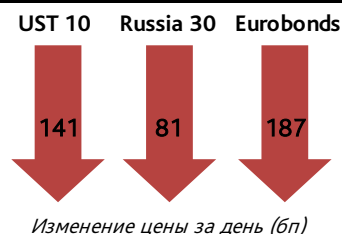


## Навигатор долгового рынка

### Глобальные рынки и еврооблигации

- Ⓜ **S&P** ожидаемо лишило **США** наивысшего кредитного рейтинга; дальнейшее снижение рейтинга зависит от бюджетной политики; ставки по **UST** вырастут; активы **EM** станут привлекательнее, но Россию «подведет» нефть
- Ⓜ **Безработица** в США снизилась в июле, отчасти за счет технических факторов; темпы роста рабочих мест все равно недостаточны
- Ⓜ **Италия** намерена быстрее выйти на бездефицитный бюджет, провести новые реформы; **ЕЦБ** начнет покупки госбумаг Италии и Испании
- Ⓜ **Беларусь** может включить полученный **Беларуськалием** кредит на USD2 млрд. в состав ЗВР; видим угрозу в возобновлении интервенций; суверенные евробонды страдают от невнятной экономической политики
- Ⓜ **Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок в обоих сегментах рынка; под ударом выпуски **Евраз**, **Вымпелкома**; **MetallInvest 16** ушел ниже номинала
- Ⓜ **Открытие торгов по еврооблигациям:** снижение рейтинга США уведет рынок вниз; золото стоит дороже USD1700; рассчитываем на краткосрочность падения цен евробондов



### Рублевые облигации и денежный рынок

- Ⓜ **Рублевый рынок:** существенное снижение котировок в сегменте ОФЗ; корпоративные выпуски также подешевели; бумаги **Газпром нефти** и **РСХБ** хорошо «держали удар», как и выпуск **БК Евразия-1**
- Ⓜ **Уралкалий** выкупит облигации; предлагаемая цена привлекательна; не слишком ликвидные бумаги после оферты полностью уйдут с рынка
- Ⓜ **Ликвидность** пополняется за счет FX и бюджетных поступлений; ставки снизились; фон для аукционов на неделе благоприятный
- Ⓜ **Рубль** ослабнет в ответ на снижение рейтинга США; резкий спрос на надежные валюты

### Кредитные комментарии

- Ⓜ **Ленэнерго** опубликовало ожидаемо негативную отчетность по РСБУ за 1П 2011; ограничение тарифов негативно сказалось на операционных результатах компании; к облигациям компании относимся нейтрально
- Ⓜ **Стройтрансгаз** приобретает крупную компанию инфраструктурного строительства; сделка, вероятно, будет профинансирована акционерами, а потому положение держателей облигаций не ухудшится; ожидаем роста бумаг к номиналу
- Ⓜ **Астана-Финанс** предложила новую реструктуризацию; денежных выплат не предусмотрено, а recovery даже в случае выполнения условий – крайне низкое; на реструктуризацию могут согласиться только совсем отчаявшиеся инвесторы
- Ⓜ Суд отказал **Русалу** в иске о повышении правительством энерготарифов для его заводов, компания будет подавать новые; потеря основного конкурентного преимущества компании – дешевой электроэнергии – становится более вероятной
- Ⓜ Отчетность **ТГК-1** по РСБУ за 1П 2011 не преподнесла сюрпризов: более высокие цены на электроэнергию помогли увеличить совокупные операционные показатели; долг компании вырос на 23%; неликвидные облигации компании можно купить без существенной премии к бондам **Мосэнерго**, что выглядит неинтересно

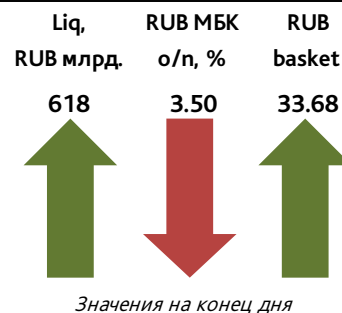
### Российская макроэкономика

- Ⓜ Июль смягчил инфляционные ожидания, но предпосылки для повышения ставок **Банком России** осенью 2011 остаются

### Последние обзоры

- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения
- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!

### Индикаторы FX/MM



### Макроцифра

0% – инфляция в июле

### Контакты и ссылки






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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 19:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка TIPS в объеме USD0.25-0.50 млрд.
- 19:30 Итоги аукционов по 3- и 6-мес. US T-bills в объеме USD56 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	218	-2
UST10	▲	2.58	+0.16
Russia 30 - UST 10	▼	161	-4
EUR/USD	▲	1.428	+1.2%
Oil (Brent)	▼	106.7	-0.2%
VIX	▲	32	+0.34

**S&P ожидаемо лишило США наивысшего кредитного рейтинга, опустив его до «AA+» с «негативным» прогнозом; дальнейшее снижение рейтинга зависит от бюджетной политики; ставки по UST вырастут, осложнив задачу ФРС; активы EM станут привлекательнее, но Россию «подведет» нефть**

Пятница, 5 августа 2011 г. без всяких сомнений войдет в учебники по истории США как поворотная точка в развитии страны. Именно вечером этого дня, уже после закрытия торгов, агентство S&P все-таки исполнило свою «угрозу» и лишило США наивысшего кредитного рейтинга «AAA», опустив его на одну ступень до «AA+». Таким образом, долговые обязательства США впервые за всю историю не являются абсолютным безрисковым активом. Напомним, два других агентства из «большой тройки», Moody's и Fitch, ранее подтвердили рейтинг США на уровне «AAA» после повышения потолка госдолга и одобрения плана бюджетной экономии.

Для нас решение S&P не стало неожиданность, равно как и предложенные агентством обоснования, побудившие его нажать на «красную кнопку»: принятый в муках план бюджетной консолидации не является достаточным для стабилизации госдолга. Однако глубинная причина, судя по комментариям главы рейтингового агентства, заключается в другом – политическому истеблишменту в Вашингтоне слишком тяжело даются компромиссы. Косвенно именно такая трактовка подтверждается еще и другим фактом. Администрация США указала S&P на арифметическую ошибку в USD2 млрд., допущенную при оценке состояния бюджета США. Однако рейтинговое агентство отметило, что данный факт не повлияет на решении о снижении рейтинга. Молниеносность ответа S&P еще больше утверждает нас в мысли, что Вашингтон лишился наивысшего рейтинга именно из-за утраченной способности договариваться.

В США решение S&P вполне ожидаемо вызвало критику. Однако если республиканцы обвиняли в потере страной наивысшего рейтинга Белый дом и министра финансов (Т. Гайтнер уже заявил, что не покинет свой пост до выборов 2012 г.), то демократы ополчились на само рейтинговое агентство. Решение S&P подверглось также критике со стороны лидеров ведущих развитых стран. Тем не менее более выдержанной, с нашей точки зрения, является позиция Китая, не ставшего вставать ни на чью сторону, но вновь обозначившего глубокую озабоченность проводимой США экономической политикой.

Снижение рейтинга США главным следствием будет иметь то, против чего последние несколько лет боролась ФРС в надежде перезапустить экономику – рост ставок по долговым обязательствам страны. По оценкам самого S&P, снижение рейтинга США вызовет рост ставок по краткосрочным T-bills как минимум на 50 бп, а по долгосрочным – вдвое. Подобный сценарий представляется вероятным, однако бегства из UST мы определенно не ждем – у рынка нет альтернатив для гособлигаций США, а снижение рейтинга является скорее «звоночком» для Вашингтона, нежели чем для кредиторов. По состоянию на утро понедельника доходность **UST10** колеблется у отметки 2.50%, в то время как пятницу выпуск завершил на уровне 2.56%, а в определенные моменты торгов опускался по доходности до 2.33%.

Вызванный снижением рейтинга США определенный приток средств из UST может положительно отразиться на активах EM, и их долговых бумагах в частности. Однако Россия в данном случае вряд ли станет приоритетом для инвесторов – опасения очередной всемирной рецессии бьют по ценам на нефть, которые, собственно, и являются барометром для покупающих российский суверенный долг участников рынка.

Перспективы «триумфального» возвращения США на уровень «AAA» представляются туманными. По версии S&P, даже уже пониженный рейтинг США имеет «негативный» прогноз, что может вылиться в еще один downgrade на горизонте 2 лет в случае недостаточного сокращения госрасходов или других причин, которые приведут к увеличению госдолга. В лучшем случае, Америке, похоже, придется смириться с рейтингом «AA+» на ближайшее десятилетие. По словам главы S&P, примеры возврата на уровень «AAA» до этого были, однако этот путь занимал от 9 до 18 лет.

**Безработица в США снизилась в июле, отчасти за счет технических факторов; темпы роста рабочих мест все равно недостаточны**

Длительный период восстановления наивысшего рейтинга в США вовсе не кажется нам необоснованным. Исходя из последних данных по безработице в США за июль, опубликованных в минувшую пятницу, рынок труда по-прежнему остается чрезвычайно слабым, что не подразумевает улучшения состояния в экономике.

Число рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора (non-farm payrolls) выросло на 117 тыс. против ожидавшихся 85 тыс., а безработица снизилась на 0.1 п.п. до 9.1%. Однако оба показателя имеют под собой «второе дно». Так, только для удержания текущего уровня безработицы, число non-farm payrolls должно увеличиваться минимум на 150 тыс. ежемесячно. Снижение же безработицы в июле стало результатом роста числа граждан, отчаявшихся найти работу и выбывших тем самым из расчета показателя.

В динамике ситуация на рынке труда выглядит не лучше: из 8.7 млн. рабочих мест, потерянных в ходе рецессии, восстановить удалось пока что только 2 млн. При этом политические разногласия, сопровождавшие переговоры по госдолгу и фактически поставившие страну на грань дефолта, вряд ли будут хорошим фоном для снижения безработицы, так как создают для бизнеса среду повышенной неопределенности.

**Италия намерена быстрее выйти на бездефицитный бюджет, провести новые реформы; ЕЦБ начнет покупки госбумаг Италии и Испании**

Европейские долговые проблемы, безусловно, отошли на второй план на фоне снижения рейтинга США. Однако и здесь за выходные произошли существенные изменения.

В пятницу премьер-министр Италии фактически под нажимом рынков был вынужден значительно скорректировать планы экономических реформ. Так, власти намерены выйти на бездефицитный бюджет уже в 2013 г., то есть на год раньше запланированного. Кроме того, будет рассмотрен вопрос о включении в конституцию страны «бюджетной поправки», ограничивающей максимальный размер дефицита. Рим также согласился провести существенные реформы на рынке труда.

Результатом объявленных в Италии мер стало экстренное совещание Совета управляющих ЕЦБ в воскресенье. Регулятор заявил, что он намерен «активно использовать» механизм выкупа гособлигаций проблемных стран, и, по словам источников Reuters, основными объектами теперь станут как раз бумаги Италии и Испании. Глава ЕЦБ Ж.-К Трише согласился с таким подходом после того, как лидеры Франции и Германии сообщили о намерении провести через парламенты закон о расширении полномочий EFSF уже к концу сентября.

Тем временем доходности 10-летних госбумаг Италии и Испании продолжают расти. В понедельник с утра показатели увеличиваются на 20 и 40 бп, достигая 6.30% и 6.45% соответственно. Особое внимание мы бы хотели обратить на рынок госдолга Италии – в случае сохранения на нем негативной динамики, особенно в сегменте 3-5 лет, суверенная кривая страны может в ближайшие дни стать инвертированной. Покупки же ЕЦБ госбумаг, повторимся, могут принести на рынок лишь кратковременное успокоение.

**Беларусь может включить полученный Беларуськалием кредит на USD2 млрд. в состав ЗВР; видим угрозу в возобновлении интервенций; суверенные евробонды страдают от невнятной экономической политики**

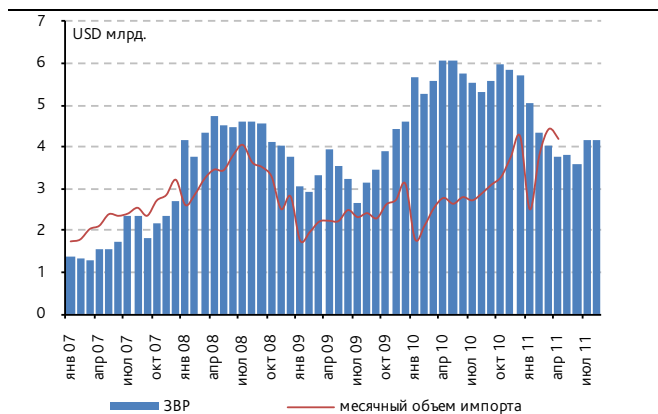
В пятницу стало известно, что Сбербанк и Deutsche Bank предоставят Беларуськалию синдицированный кредит на сумму USD2 млрд. В качестве обеспечения выступают экспортные контракты белорусского производителя минудобрений, а также 35% его акций. Как позднее сообщил Интерфакс, кредит будет в итоге включен в состав золотовалютных резервов республики. Напомним, ранее по схожей схеме Беларуськалий договорился о 4-летнем кредите от Азербайджана на USD400 млн. под гарантии правительства.

В случае реализации указанной источником Интерфакса схемы, ЗВР Беларуси могут вырасти с USD4.15 млрд. по состоянию на 1 августа до USD6.15 млрд. Однако, судя по динамике ЗВР и месячному объему импорта в республику (см. диаграмму 1), даже в этом случае их объемы не будут достаточными (в определении МВФ объем ЗВР должен соответствовать суммарному объему импорта за три месяца). Это, в свою очередь, обусловит сохранение напряженности на валютном рынке страны.

Мы бы хотели выразить опасения в связи с возможным возобновлением Минском валютных интервенций после включения кредита Беларуськалия в состав ЗВР. О вероятности «серьезных решений» на валютном рынке заявил в минувший четверг глава государства. В случае интервенций Беларусь рискует очень быстро «проесть» ресурсы, причем заемные. А с учетом вероятного очередного наращивания госрасходов валютный рынок рискует оказаться под еще большим давлением после исчерпания фактически взятых в кредит ЗВР.

Более взвешенной представляется нам позиция Нацбанка страны, который настаивает на том, что переход на единый курс и его таргетирование возможно лишь после поступления USD2.5-3 млрд. от приватизации. Однако здесь сложность заключается в том, что вероятная покупка 50% Белтрансгаза российским Газпромом состоится не раньше ноября-декабря.

ДИАГРАММА 1. ЗОЛOTOВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ И МЕСЯЧНЫЕ ОБЪЕМЫ ИМПОРТА БЕЛУРАСИ, 2007-2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ДОХОДНОСТЬ BELARUS 18



Источник: НБ «Траст»

Серьезного влияния данной информации на динамику суверенных выпусков Беларуси (ВЗ/В/НР) мы не ждем. Во-первых, на текущий момент куда большую роль для евробондов Минска будет играть общий для рисков активов негативный внешний фон. Кроме того, (что более важно) инвесторы, кажется, потеряли веру в способность властей вести последовательную политику. После выделения первого транша кредита ЕврАзЭС на USD800 млн. доходность **Belarus 18** упала за достаточно короткий период почти на 1 п.п. Однако позднее за те два месяца, когда Минск то продавал, то не продавал госактивы и посылал сумбурные сигналы по валютному курсу, доходность евробонда вышла практически на исторический максимум – 12%. Наблюдавшееся в последние недели снижение показателя мы склонны связывать с повышенным спросом на суверенные евробонды СНГ. В краткосрочной перспективе доходность госбумаг республики видится нам на уровне 11.5-12%.

**Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок в обоих сегментах рынка; под ударом выпуски Евраз, Вымпелкома; MetalloInvest 16 ушел ниже номинала**

Российский рынок еврооблигаций в пятницу находился во власти продавцов. Среди корпоративных выпусков мы отметили повышенную активность в бумагах Metalloinvesta, чей выпуск **MetalloInvest 16** в ходе сделок терял в цене порядка 1.4 п.п., уходя тем самым ниже 100% от номинала. Еще более существенным выглядело снижение котировок в ходе сделок по евробондам Евраза и Вымпелкома, **EvrAz 18N** и **VimpelCom 22** теряли по 2.1 и 2.5 п.п. соответственно.

Котировки суверенного индикативного выпуска **Russia 30** упали в пятницу на 75 бп до 119% от номинала. При этом спред **Russia 30–UST10** сузился на 10 бп до 160 бп, а 5-летний страновой CDS вырос на 10 бп до 165 бп.

**Открытие торгов по еврооблигациям: снижение рейтинга США уведет рынок вниз; золото стоит дороже USD1700; рассчитываем на краткосрочность падения цен евробондов**

Глобальные рынки начали новую неделю ожидаемо с падения ввиду снижения рейтинга США. Азиатские торговые площадки находятся в глубоком минусе (японский Nikkei Average потерял более 2%, а китайские индексы снижаются на 2-4%), фьючерс на S&P 500 проседает на 2.6%. Ощутили на себе удар и нефтяные котировки – за баррель Brent дают USD106, что на USD2 меньше уровня на закрытие основных торгов в России в пятницу.

Сделанные в выходные лидерами G7 заявления о намерении тесно координировать свои действия на рынках и поддерживать стабильность финансовой системы всеми доступными способами вряд ли остановят негативную динамику на рынке. Тем временем золото в понедельник уже преодолело очередной рекорд. Унция драгоценного металла теперь стоит более USD1700.

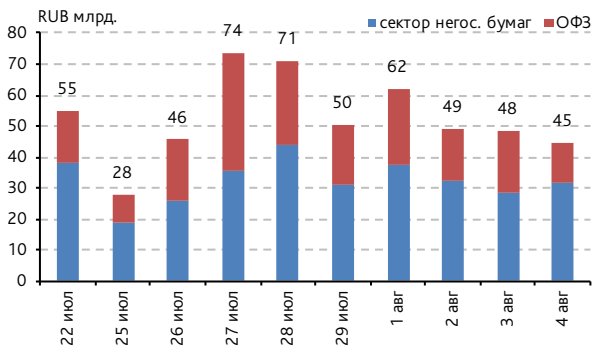
Торги на российском рынке еврооблигаций начнутся сегодня в отрицательной зоне. Однако мы не ждем экстраординарного снижения котировок, и рассчитываем на то, что любая глубокая просадка в бумагах окажется краткосрочным явлением.



**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

### Дюрация торгов

от 0 до 1 года	8.0%
от 1 до 1.5 лет	8.3%
от 1.5 до 2 лет	13.9%
от 2 до 3 лет	13.1%
от 3 до 5 лет	33.6%
> 5 лет	23.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.25%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.85%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.71%	6.5
Банки	6.92%	1.5
Корп 1 эшелон	6.64%	2.5
Корп 2 эшелон	7.24%	2.0

### Рублевый рынок: существенное снижение котировок в сегменте ОФЗ; корпоративные выпуски также подешевели; бумаги Газпром нефти и РСХБ хорошо «держали удар», как и выпуск БК Евразия-1

Рублевый долговой рынок завершил неделю на минорной ноте: котировки как гособлигаций, так и корпоративных бумаг показали отрицательную динамику. В сегменте ОФЗ наибольшие потери понесли выпуски **ОФЗ 46019** и **26204**, подешевевшие соответственно на 1.7 и 1.3 п.п. **ОФЗ 25077**, **25079** и **26206** также понизились в цене, на 90 бп, причем последняя по итогам торгов ушла ниже номинала.

Первый эшелон корпоративного сегмента рублевого рынка также понес в пятницу существенные потери. Максимальными они были в выпусках **АИЖК-15**, потерявшем в цене более 2 п.п., и **РЖД-23**, подешевевшем на 1.5 п.п. Лидерами же по обороту стали выпуски **Газпром нефть-4**, **ФСК-13** и **19**, а также **РСХБ-14**. Причем если бумаги Газпром нефти и РСХБ закрылись практически без изменений, то бумаги ФСК потеряли 40-70 бп.

Во втором эшелоне самое существенное снижение цен наблюдалось в выпусках **Интурист-2** (-1.9 п.п.), **ЧТПЗ БО-1** (-1 п.п.) и **Соллерс БО-2** (-1 п.п.), однако торговые обороты здесь были минимальными. Наибольшая же активность сосредоточилась, как и в предыдущие несколько торговых сессий, в выпуске **БК Евразия-1**, потерявшем по итогам дня почти 10 бп. Выпуски **ММК БО-7** и **Северсталь БО-1** потеряли 30 и 15 бп соответственно, в то время как противоположную рыночную динамику показал выпуск **АФК Система-4**, набравший за день более 70 бп.

### Уралкалий выкупит облигации; предлагаемая цена привлекательна; не слишком ликвидные бумаги после оферты полностью уйдут с рынка

В минувшую пятницу Уралкалий заявил, что планирует выкупить с рынка облигации, размещенные в феврале текущего года. Добровольная оферта была выставлена на 22 августа, цена выкупа – 103% от номинала, то есть на 2 пп выше цены этих облигаций по итогам торгов четверга (до объявления планов по выкупу).

Компания планирует потратить на данную операцию до USD1.1 млрд., т.е. теоретически сможет выкупить весь объем облигаций, размещенный в феврале. Напомним, что из первоначально запланированных RUB50 млрд. компания разместила только RUB30 млрд.

Мы рекомендуем тем инвесторам, у кого эти облигации еще сохранились в портфеле, воспользоваться предложением Уралкалия и предъявить бумаги к оферте, так как после ее прохождения большая часть бумаг уйдет с рынка, а и без того невысокая ликвидность в них станет фактически нулевой.

**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)



**Денежный рынок**

**События денежного рынка**

9 авг	Депозитный аукцион Минфина на RUB40 млрд. (расчеты на след. день)
10 авг	Аукцион 10-летн. ОФЗ на RUB20 млрд. (расчеты в день аукциона)
10 авг	Частичное погашение ОФЗ 46002 на RUB15.5 млрд.
10 авг	Выплата купонов по ОФЗ суммарным объемом в RUB26.6 млрд.
11 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
15 авг	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды

**RUB МБК о/n intraday**

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.50	3.75	3.35/3.65
2-й круг	3.85/4.35	3.75	4.25	3.50/4.00

**Динамика внутри дня (1-й круг)**

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.10	3.50-3.75	3.35-3.65

**Ликвидность пополняется за счет FX и бюджетных поступлений; ставки снизились; фон для аукционов на неделе благоприятный**

В последний день минувшей недели на денежном рынке царил покойствие, обусловленное восстановлением уровня ликвидности с приходом бюджетных средств. В пятницу банки продолжили наращивать депозиты ЦБ, которые пополнились на RUB59.1 млрд. (до RUB415.8 млрд.) наполовину от средств, изъятых с корсчетов – RUB28.1 млрд. до RUB657.6 млрд.). В целом остатки на корсчетах и депозитах подросли до RUB1.07., а чистая ликвидная позиция – до RUB618.0 млрд.

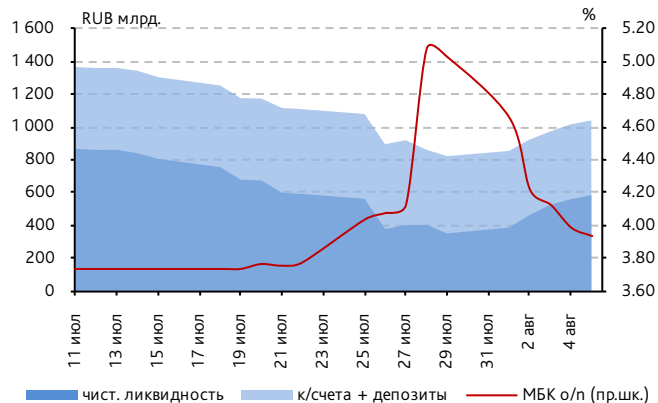
В силу своего небольшого размера образовавшийся чистый приток средств, скорее, связан с поступлениями с валютного рынка, где преобладали покупки валюты, нежели с бюджетными расходами, которые обычно крупнее. Притом деньги поступили, вероятнее всего, только во второй половине дня. По этой причине открытие в сегменте МБК для банков 1-го круга происходило довольно высоко – 3.75-4.1%, но к окончанию торгов ставки овернайт опустились до 3.35-3.65%, что примерно на 15 ниже, чем накануне. Улучшение ситуации с ликвидностью заметно ослабило спрос на междилерское РЕПО, стоимость которого за прошедшую неделю снизилась в среднем на 1.3 п.п. – до 4.32% (-4 бп) по сделкам под залог ОФЗ и до 4.2% (-12 бп) по сделкам под залог облигаций 1-го эшелона.

Предстоящая неделя обещает быть для денежного рынка спокойной. Планируемые на неделе аукционы в сумме могут оттянуть из платежной системы не более RUB30 млрд., тем более что этот отток будет с лихвой компенсирован поступлениями в размере RUB15.5 млрд. от частичного погашения ОФЗ 46002 и RUB26.6 млрд. от выплаты купонов 10 августа. Кроме того, для финансирования покупки ОФЗ и ОБР участникам рынка предоставляется возможность привлечь завтра до RUB40 млрд. в рамках депозитного аукциона с ЦБ. Помимо этого продолжится поступление бюджетных средств, которое поспособствует дальнейшей нормализации ставок денежного рынка. Ставки МБК и междилерского РЕПО уже опустились к прогнозируемому нами ранее приемлемому уровню 3.5-3.6% и 4.1-4.3% соответственно, на котором, по нашему мнению, и останутся вплоть до конца недели.

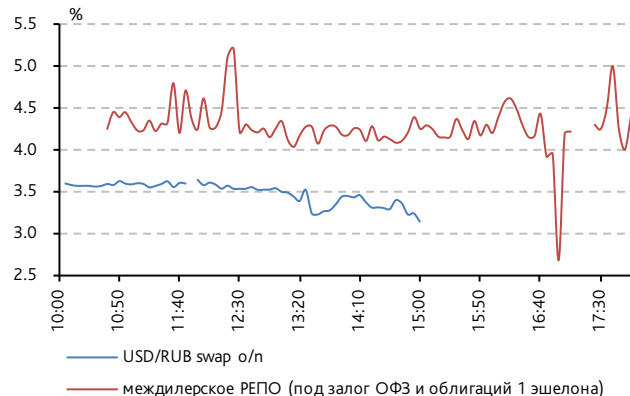
**Рубль ослабнет в ответ на снижение рейтинга США; резкий спрос на надежные валюты**

В пятницу рубль продолжил сдавать свои позиции, рекордно подешевев против бивалютного ориентира – на 35 копеек до RUB33.68. Причиной падения рубля стало масштабное бегство из рискованных активов на фоне обвала фондовых индексов. Так, торговые обороты в секции рубль-доллар подскочили до 5-месячного максимума в USD6.6 млрд. против USD3.5-4.0 млрд. в обычные дни.

**Ликвидность**



**Ставки РЕПО и валютных свопов о/n intraday**



Однако этим волнение на валютных рынках не ограничилось. В пятницу после закрытия торгов появилась информация о снижении рейтинга США (подробнее см. раздел «Глобальные рынки»). Как следствие, сегодня мы увидим новый скачок спроса на надежные валюты. Нефть сорта Brent подешевела на 11% до USD106 за баррель против USD119.4 на начало прошлой неделе, лишив рубль, тем самым, основного источника роста. Сегодня на утро рубль потерял уже 37 копеек против бивалютной корзины (RUB34.05) и может ослабнуть еще на 20-30 копеек в течение дня.



**Мария Помельникова**  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

**Кредитные комментарии**

**Ленэнерго опубликовало ожидаемо негативную отчетность по РСБУ за 1П 2011; ограничение тарифов негативно сказалось на операционных результатах компании; к облигациям компании относимся нейтрально**

В минувшую пятницу Ленэнерго – региональная электросетевая компания, предоставляющая услуги в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, опубликовала отчетность за 1П 2011 г. и озвучила планы на весь 2011 г.

**КОММЕНТАРИЙ**

Отчетность и комментарии Ленэнерго стали полноценным индикатором того, что происходит в отрасли и какие негативные последствия может оказать неопределенность относительно регулирования электросетевого комплекса.

Основной прирост совокупной выручки Ленэнерго был обеспечен за счет увеличения доходов от передачи электроэнергии (+32% относительно 1П 2010 г.). Это несколько компенсировало существенное падение выручки от технологического присоединения. Напомним, что с 1 января 2011 г. Ленэнерго полностью перешло на долгосрочные принципы тарифообразования на основе возвратности инвестированного капитала (РАВ), согласно которым инвестиционная составляющая из тарифов на технологическое присоединение была исключена. Это вылилось в снижение этой статьи доходов на внушительные 34% за год. Так как технологическое подключение – наиболее рентабельный вид деятельности сетевых компаний, совокупная рентабельность по EBITDA компании также снизилась и составила по итогам 1П 2011 г. 25%.

Наиболее интересны ожидания менеджмента компании относительно перспектив всего 2011 г. и дальнейших планов компании по выполнению инвестиционной программы, заложенной в РАВ-тарифы. Из-за введения более жесткого сглаживания тарифов в 2011 г., их рост по итогам года не должен превысить 15%. Поэтому компания ожидает выручку по итогам года около RUB100 млрд. при рентабельности около 20%. Менеджмент также отмечает, что утвержденный план роста тарифов подразумевает их рост в 2012 г. на 32% в Санкт-Петербурге, и на 28% – в Ленинградской области. Вполне вероятно, что и в следующем году тарифы будут ограничены, что при сохранении текущих тарифов на технологическое подключение потребует увеличения совокупного долга и «урезания» инвестиционной программы. На данный момент компания планирует увеличить долг к концу 2011 г. в 2 раза – до RUB28.4 млрд., а это неизбежно приведет к увеличению долговой нагрузки в терминах «Долг/EBITDA» до 3.5-3.7х.

**ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЛЕНЭНЕРГО**

РСБУ, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка, в т.ч.	15.9	34.2	18.7	2%	18%
от передачи электроэнергии	11.3	23.9	14.9	18%	32%
от тех. присоединения	4.5	10.2	3.7	-34%	-17%
EBITDA	4.7	10.4	4.7	-16%	1%
Чистая прибыль	1.6	3.8	1.2	-45%	-25%
Совокупный долг, вкл	14.0	14.7	15.9	8%	14%
краткосрочный долг	1.2	1.2	6.2	427%	433%
Денежные средства и эквиваленты	1.9	0.3	0.5	64%	-72%
Активы	86	89	91	2%	6%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	30%	30%	25%		
Долг/EBITDA*	1.5	1.4	1.5		
Чистый долг/EBITDA*	1.3	1.4	1.5		
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.3		

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сейчас долговая нагрузка Ленэнерго не вызывает опасений: показатель «Чистый долг/EBITDA» слегка превышает уровень 1.5х. Почти весь краткосрочный долг Ленэнерго состоит из двух выпусков рублевых облигаций совокупным объемом RUB6 млрд. На наш взгляд, компания сможет безболезненно погасить оба этих выпуска в начале следующего года.

Ленэнерго	Moody's: Ba2
<i>РСБУ, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	18.7
EBITDA margin	25.3%
Долг/EBITDA	3.35

Рублевые облигации Ленэнерго имеют дюрацию менее одного года и торгуются примерно на одном уровне с бондами Мосэнерго, поэтому их дальнейший курсовой рост до погашения фактически невозможен.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Стройтрансгаз приобретает крупную компанию инфраструктурного строительства; сделка, вероятно, будет профинансирована акционерами, а потому положение держателей облигаций не ухудшится; ожидаем роста бумаг к номиналу ближе к погашению**

*Ведомости и Коммерсант сегодня сообщают о том, что Стройтрансгаз (СТГ) покупает компанию АРКС, специализирующуюся на транспортном, жилищном и гражданском строительстве. В частности, по данным Коммерсанта, 21% акций обойдутся Стройтрансгазу в USD200 млн., а в течение трех лет компания будет иметь опцион на контрольный пакет АРКСа. По словам представителей покупателя, сделка станет способом диверсификации бизнеса. Напомним, ранее СТГ специализировался на промышленных объектах для нефтегазовой и энергетической отрасли.*

*По словам источников изданий, АРКС был одним из крупнейших генподрядчиков при строительстве дорог в Москве при Юрии Лужкове. В частности, компания участвовала в строительстве Третьего транспортного кольца, Волгоградского проспекта, шоссе Энтузиастов, ряда других крупных проектов, в том числе и в строительстве коммерческой недвижимости.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Мы считаем, что новость скорее позитивна для Стройтрансгаза. На первый взгляд, затрата в USD1 млрд. (исходя из оценки 21% акций) очень существенна для компании. Однако приобретение крупного генподрядчика в Москве, который в отличие от самого СТГ завершил 2010 г. с прибылью (по данным Ведомостей, чистая прибыль составила RUB484 млн. при выручке в RUB11.9 млрд.), может расширить бизнес компании и вывести его безубыточный уровень. Учитывая активное дорожное строительство в Москве, Стройтрансгаз может существенно увеличить и объем заказов.

Напомним, что Стройтрансгаз последние годы являлся глубоко убыточной компанией. С 2007 по 2010 г. крупный застройщик терпел убытки после того, как потерял основного заказчика – группу Газпром. Ранее сообщалось, что в 1К 2011 г. Стройтрансгазу удалось вновь получить прибыль в размере около RUB500 млн., однако официально эта информация пока не подтверждалась.

Мы считаем, что в данной сделке структура акционеров СТГ окажет компании очень сильную поддержку. Наличие финансово сильных акционеров – Геннадия Тимченко (80% акций) и Газпромбанка (около 20%) позволит найти необходимое для сделки финансирование. Кроме того, из RUB28.5 млрд. совокупного долга Стройтрансгаза на конец 2010 г. около половины приходилось на кредиты Газпромбанка. Вполне вероятно, что материнская структура легко рефинансирует эти займы «дочки». Впрочем, стоит оговориться, что мы считаем сценарий предоставления финансирования акционерами базовым, и в случае если на покупку будут привлекаться заемные средства от третьих лиц, долговая нагрузка СТГ может стать еще более уязвимой.

Для держателей облигаций новость, конечно, скорее нейтральна. Единственный ликвидный выпуск **Стройтрансгаз-2** в последнее время постепенно подрастал к номиналу – в пятницу его котировки на закрытие составили 96% от номинала. Мы объясняем это «осторожной» верой инвесторов в то, что компания найдет средства на погашение в июле 2012 г. Действительно, до этого срока к погашению у Стройтрансгаза приходится лишь RUB1.5 млрд. кредитов при балансе денежных средств более RUB3 млрд. Скорее всего, в наиболее вероятном сценарии предоставления Газпромбанком долгосрочного (не менее года) кредита на приобретение АРКСа, данная ситуация сохранится.



**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-35-31  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

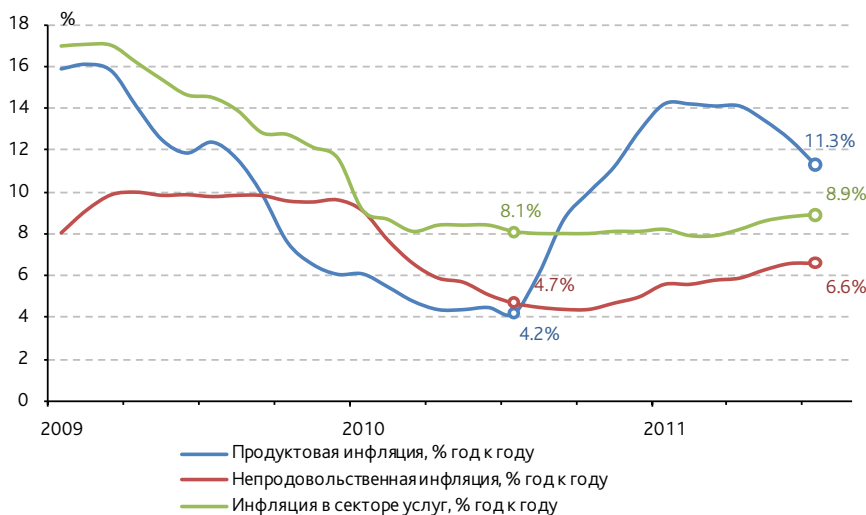
Стройтрансгаз	NR
<i>РСБУ, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	33
ЕБИТДА, RUB млрд.	-3.7
Долг, RUB млрд.	28.5

**Российская макроэкономика**

**Июль смягчил инфляционные ожидания, но предпосылки для повышения ставок Банком России осенью 2011 остаются**

Согласно опубликованным в пятницу данным ФСГС, в июле 2011 г. инфляция впервые за 2 года опустилась до 0% – последний раз рост цен останавливался только в октябре 2009 г. В годовом выражении инфляция сократилась до 9.0% против 9.4% в июне. Накопленный показатель роста цен с начала года пока превышает прошлогодние цифры – 5.0% против 4.8% за аналогичный период 2010 г.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ 2009-2011



Источник: ФСГС НБ «Траст»

**КОММЕНТАРИЙ**

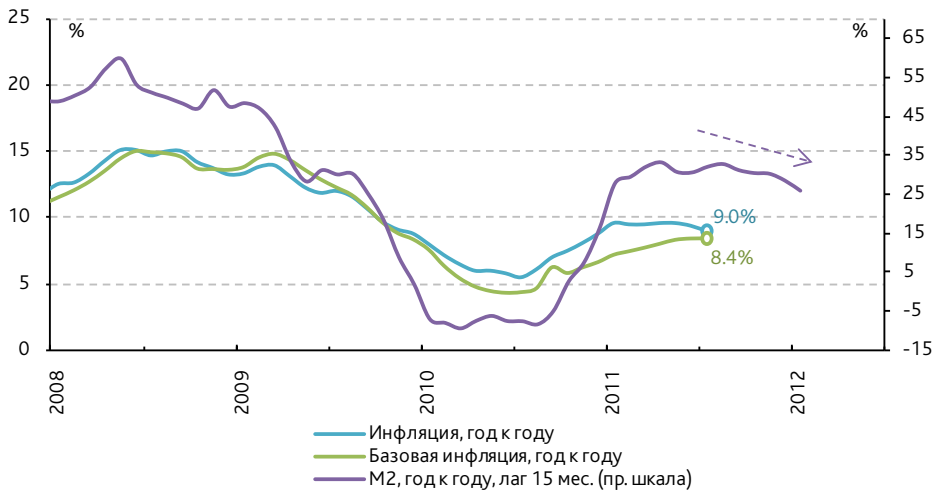
Главной причиной остановки инфляции в июле стало сезонное удешевление плодовоовощной продукции. С появлением на прилавках нового урожая, фрукты и овощи упали в цене на 0.7% против снижения на 0.2% в июне, что поспособствовало замедлению годового показателя продовольственной инфляции до 11.3% против 12.5% месяцем ранее. Дешевеют крупа и бобовые (-0.9%), растительное масло (-0.2%), вдвое медленнее дорожает хлеб (+0.3%). Свою лепту внесло и замедление роста продуктовых цен на мировых рынках.

В последнюю неделю июля была зафиксирована дефляция в -0.1%, что позволяет надеяться на небольшое снижение цен в августе. Дефляцию можно было бы наблюдать и в июле, если бы не возобновление роста цен на топливо – бензин подорожал на 0.5%. Основная причина – сужение предложения нефтепродуктов, обусловленное не только введением техрегламента и повышением акцизов, но и административным давлением со стороны ФАС, лишь усугубившим ситуацию. Зафиксированное в последние недели снижение цен на нефть скажется на стоимости топлива с ощутимой задержкой. Остается надеяться, что продление оборота топлива стандарта Евро-2 сдержит наблюдаемый рост цен.

Цены не только на топливо, но и на все остальные товары за пределами продовольственной группы, демонстрируют тенденцию к росту. В июле быстрее дорожали текстиль (+0.4%), моющие и чистящие средства (+0.9%), бытовые электроприборы (+0.2%) и стройматериалы (+1%). В летний период традиционно дорожают туристические услуги (+0.9%). Если говорить о бытовых товарах, здесь основную роль играет импортируемая инфляция. Значительная доля потребительских товаров импортируется, мировые цены на них растут, а степень импортозамещения остается низкой из-за недостатка аналогичных конкурентоспособных товаров отечественного производства. Еще одна причина – растущий спрос, поддержку которому обеспечивают увеличивающиеся зарплаты, сравнительно дешевые кредиты и снижение склонности к сбережению.

Ускорение базовой инфляции, очищенной от сезонных и топливной составляющих, на фоне замедления продовольственной инфляции указывает на возросшую роль платежеспособного спроса как источника инфляционных рисков (до 7.9% за январь-июль против 7.8% за первые 5 мес.). Пока рост денежной массы замедлился (до 20% в июне 2011 г. с 28.5% на конец 2010 г.), а на денежном рынке наблюдается сужение рублевой ликвидности (до RUB1.0 трлн. с RUB1.7 трлн. на начало 2011 г.), но уже в 4К 2011 г., на который приходится традиционный для конца года всплеск бюджетных расходов (около RUB2.0 трлн. только в декабре), монетарное ценовое давление усилится.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ И M2, 2008-2011



Источник: ФСГС НБ «Траст»

Мы полагаем, что тенденция к дефляции будет наблюдаться вплоть до сентября. Многие будет зависеть от динамики цен на топливо, и насколько способно удешевление овощной продукции его компенсировать. В сентябре наиболее вероятной видится инфляция близкая к нулю, благодаря чему в первый месяц осени годовая инфляция может замедлиться с текущих 9.0% до 7.5%. На этом фоне официальные ориентиры по инфляции на 2011 г. в 7-7.5% видятся все более достижимыми. Мы не исключаем, что по итогам 2011 г. инфляция сложится на уровне близком к 8% против 8.5%, прогнозируемых нами ранее.

В октябре нарастание инфляции может возобновиться, что повлечет за собой ответные действия ЦБ по ужесточению монетарной политики. Мы полагаем, что с октября до конца года возможно как минимум одно повышение на 25 бп всех ключевых ставок. Повышение депозитной ставки (сейчас 3.5%) привлечет интерес к депозитам в ЦБ, способствующим абсорбированию ликвидности, а кредитных ставок (сейчас ставка рефинансирования 8.25%, РЕПО 5.5%) – сдержит инфляционные риски от нарастающей кредитной активности.



Мария Помельникова  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
5 авг	РенессансКапитал-360	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-160	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-160	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-160	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-660	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-460	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-560	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-260	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-160	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-760	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-160	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%
18 июл	ГПБ-260	10.0	6.75%	2*	6.86%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
17 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
8 авг	ПЭС	0.1	9.00%	9.50%	1*
10 авг	Фортум-2	5.0	7.60%	6.50%	2
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	6.60%	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	5.0	6.65%	7.00%	3*
16 авг	РТК Лизинг-160	1.3	12.00%	11.50%	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	н.д.	1
26 авг	Медведь-160	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	н.д.	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	н.д.	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	н.д.	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	н.д.	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6

\* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
11 авг	Самарская Обл-3	4.5
11 авг	Вестер-Финанс	1.5
11 авг	Европлан	1.0
16 авг	М-Индустрия-1	1.0
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
10 авг	VTB 11C	CHF	750
11 авг	AlfaBank Ukr 11	USD	250
11 авг	HCFB 11N	USD	450
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)  
+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)  
+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

**Дмитрий Игумнов**  
+7 495 647-25-98  
[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Мария Помельникова**  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

**Андрей Труфакин**  
+7 495 789-60-58  
[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Клиентские продажи

**Александр Хлопецкий**  
+7 495 647-28-39  
[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

**Олеся Курбатова**  
+7 495 647-25-90  
[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-35-31  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Артем Петросьян**  
+7 495 647-25-67  
[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

**Яна Шнайдер**  
+7 495 647-25-74  
[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.