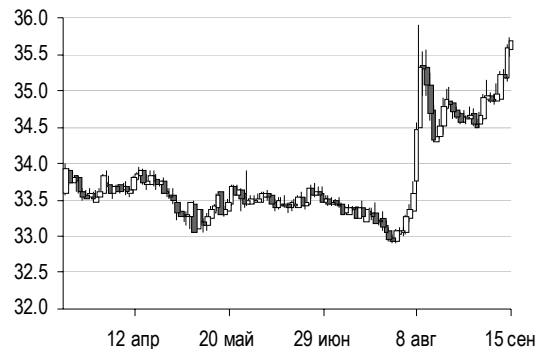
Наше мнение в отношении курса национальной валюты не меняется. Мы считаем, что фундаментально оправданным курсом рубля к доллару является сейчас диапазон 28,5–29 руб./долл., при этом текущий уровень отражает спекулятивный навес продаж, который исчезнет, как только внешняя ситуация станет более предсказуемой.

Российский денежный рынок

ЦБ делает интересный ход

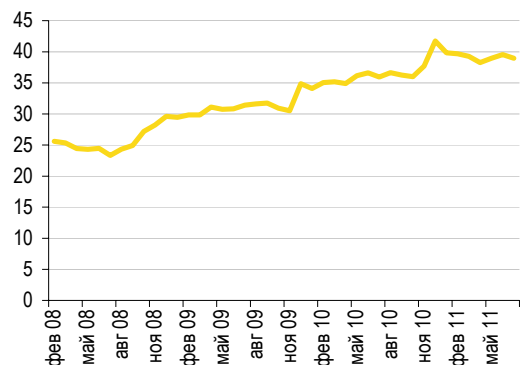
В среду Банк России наконец провел заседание своего совета директоров по вопросу процентных ставок. Итог довольно интересен – регулятор оставил ставку рефинансирования без изменения, повысил на четверть процентных пункта депозитные ставки и снизил на ту же величину ставку репо и другие ставки по предоставлению ликвидности. Таким образом, ставка рефинансирования остается на уровне 8,25%, однодневный депозит дорожает до 3,75%, а ставка репо ЦБ снижется до 5,25%, сокращая окно, внутри которого теоретически может колебаться рыночный овернайт, до 1,5 п.п. Мы видим следующую логику в действиях ЦБ. Поскольку в нормальной ситуации реальные ставки денежного рынка находятся вблизи депозитных, повышение последних на четверть пункта означает неминуемый подъем короткого конца рублевой кривой на эту величину, т.е. впредь ставок овернайт ниже 4% мы видеть не будем. В этом смысле принятая мера может быть признана антиинфляционной, хотя понятно, что этот эффект будет очень ограниченным. С другой стороны, снижение ставок по предоставлению средств дает возможность банкам дешевле фондироваться в ЦБ в отдельные моменты острого недостатка ликвидности, опасность которого Банк России отметил в своем пресс-

Курс бивалютной корзины, руб.



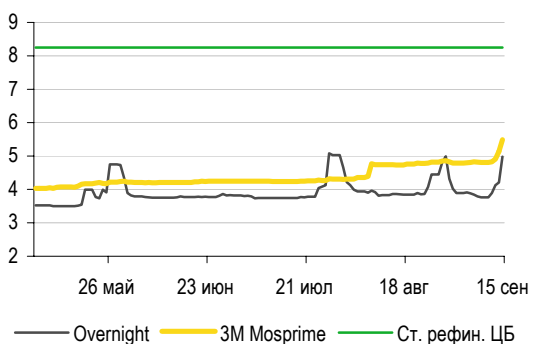
Источник: Bloomberg

Отношение М2 к резервам ЦБ, руб/\$



Источник: Росстат

Ставки денежного рынка, %



Источник: Росстат

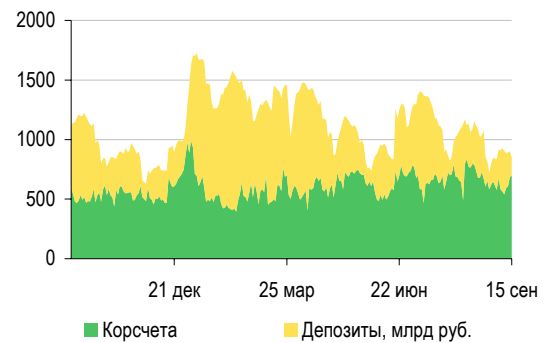
релизе. В общем, решение регулятора сводится к тому, что в нормальной ситуации фондирование банков дорожает, тогда как при остром недостатке ликвидности последняя становится чуть более дешевой.

Как видно на графике на предыдущей странице, принятое Банком России решение немедленно привело к подъему короткого конца рублевой кривой. В частности, 3-месячный Mosprime быстро достиг уровня 5,5%, при том что ранее нормальным для него был уровень 4,75%.

Вообще необходимо отметить, что августовская встряска на глобальных рынках сказалась на российском денежном рынке предсказуемо негативно. Если взглянуть на уровень ликвидности в банковской системе, то в последние шесть недель он устойчиво снижался – остатки банков в ЦБ опустились заметно ниже 1 трлн руб. с двадцатых чисел августа. Прямое объяснение здесь – упомянутое выше отсутствие покупок валюты Банком России. Соответственно, сентябрь проходит под знаком недостатка ликвидности, что приводит к повышенному интересу банков к репо ЦБ, а также депозитным аукционам Минфина. На последнем из них (14 сентября) 20 млрд руб. были размещены на срок пять месяцев под 6,17%, что заметно выше кривой Mosprime и является рекордом на аукционах 2011 года.

В настоящий момент Минфином размещено в банках 828 млрд руб. временно свободных средств, при этом 798 млрд руб. из них должны быть возвращены в текущем году. Как мы уже упомянули, на конец августа суммарный профицит бюджета РФ составил 759 млрд руб., т.е. можно приблизительно сказать, что весь этот профицит как раз и размещен сейчас на депозитах в банках. При этом в 2011 году Минфин также разместил 870 млрд руб. нового долга, тогда как на рефинансирование министерству в этом году требовалось 302 млрд руб. Если учитывать, что по программе заимствований Минфину остается разместить в этом году 110 млрд руб. ОФЗ, а реально размещено будет, например, 70–80 млрд руб., получается, что при нулевом дефиците бюджета к концу года правительство будет обладать свободными средствами в размере порядка 650 млрд руб., которые можно будет либо разместить на депозитах в банках с погашением в 2012 году, либо перечислить в резервный фонд. Аргументом в пользу последнего является тот факт, что долговая политика министерства предполагает рост резервного фонда до 1,4 трлн руб. к концу 2011 года, притом что сейчас его размер составляет 772 млрд руб. С другой стороны, 30 млрд руб. депозитов Минфина уже размещены с погашением в 2012 году, т.е. реальностью может стать и некоторая комбинация из имеющихся двух вариантов. С точки зрения денежного рынка разница между ними существенная – перечисление средств в резервный фонд сокращает на соответствующую величину денежное предложение, тогда как перенос портфеля депозитов Минфина в 2012 год, напротив, поддержит ликвидность банковской системы. Какое соображение победит, сейчас сказать сложно, однако, пользуясь похожим анализом, многие наблюдатели в последнее время стали сомневаться, что обычное для конца декабря накопление ликвидности в банковской системе будет иметь место и в нынешнем году. Мы считаем, что эффект этот все равно будет присутствовать, поскольку пик расходов Минфина, по всей видимости, вновь придется на декабрь, и многие бюджетополучатели просто физически не успеют израсходовать полученные средства, однако перечисление

Уровень банковской ликвидности



Источник: Bloomberg

большого объема средств в резервный фонд может привести к быстрому сжатию подушки ликвидности уже в январе, т.е. гораздо раньше, чем это обычно происходит. Остается добавить, что этот интересный вопрос будет постепенно проясняться в октябре-ноябре, поскольку мы сможем видеть, в каком объеме Минфин замещает истекающие депозиты новыми с погашением в 2012 году.

Что касается уровня ставок денежного рынка, то здесь мы остаемся уверенными в своем первоначальном прогнозе на 2011 год, который предполагал повышение «нормального» уровня для ставки овернайт до уровня 4,5%. Напомним еще раз, что наш прогноз инфляции на текущий год составляет 9,3%, и на его основании мы ожидали 9-процентную ставку рефинансирования к концу года. Поскольку реальный уровень инфляции сейчас сильно отстает от нашего прогноза, мы уже не уверены, что ЦБ пойдет на столь масштабное ужесточение денежной политики, однако инфляционные риски четвертого квартала заставляют нас думать, что еще один-два шага по 25 б.п. вверх по шкале ставки рефинансирования остаются вполне вероятными.

Долгосрочные рублевые ставки

Большие перемены

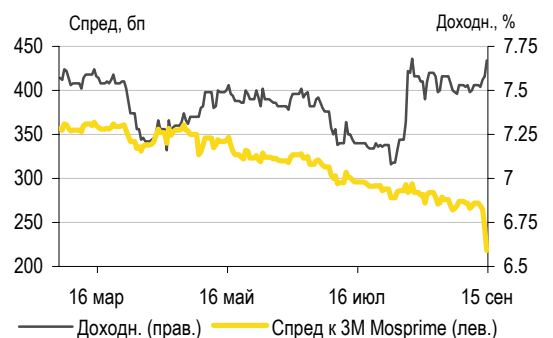
Как мы уже говорили, на рынке рублевых облигаций ощущается недостаток ликвидности. К этому добавилось решение ЦБ о повышении депозитных ставок. В результате короткий конец рублевой кривой заметно поднялся, а на длинном конце спрос инвесторов исчез вследствие большой подверженности длинных бумаг рыночному риску.

Что же участникам рынка делать в такой ситуации? Поскольку мы не рассматриваем катастрофические сценарии, будем исходить из предпосылки, что инвесторам все же надо что-то купить. С нашей точки зрения, за последние годы финансовая система РФ достаточно окрепла, чтобы участники начали проявлять признаки разумного поведения, т.е. в ситуации повышенной волатильности не бросать все и закрывать голову руками, а переходить из более рискованных активов в более надежные.

Соответственно:

- Мы рекомендуем инвесторам придавать наибольшее значение следующим двум основным понятиям: кредитное качество и ликвидность.
- Кризис 2008 года научил нас, что рыночный риск (дюрация) гораздо менее опасен, чем кредитный.
- Наиболее привлекательным активом в сегодняшних условиях являются ОФЗ. Как мы знаем, их можно без ограничения и дисконтов закладывать для получения финансирования, которое обязательно будет предоставляться в кризисные моменты, а на самом деле доступно всегда.
- Вследствие сказанного выше дюрация на кривой ОФЗ не имеет кардинального значения, однако тем, кого все же страшат нереализованные потери, имеет смысл ограничиться среднесрочными бумагами, т.е. такими выпусками, как ОФЗ 25076, 26202, 25068.

ОФЗ 26203 (5 лет)



Источник: Bloomberg

- В корпоративном сегменте мы советуем самое пристальное внимание уделять кредитному качеству эмитентов, отдавая предпочтение секторам с низкой цикличностью, либо компаниям с низкой долговой нагрузкой ОТНОСИТЕЛЬНО ВАЛЮТЫ БАЛАНСА, а не только EBITDA, поскольку последняя у циклических компаний мгновенно испаряется при замедлении роста экономики.
- Списки рекомендованных бумаг мы время от времени публикуем в нашем Fixed Income Daily, однако, говоря в общем, мы считаем бумаги с рейтингом «BB» вполне надежными даже в кризисных условиях, а бумаги с рейтингом «B» и ниже – требующими детального рассмотрения.
- Среди высокодоходных бумаг, в том числе и с рейтингом «B», сейчас на рынке много выпусков банков среднего размера. Мы считаем короткие банковские бумаги очень интересными, особенно после недавних продаж, поскольку нам понятно, что банковская система будет поддержана регуляторами в случае усугубления глобальных проблем. Этого нельзя сказать о компаниях среднего и малого размера.
- Мы также советуем не придавать большого значения господдержке в ситуации, когда связь с государством не является прямой, а у самой компании сомнительные бизнес-перспективы. Всем нужно помнить урок ФЛК, которая оказалась в дефолте, несмотря на все комфортные письма и подконтрольность ОАК.

Что касается нашего общего взгляда на долгосрочные рублевые ставки, мы не видим смысла менять его. Мы считаем, что 5-летние ОФЗ закончат год с доходностью порядка 7,5%, т.е. на уровне начала года, поскольку все, кроме глобальной неопределенности, играет в пользу качественного рублевого долга. Здесь мы в первую очередь имеем в виду снижающуюся инфляцию, а также тот факт, что Минфин кардинально сократил программу заимствований: если план на третий квартал подразумевал продажу 350 млрд руб. нового долга, в четвертом правительство планирует занять всего 90 млрд руб.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011