

Рынок еврооблигаций 2006

Смена рисков

Период ужесточения денежно-кредитной политики в США подходит к концу, и нам представляется, что этот фактор более не способен стать причиной зарождения каких-либо тенденций на долговых рынках.

Мы полагаем, что реализация текущих ожиданий рынка (повышение ставки ФРС до 4,50-4,75% и затем пауза) очень вероятна. Такой сценарий уже сейчас заложен в цены, поэтому в случае отсутствия новых идей, рынок валютного долга обречен на консолидацию в течение всего 2006 года.

Наш базовый сценарий на 2006 год для рынка еврооблигаций: боковой диапазон для рынка Treasuries (UST10 – 4,40-4,80%). Доходность Rus30 – 5,2-5,7%. Причем, скорее всего, рынок будет слабее в первом полугодии и сильнее во втором.

В то же время, существуют риски, которые могут привести:

- к *неожиданному и агрессивному росту доходности базовых активов;*
- к *резкому расширению кредитных спрэдов развивающихся стран.*

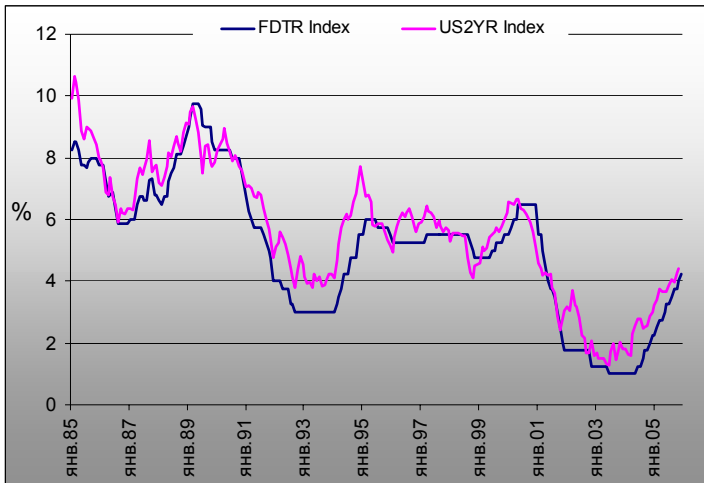
Чтобы распознать возможные риски на ранних стадиях их проявления, мы рекомендуем инвесторам обращать внимание на следующее:

- **индикаторы базовой инфляции США** (риск: возможное более агрессивное повышение ставки ФРС);
- **динамику дефицита платежного баланса США** и настроений, связанных с этим показателем (риск: снижение спроса на американские активы);
- **темпы экономического развития и динамику ставок Еврозоны** (риск: снижение спроса на американские активы за счет роста привлекательности активов Еврозоны);
- **темпы развития экономики стран Азии**, сообщения об изменении их валютных режимов, новости о намерении диверсифицировать ЗВР (риск: падение способности этих стран генерировать резервы, снижение спроса на Treasuries);
- **темпы развития мировой экономики в целом**, динамика цен на товарных рынках (риск: падение цен на товарных рынках, снижение спроса на Treasuries, расширение кредитных спрэдов EM);
- **долговые и прочие кризисы.**

Казначейские облигации США – конец ужесточения политики ФРС не за горами

В течение всего 2005 года Федеральный Резерв на каждом заседании повышал целевую ставку на 0,25 п.п., в результате чего к концу года она составила 4,25%, что на 2 п.п. выше по сравнению со значением конца 2004 года. В декабре FOMC отказалась от определения текущего уровня ставок как стимулирующего, признав таким образом, что целевая ставка ФРС достигла нейтральных значений и не оказывает больше влияния на темпы экономического роста. Вместе с базовой ставкой в течение всего года росла доходность двухлетней казначейской ноты.

Базовая ставка ФРС и доходность двухлетней казначейской ноты



Источник: Bloomberg

Экономика США в течение всего года сохраняла высокие темпы роста, несмотря на неуклонное повышение цен на энергоносители, и ужесточение денежно-кредитной политики. Темпы роста ВВП США существенно опережали среднеисторические, а ситуация на рынке труда стабильно улучшалась.

Девятиквартальная скользящая средняя по темпам прироста ВВП и уровень безработицы (%)

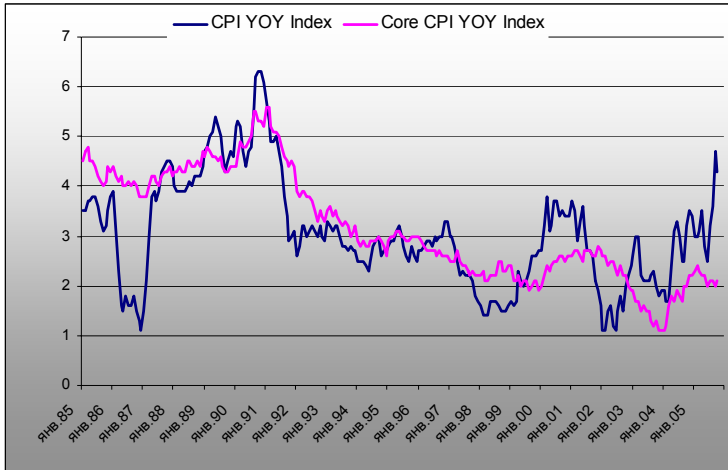


Источник: Bloomberg

Циклические индикаторы экономического роста показывают, что экономика США по-прежнему находится в состоянии взрывной экспансии и пока что не демонстрирует признаков замедления. Единственное отличие текущей экономической экспансии от двух предыдущих экономических циклов (выделены вертикальными границами на рисунке выше) заключается в том, что цикличность развития экономики становится более сглаженной. Рецессия 2001-2003 гг. была неглубокой по сравнению с двумя предыдущими, но и текущее восстановление, особенно рынка труда, также носит более плавный и предсказуемый характер. Такое положение дел позволяет ФРС сосредоточиться на борьбе с инфляционными рисками и не опасаться более возможного возвращения экономики в состояние стагнации.

В 2005 году ФРС пришлось уделять куда больше внимания инфляции, нежели годом ранее. Основной причиной для беспокойства стал неуклонный рост цен на энергоносители, который привел к почти двукратному увеличению темпов роста индекса потребительских цен в течение 2005 года. Кроме того, к концу года значительное сокращение безработицы привело к повышению инфляционного давления со стороны рынка труда и загруженности производственных мощностей.

Темпы роста общего и базового индексов потребительских цен (год к году)



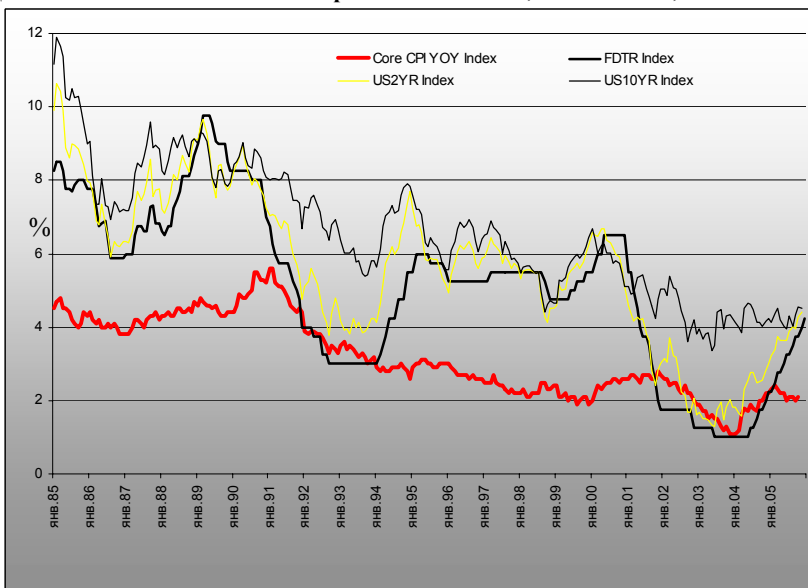
Источник: Bloomberg

В то же время показатели базовой инфляции выросли незначительно. Это говорит о том, что так называемый pass-through эффект пока минимальный, и инфляция издержек еще не передается конечному потребителю. Тем не менее, инфляционные риски заметно выросли, и ради обеспечения ценовой стабильности Федеральный Резерв решил «сыграть на опережение» и повышал базовую ставку на 0,25 п.п. на каждом заседании в течение 2005 года. Устойчивая экономическая экспансия обеспечила ФРС пространство для маневра.

Мы полагаем, что Федеральный Резерв может пойти еще максимум на одно повышения базовой ставки, которая таким образом, может в начале 2006 года достигнет отметки 4,50-4,75%. Темпы экономического роста вполне позволяют повысить ставку до уровня, превышающего нейтральный, дабы минимизировать инфляционные риски.

Тем не менее, маловероятно, что ФРС пойдет на более значительное повышение ставок при условии, что инфляция сохранится в рамках комфортного для ФРС диапазона 1,5-2%. Разрыв между ставкой ФРС и базовой инфляцией уже достиг 2 процентных пунктов, и маловероятно, что он превысит три. Поэтому мы считаем, что с высокой степенью вероятности ставка ФРС в 2006 году не превысит 5%.

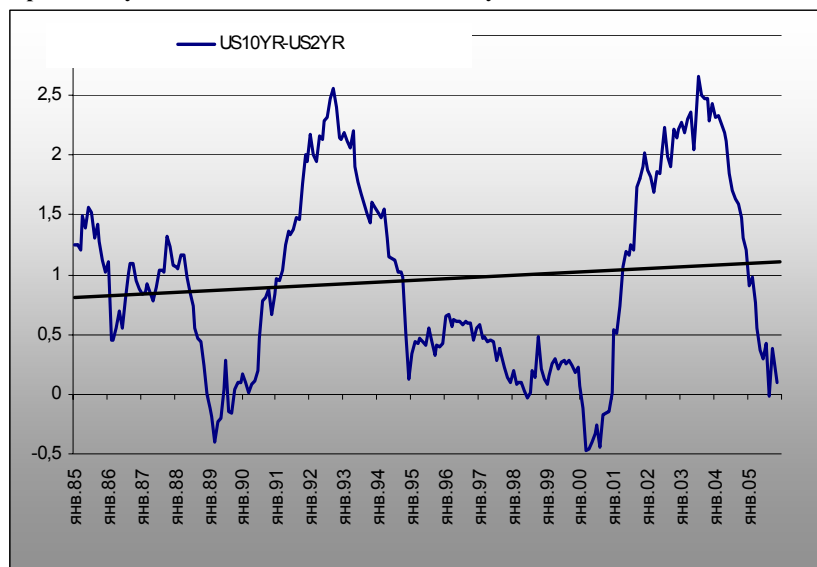
Динамика базового индекса потребительских цен, ставки ФРС, доходности двух- и десятилетних казначейских нот



Источник: Bloomberg

Ключевой тенденцией рынка Treasuries в 2005 году, как мы и предполагали, стало сужение спреда между стабильной доходностью длинных бумаг и растущей вслед за ставкой ФРС доходностью коротких инструментов. К концу года спред доходности UST10-UST2 не превышал 10 б.п. по сравнению со 150 б.п. в конце 2004 года.

Спред между доходностью десятилетней и двухлетней нот Казначейства США (процентные пункты)



Источник: Bloomberg

Стабильность доходностей в длинном сегменте кривой отражает уверенность инвесторов в том, что в долгосрочной перспективе инфляция останется под контролем. Также, сохраняется спрос на Treasuries как на резервный актив. Доходность краткосрочных нот во время ужесточения денежно-кредитной политики растет вслед за ставкой ФРС. В результате, плоская кривая традиционно является итогом длительного цикла повышения базовой ставки. Наименьший спред обычно бывает на пике повышения, в это время кривая даже может становиться инверсной. В какие-то моменты спред может достигать -50 б.п. Теоретически это означает, что при ставке ФРС, равной 5% и нулевом спреде между доходностью двухлетней ноты и ставкой ФРС, доходность UST10 может сохраняться на уровне 4,50%. Правда, следует отметить, что едва ли такое состояние может быть устойчивым, поэтому не может длиться долго.

Нам представляется, что наиболее вероятным сценарием для рынка Treasuries на 2006 год является повышение ставки ФРС до 4,50-4,75% и консолидация доходности десятилетней ноты в диапазоне 4,40-4,80% с возможным снижением к концу года, в случае замедления темпов экономического роста.

Дефицит платежного баланса и ставки – скрытая угроза

Мы полагаем, что теперь, когда завершение процесса повышения ставок не за горами, ужесточение политики ФРС едва ли окажет значительное влияния на долгосрочные рыночные ставки. При сохранении текущего баланса факторов, доходность UST10 может очень долго колебаться в диапазоне 4,00–4,70%. Феноменальной устойчивости рынка способствуют умеренные долгосрочные инфляционные ожидания и спрос на Treasuries со стороны иностранных ЦБ.

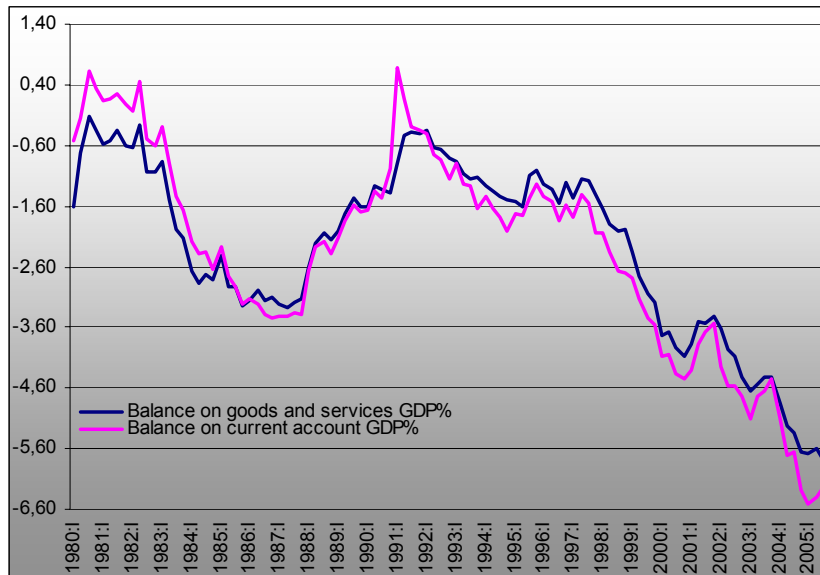
Причины возможной дестабилизации рынка казначейских облигаций США следует искать за пределами текущего экономического цикла.

Среди возможных угроз для рынка Treasuries мы видим резкое усиление инфляционных тенденций в экономике США, которые могут вынудить ФРС США поднять целевую ставку выше 5%. В таком случае возможен резкий прорыв доходностей наверх и рост ставки UST10 до 6% годовых и выше. В то же время, вероятность реализации такого сценария мы расцениваем как невысокую.

В долгосрочной перспективе на горизонте времени, превышающем длину одного экономического цикла, в экономике США доминируют дефляционные тенденции. На протяжении последних 25 лет инфляция неуклонно снижалась, что объясняется структурными диспропорциями американской экономики. Драйвером экономического роста США традиционно является потребительский сектор, склонность к сбережениям которого крайне низка. Американцы стабильно тратят больше, чем зарабатывают. Результатом является непрерывное расширение дефицита торгового и платежного балансов. Благодаря тому, что доллар является мировой резервной валютой, его курс остается сильным, несмотря на наличие дефицитов. Сочетание высокого дефицита торгового баланса и сильного доллара приводит к тому, что, во-первых, американская экономика насыщена импортом, во-вторых, импорт дешев относительно продукции местного производства. В итоге, американские производители на протяжении длительного времени вынуждены снижать цены на свои товары, чтобы конкурировать с импортом.

Более серьезной угрозой мы считаем возможную коррекцию дефицита платежного баланса США, который превышает 6% ВВП. Зависимость американской экономики от притока инвестиций извне делает ее крайне уязвимой перед изменениями инвестиционных предпочтений международных инвесторов, прежде всего, стран Азии.

Динамика счета текущих операций и торгового баланса США (в % ВВП)



Источник: Bureau of Economic Analysis

Дефицит платежного баланса – циклическая функция. Математически он равен разнице между объемом инвестиций и сбережений за период. Если сбережений меньше, эту разницу приходится компенсировать притоком капитала из-за рубежа.

Рост экономической активности США характеризуется потребительским и инвестиционным бумом. При этом склонность экономических агентов США к сбережению падает. Поэтому подъем американской экономики всегда сопровождается ухудшением состояния платежного баланса, дефицит которого финансируется зарубежными инвестициями в растущую американскую экономику.

Улучшение состояния платежного баланса обычно происходит во время рецессии. Объем инвестиций снижается, потребители тратят меньше и больше сберегают, в результате, дефицит сжимается.

В качестве примера можно взять коррекцию дефицита платежного баланса 1988-1991 годов, которая проходила на фоне глубокой экономической рецессии. В этот период темпы роста ВВП США упали с 7,1% в 4 квартале 1987 года до -2% в первом квартале 1991. Уровень безработицы вырос с 5,7% до 7,3%.

Ставка ФРС достигла пика в марте 1989, после чего снижалась вплоть до августа 1992 года. Пока ФРС придерживалась курса повышения ставок, доллар сохранял сильные позиции на мировых рынках, однако уже через два месяца по завершению цикла повышения ставок курс американской валюты начал снижаться на фоне падения спроса на американские активы. Индекс доллара достиг пика в мае 1989 года, и в течение последующих трех лет снизился на 23%. Дефицит платежного баланса за это время сократился с 3,5% ВВП до нуля.

Сейчас на наш взгляд ситуация складывается аналогичная, но дисбаланс экономики гораздо более обширный, чем был в 1987 году. Экономика находится в стадии агрессивного роста, ФРС США приближается к завершению цикла ужесточения денежно-кредитной политики, доллар черпает силу в повышении базовой ставки, а дефицит платежного баланса превышает 6% ВВП. Если взять за основу ход событий конца восьмидесятых, то можно предположить, что в ближайшем будущем события будут развиваться следующим образом.

В течение первого квартала 2006 года ставка ФРС достигает своего пика на уровне 4,50-4,75% годовых. Темпы развития экономики замедляются после двух лет взрывного роста, спрос на американские активы и курс доллара начинают снижаться. **В течение ближайших двух-трех лет курс доллара падает по отношению к основным мировым валютам на 20-25%, что эквивалентно его падению к евро до отметки 1,55, а дефицит платежного баланса сокращается минимум до 3% ВВП.**

Следует отметить, что коррекция дефицита платежного баланса 1988-91 годов **не привела** к росту долгосрочных рыночных ставок. В 1988-89гг доходность UST10 колебалась в диапазоне 8,8-9,2%, пока ФРС придерживалась курса повышения ставок. **Практически в течение всего 1989 года, когда ставка ФРС достигла пика, кривая Treasuries была инверсной, а долгосрочные рыночные ставки стабильными.** В 1990-91 гг. экономический спад и агрессивное снижение ставки ФРС привели к снижению доходности десятилетнего бонда на 2 процентных пункта.

На первый взгляд, статистика вдохновляет. **Если и на этот раз события будут развиваться по сценарию конца восьмидесятых, то доходность UST10 имеет отличные шансы колебаться около отметки 4,50% в течение всего 2006 года,** после чего, по мере приближения очередной рецессии она вновь начнет снижаться. Однако, текущая ситуация имеет несколько немаловажных отличий от ситуации конца восьмидесятых.

Вложения нерезидентов в казначейские облигации США

	Вложения нерезидентов в долгосрочные облигации и ноты Казначейства США, \$ млн.	ВВП США \$ млн. долл.	Вложения нерезидентов в долгосрочные облигации и ноты Казначейства США, % ВВП
1989	381 000	5 367 100	7,9
01.01.2005	1 593 564	11 995 200	13,29
01.07.2005	1 764 368	12 378 000	14,25

За прошедшие пятнадцать лет концентрация американского риска в портфелях нерезидентов выросла в 4,6 раза, объем долгосрочных казначейских облигаций США в портфелях нерезидентов по отношению к объему ВВП вырос почти вдвое (с 7,9% до 14,25%), дефицит счета текущих операций также увеличился почти вдвое (с 3,5% до 6,5%). Кроме того, долгосрочные рыночные ставки снизились с 8,5% до 4,5%.

Мы опасаемся, что процесс коррекции платежного баланса, который может произойти в ближайшие годы на этот раз будет более болезненным. В какой-то момент крупнейшие международные инвесторы могут ощутить перенасыщение американским риском. Если это произойдет, коррекция дефицита будет сопровождаться агрессивным ростом рыночных ставок, а девальвация номинального курса доллара может превысить 50%.

К сожалению, не возможно оценить потенциальную емкость аппетита инвесторов к американскому долгу, поэтому **мы рекомендуем инвесторам исходить из нашего базового сценария – боковое движение долгосрочных рыночных ставок в течение 2006 года.**

В то же время, мы рекомендуем постоянно отслеживать в новостном фоне факты, которые могут свидетельствовать о снижении спроса иностранных инвесторов на долги правительства США или о возможном росте инфляционного давления.

Мы рекомендуем обращать внимание на:

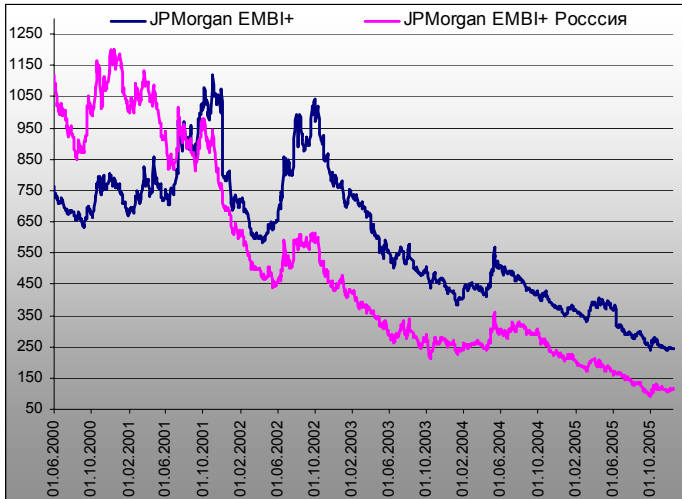
- показатели базовой инфляции США (*core CPI, core PCE*);
- показатели экономики Еврозоны, агрессивный рост которой способен отвлечь на себя значительную часть международных инвестиционных ресурсов, которые обычно направляются в *Treasuries*;
- выступления представителей денежных властей стран-лидеров по объемам генерации золотовалютных резервов, свидетельствующие о возможном снижении их аппетита к *Treasuries*;
- темпы экономического роста и режимы валютных курсов стран-лидеров по объемам генерации резервов, изменения которых может привести к падению способности этих стран генерировать резервы и падению спроса на *Treasuries*.

Если риски, указанные выше, не реализуются, нас ожидает весьма спокойный год.

Российский кредитный спрэд – Game over?

Российский кредитный спрэд последние пару лет был отличной страховкой на случай все возможной турбулентности базовых активов. С начала 2003 года спрэд EMBI+ Russia сократился с 450 базисных пунктов до 100 с небольшим, доходность базового актива (UST10) подросла за это время на 50 базисных пунктов. В итоге, снижение доходности российских валютных долгов в среднем составило 300 базисных пунктов.

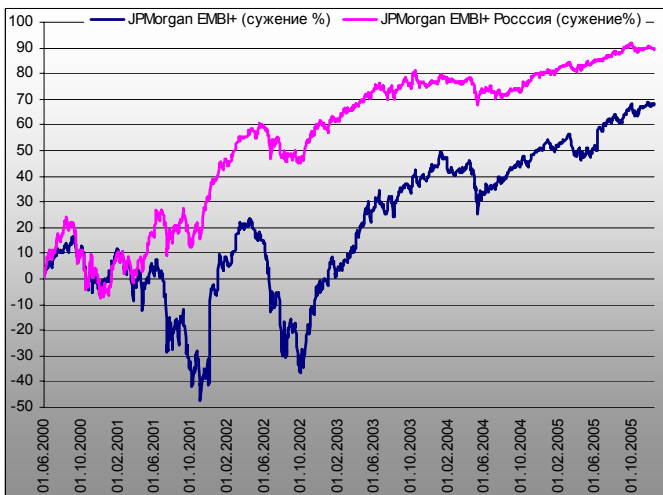
Динамика EMBI+ и EMBI+ Россия



Источник: JP Morgan

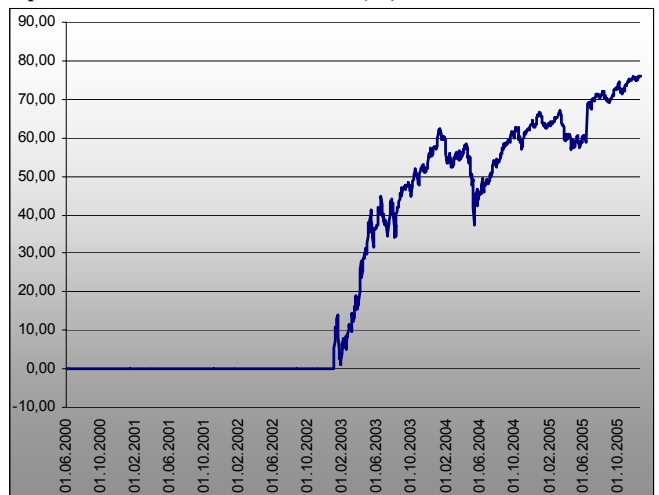
В то же время, нельзя однозначно сказать, что сужение кредитного спрэда – исключительно заслуга РФ. Рост золотовалютных резервов, досрочное погашение внешнего долга, повышение рейтингов РФ до уровня Investment grade, безусловно, сыграли свою роль, но вес прочих факторов, не имеющих отношения к кредитному качеству РФ, в итоговом сужении спрэда также был существенным.

Сужение спрэдов EMBI+ и EMBI+ Россия в % к значению 01.06.2000г.



Источник: JP Morgan, расчеты Банка Спурт

Доля общего сужения спрэда EMBI+ в сужении российского спрэда, накопленная с 2000 года (%)



Источник: JP Morgan, Расчеты Банка Спурт

По нашим оценкам, доля общего сужения спрэдов сегмента Emerging debt в сужении кредитного спрэда РФ с 2000 года сейчас достигает 75%! С учетом того, что доля РФ в общем индексе достаточно большая, эта цифра может быть меньше, но не намного. До 2003 года доля общего сужения кредитных спрэдов развивающихся стран в сужении спрэда РФ была пренебрежимо мала, и только в последние три года ее вес систематически увеличивался. Таким образом, сужение спрэда EMBI+ Russia на 350 б.п. с начала 2003 года на ¾ обусловлено общим ростом интереса инвесторов к активам развивающихся стран и лишь на ¼ улучшением кредитного качества РФ.

Такое положение дел ставит российский кредитный спрэд в крайне уязвимое положение перед лицом возможного изменения предпочтений международных инвесторов. Мы можем быть оптимистами в отношении

грядущей эволюции кредитного качества РФ и дальнейшего повышения рейтингов нашей страны (мы и есть оптимисты!), однако тот факт, что мы окажемся правы, вовсе не гарантирует дальнейшее сужение российского кредитного спреда.

Сейчас в качестве ориентира для дальнейшего сужения кредитного спреда принято смотреть на Южную Африку (ВВВ/ВВВ/Ваа1). Спред EMBI+ ЮАР составляет порядка 80-85 б.п., что, при прочих равных условиях подразумевает потенциал для дальнейшего сужения российского спреда на 20-30 б.п., а возможно и больше, если кредитное качество РФ столь же стремительно будет эволюционировать в лучшую сторону. Только вот вопрос: останутся ли прочие условия равными?

Существует несколько возможных факторов, объясняющих высокий интерес инвесторов к долгам развивающихся стран:

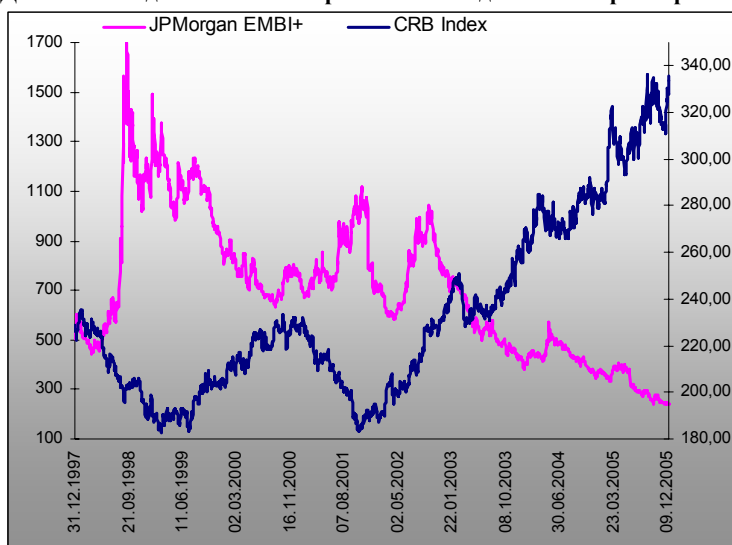
- стабилизация доходности безрисковых активов (Treasuries) на исторически низких уровнях в последние годы. Доходность UST10 с середины 2002 года преимущественно колеблется в диапазоне 4-4,50%, что вынуждает инвесторов искать более привлекательные доходности в долгах развивающихся стран. Именно с середины 2002 года сужение кредитных спредов приняло наиболее агрессивный характер;
- улучшение кредитного качества и рост привлекательности долгов развивающихся стран на фоне непрерывного роста цен на товарных рынках;
- увеличение мировой ликвидности на фоне рецессии в США (2001-2003 гг.) и снижения ставки ФРС – более не актуальны.

Уже сейчас ясно, что исчезновение последнего фактора пока не оказывает негативного влияния на привлекательность активов развивающихся стран и их кредитные спреды. Вот уже полтора года ФРС планомерно ужесточает денежно-кредитную политику, однако спреды долгов развивающихся стран продолжают сужаться на фоне стабильных долгосрочных ставок по безрисковым активам. Конечно, нет гарантий, что фактор ликвидности не начнет действовать с определенным временным лагом в будущем, но пока что его влияние можно игнорировать. Мы полагаем, что сужающаяся ликвидность пока лишь тормозит дальнейшую компрессию спредов, но не способствует их расширению.

Угрозу роста ставок на рынке Treasuries мы уже подробно обсуждали. Сейчас остановимся только на том, что основным риском является снижение спроса на американские активы в процессе коррекции дефицита платежного баланса на фоне замедления экономического роста в США или падения способности азиатских стран генерировать резервы, что связано с общемировым замедлением экономического роста или изменениями в режиме валютных курсов.

Наибольшее внимания заслуживает фактор номер два – рост цен на товарных рынках.

Динамика индекса EMBI+ в сравнении с индексом товарных рынков CRB



Источник: JP Morgan, Bloomberg

Корреляция между уровнем цен на товарных рынках и величиной кредитных спрэдов развивающихся стран в период 1998-2005 составила -0,57. Если исключить влияние всевозможных долговых кризисов (аналогичных российскому 1998 года), то обратная связь становится сильнее. В период 2000-2005 корреляция составила -0,63. Эти цифры отражают значительную обратную взаимосвязь между уровнем цен на товарных рынках и величиной кредитных спрэдов. Агрессивное сужение кредитных спрэдов происходит на фоне роста цен на Commodities. Мы полагаем, что такая тенденция объясняется высокой степенью зависимости финансового благополучия многих развивающихся стран от конъюнктуры товарных рынков.

Рост цен на товарных рынках начался в 2001 году, когда экономика США и глобальная экономика находились в не слишком хорошей форме, и он не был связан с типичной цикличностью развития экономики. Обычно, когда экономический рост замедляется, цены на товарных рынках начинают снижаться, из-за падения спроса на сырье. Однако рецессия 2001-2003 годов отличалась от типичной. Рост цен на товарных рынках стал полной неожиданностью. До самого конца 2004 года бурный рост цен часто связывали с падением курса доллара на мировых рынках. Цены на товары принято определять в долларах, поэтому вполне логично, что девальвация курса доллара может сопровождаться ростом цен на товары, чья цена исчисляется в долларах.

Эта теория рухнула в 2005 году, когда курс доллара начал укрепляться, а рост цен на товарных рынках даже ускорился. Сейчас доминирующая теория объясняет рост цен на товары высокими темпами роста экономики США и Китая, которым требуется все больше сырья.

Прогнозировать товарные рынки – дело крайне неблагодарное, поэтому мы ограничимся попыткой оценить возможные риски, которые могут привести к падению цен на товарных рынках.

Мы поддерживаем гипотезу о том, что разогрев Commodities наблюдается на фоне высоких темпов роста мировой экономики, поэтому основным риском считаем возможное замедление этих темпов, прежде всего в Азии и США.

Мы предлагаем инвесторам внимательно отслеживать ситуацию на товарных рынках и, в случае ее радикального ухудшения, не делать ставки на дальнейшую компрессию спрэдов, равно как и в случае резкого роста доходностей по Treasuries.

Мы ожидаем, что спрэды развивающихся стран останутся в 2006 году стабильными на текущих низких уровнях, если не реализуются те риски, о которых мы говорили. Спрэд EMBI+ Russia имеет собственный потенциал сужения в пределах 20-30 б.п.

Управление Казначейства АКБ «Спурт»

Директор Казначейства

Шайхутдинов Кирилл Владимирович

+7 843 291 50 02
kirill@spurtbank.ru

Отдел торговых операций на финансовых рынках

Начальник отдела

+7 843 291 50 19

МБК. Валюта

+7 843 291 51 40

Долговые инструменты

+7 843 291 51 41

Скороходова Ольга Валерьевна

oskorohodova@spurtbank.ru

Шаммазов Рафаэль Шамилович

rshammazov@spurtbank.ru

Шамарданов Адель Ильич

ashamardanov@spurtbank.ru

Отдел доверительного управления

Ведущий экономист

+7 843 291 50 29

Хайрулин Айбулат Рашитович

aybulat@spurtbank.ru

Отдел анализа финансовых рынков

Начальник отдела

+7 843 291 50 20

Аналитик

Аналитик

Пикулев Павел Андреевич

ppikulev@spurtbank.ru

Родченко Марина Викторовна

Галеев Тимур Равилевич

Отдел расчетов и корреспондентских отношений

Зам. Директора Казначейства. Начальник отдела

+7 843 291 50 60

Валютные корр. счета

+7 843 291 50 61

Рублевые корр. счета

+7 843 291 50 62

Бэк-офис МБК

+7 843 291 50 64

SWIFT

+7 843 291 50 66

Расчеты РКЦ

+7 843 291 50 65

Угарова Татьяна Алексеевна

tugarova@spurtbank.ru

Журавлев Сергей Александрович

sjouravlev@spurtbank.ru

Замалеев Марат Дамирович

mzamaleev@spurtbank.ru

Сафина Гузелия Зиннуровна

gsafina@spurtbank.ru

Анцис Рузалия Рашитовна

rancis@spurtbank.ru

Каштанова Валентина Ефимовна

vkashtanova@spurtbank.ru

Настоящий информационный обзор рынка ценных бумаг содержит оценки и прогнозы Управления Казначейства Акционерного коммерческого Банка «Спурт» (открытое акционерное общество) (далее – «Банк») касательно будущих событий и/или действий, перспектив развития ситуации на рынке ценных бумаг, вероятности наступления определенных событий и совершения определенных действий на рынке ценных бумаг. Инвесторы не должны полностью полагаться на оценки и прогнозы, содержащиеся в настоящем обзоре, так как фактическое положение дел на рынке ценных бумаг в будущем может отличаться от прогнозируемых результатов по многим причинам.

Настоящий информационный обзор не является офертой - предложением купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном обзоре, не предполагают полноты их описания. 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.

Информация и заключения, изложенные в настоящем обзоре, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица.

Данный обзор может использоваться только для информационных целей. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.