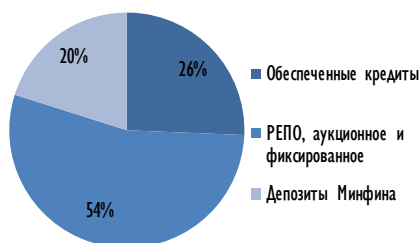



**ГАЗПРОМБАНК**

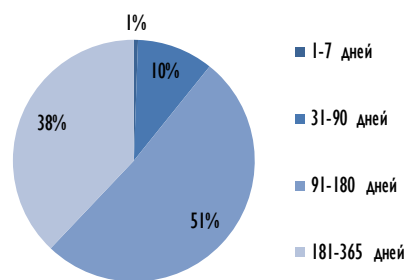
## Ликвидность и процентные ставки в 4К12: переживем без потрясений

**Динамика чистой ликвидной позиции банков, млрд руб.**


Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

**Видовая структура задолженности банков перед ЦБ и Минфином (на 02.10.2012)**


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

**Срочная структура задолженности банков по обеспеченным кредитам ЦБ РФ (на 02.10.2012)**


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

5 октября состоится заседание *Совета директоров Банка России*. Зампред ЦБ *А. Улюкаев не исключает* очередного *повышения ставок*, поскольку считает риски инфляции доминирующими над рисками экономического роста. Мы все же полагаем, что регулятор воздержится от повышения ставок, т.к. очередное ужесточение уже не успеет отразиться на индексе потребительских цен текущего года, но может разбалансировать рост экономики.

На последнем заседании (13 сентября) *ЦБ РФ* повысил ключевые процентные ставки (впервые за последние 9 месяцев), недвусмысленно дав понять, что он будет *решителен в борьбе с инфляцией*, которая превысила таргетируемый уровень на 0,5 п.п. Подобное развитие событий не стало для нас сюрпризом (см. наш обзор от 25 июля 2012 г. «Экономика России во 2П12: «Тихая гавань-2. Перезагрузка»). Для части участников рынка принятое решение оказалось неожиданностью, вопрос дальнейшего повышения ставок до конца года приобрел особую актуальность.

*Значимость ужесточения монетарной политики сегодня гораздо выше*, чем повышение ставок еще полтора-два года назад. Во многом это объясняется резким усилением зависимости банковского сектора от рефинансирования в ЦБ, которое произошло во 2П11.

Макроэкономические последствия решения ЦБ существенно глубже, чем просто сдвиг динамики ставок денежного рынка на соответствующую величину. Сегодня трансмиссионный канал денежно-кредитной политики обладает большей «проводимостью», воздействуя как на стоимость фондирования банков, так и на уровень базовой инфляции. При этом нельзя точно сказать, когда монетарный импульс, посылаемый ЦБ, отразится на экономике и приведет к замедлению долгосрочного уровня инфляции. В развитых странах это обычно происходит через 2-3 месяца после изменения процентных ставок. Мы полагаем, что в России, где финансовая система является недостаточно эффективной, это займет около 4 месяцев.

До конца года *рост ставок денежного рынка будет асимметрично большим*, чем «+25 б.п. при одномоментном повышении ставки рефинансирования». Очередное сжатие денежной базы, которое уже произошло в августе (на 106,8 млрд руб.), приводит к необходимости повышения ставок по вкладам и кредитам. Это только усиливает потребности в рефинансировании в ЦБ в силу ограниченности возможностей российского рынка МБК.

В нашем базовом прогнозе мы видим следующий ход развития событий на денежном рынке:

- ▶ Инфляции по итогам года не превышает 6,5%, *регулятор воздерживается от очередного повышения ставок*,
- ▶ Индикативная ставка *MosPrime достигает максимума (7,00%) в конце ноября*, что примерно на 1 п.п. выше текущих уровней. К концу года происходит снижение до 6,40%.
- ▶ В конечном итоге *кризиса ликвидности не происходит*, денег в банковской системе будет достаточно для поддержания активности на долгом рынке.

**Прогноз показателей денежного рынка до конца 2012 г. по трем сценариям\***

на конец месяца	июл	авг	сент	октябрь			ноябрь			декабрь		
				№1	№2	№3	№1	№2	№3	№1	№2	№3
Чистая ликвидная позиция, трлн руб.	-1,6	-1,6	-1,8	-1,8	-1,4	-2,1	-2,2	-2,0	-3,1	-1,5	-0,6	-3,0
Оценка потребности в инструментах рефинансирования, трлн руб.	2,16	2,44	2,63	2,75	2,60	3,20	3,00	2,70	4,00	2,60	2,60	4,80
Ставка MosPrime, 1 день, %	6,27	5,17	6,46	6,70	6,30	6,90	7,0	6,85	7,80	6,40	5,60	7,70

\* - №1 – базовый сценарий, №2 – перегрев сферы потребления, №3 – замедление экономического роста за счет внешнего шока,

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, Минэкономразвития, данные Газпромбанка

## Прогноз по денежному рынку на 4К12: три неоптимистичных сценария

До конца 2012 г. мы рассмотрели три сценария для денежного рынка, каждый из которых соответствует трем различным состояниям российской экономики.

Первый (базовый) сценарий завязан на нашем уточненном макроэкономическом прогнозе (см. наш специальный обзор от 25 июля 2012 г. «Экономика России во 2П12: Тихая гавань-2. Перегрузка») и ему присвоена вероятность 60%.

Второй сценарий (вероятность – 30%, см. Приложение) связан с ситуацией, когда российская экономика испытывает «перегрев», что провоцирует всплеск дальнейшего потребления и ускоренный рост розничного кредитного портфеля банков. Отдельные элементы данного сценария уже начали проявляться после объявления глобальными монетарными регуляторами программ стимулирования экономики.

Третий вариант развития событий (см. Приложение) предполагает наличие резкого ухудшения конъюнктуры глобальных финансовых рынков, ему присвоена низкая вероятность (10%). Тем не менее он важен для понимания «запаса прочности» российского денежного рынка.

### Общие предпосылки для трех сценариев

1. Сохранение неравномерного распределения ликвидности в банковском секторе будет приводить к росту среднего уровня процентных ставок по кредитам и депозитам. Повышение затронет как розничный, так и корпоративный сегменты банковского бизнеса.
2. Годовой уровень инфляции выйдет за пределы таргетируемого значения (5,5-6,0%), что объясняется эффектом повышения тарифов на услуги естественных монополий, а также нарастанием продовольственной компоненты в динамике ИПЦ.

### Сценарий №1 «Сбалансированное развитие» (вероятность – 60%)

Основные параметры прогноза по сценарию №1

	Июн 12	Июл 12	Авг 12	Сен 12	Окт 12П	Ноя 12П	Дек 12П
Оценка потребности в инструментах рефинансирования, млрд руб.	1956,3	2157,1	2442,3	2630,0	2750,0	3000,0	2600,0
<b>Объясняющие факторы</b>							
Средняя реальная ставка по депозитам населения, %	2,5%	1,1%	0,9%	0,6%	0,7%	1,0%	0,8%
Прирост реальной заработной платы, %, г/г	10,2%	10,2%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	16,0%
Прирост стоимости оборота розничной торговли, %, м/м	1,2%	1,6%	1,7%	1,5%	1,0%	0,0%	15,0%
Средняя ставка процента по кредитам физлиц, %, конец мес.	11,9%	12,0%	12,0%	13,0%	13,5%	14,0%	14,0%
Курс доллара, средний за период, руб./долл.	32,91	32,50	31,97	31,30	31,00	30,70	30,50
Прирост номинального ВВП, %, м/м	1,9%	1,7%	1,5%	7,0%	3,0%	-1,5%	2,5%
Ставка рефинансирования, %, конец мес.	8,00%	8,00%	8,00%	8,25%	8,25%	8,25%	8,25%
Годовой уровень инфляции, %	5,6%	5,6%	5,9%	6,5%	6,3%	6,3%	6,3%
Средняя ставка по корпоративным кредитам, %, конец мес.	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%

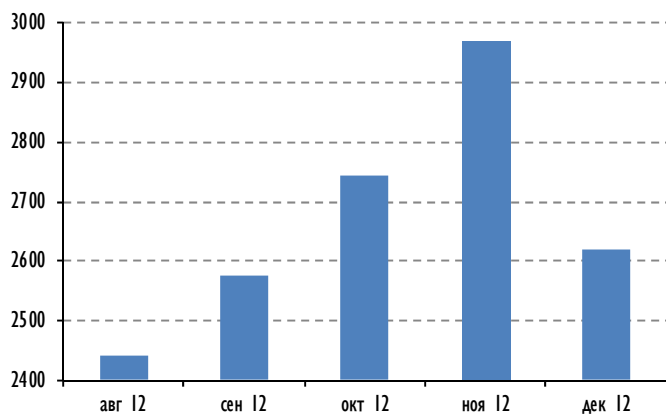
Источник: ЦБ РФ, Data Stream Reuters Thomson, расчеты Газпромбанка

- ▶ Мы ожидаем, что Банк России воздержится от очередного повышения ставки рефинансирования до конца 2012 г. Единственная причина, по которой он может это сделать – удержание годового уровня инфляции в пределах 6,0-6,5%.
- ▶ В нашем уточненном прогнозе от 25 июля мы оцениваем курс доллара на конец 2012 г. в районе 32,8 руб./долл., средний за год – 31,8 руб./долл.
- ▶ В целом развитие реального сектора экономики России в 4К12 нам представляется достаточно сбалансированным с учетом среднесрочной тенденции к снижению. Номинальный ВВП по итогам года достигнет порядка 61,5 трлн руб. (+14,5% г/г), физические объемы ВВП прирастут примерно на 3,8% г/г.



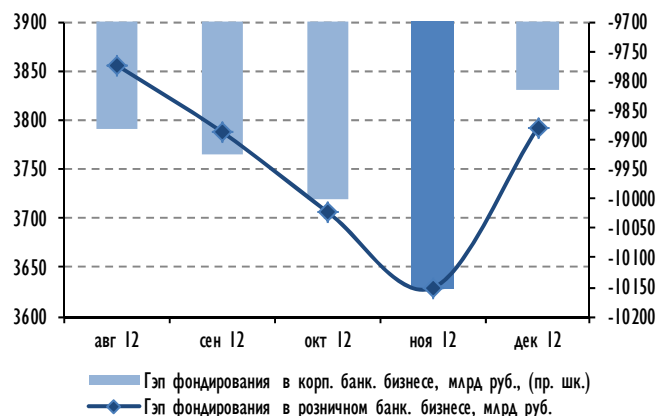
- ▶ Прирост физического оборота розничной торговли будет умеренным – около 6,0-7,0% г/г, реальная заработная плата в среднем за год увеличится на 10,0-11,0%.

Прогноз задолженности банков перед ЦБ и Минфином, млрд руб., сценарий №1



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Разрыв между банковскими депозитами и кредитами, сценарий №1



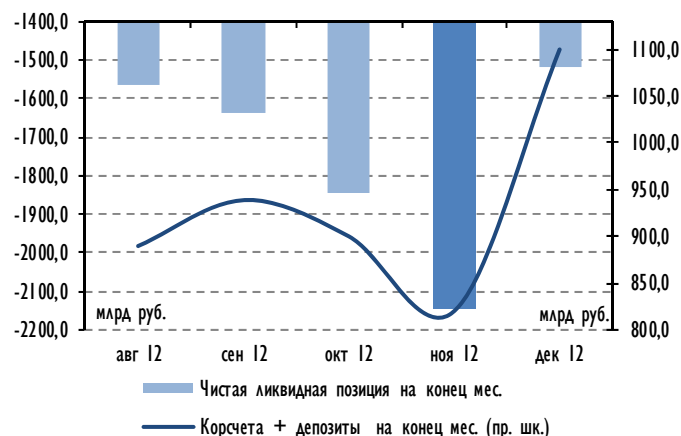
Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

### Результаты прогноза по базовому сценарию

- ▶ Процентные ставки денежного рынка будут стабильно выше минимальной ставки аукционного РЕПО с ЦБ на 1 день. Своего максимума они достигают в конце ноября. Так, MosPrime на срок 1 день растет до 7,0%, что на 1 п.п. выше текущего уровня.
- ▶ Чистая ликвидная позиция на конец года поднимается до минус 1,5 трлн руб., проходя в ноябре свой минимум в точке минус 2,2 трлн руб.
- ▶ Залоговая база рефинансирования по операциям РЕПО (консервативная оценка на начало 2П12 – 2,9 трлн руб.\*) может быть использована на 80% в ноябре с последующим снижением до 65% в конце года. При этом учитывается, что объем наиболее дорогих кредитов под обеспечение нерыночных инструментов не превысит 700,0 млрд руб.

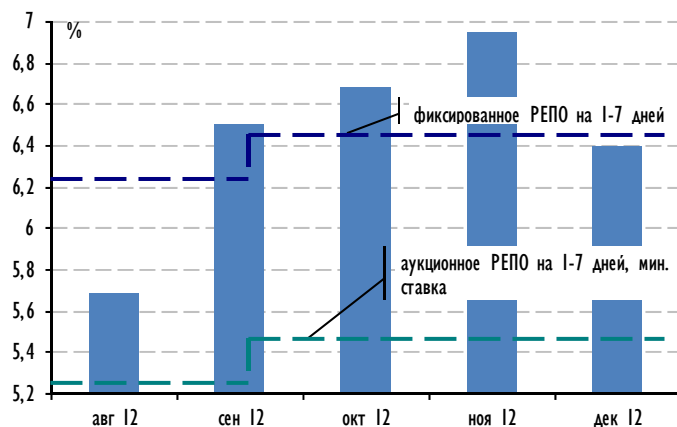
\* Отчет о состоянии рынка междилерского РЕПО во 2К12 // Банк России.- М., 2012

Прогноз чистой ликвидной позиции, сценарий №1



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Прогноз процентных ставок Mosprime (1 день), сценарий №1



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



## ПРИЛОЖЕНИЕ

## Сценарий №2 «Перегрев» (вероятность – 30%)

Российская экономика с начала 2012 г. демонстрирует перегрев сферы потребительского кредитования. Прирост задолженности населения по розничным кредитам за 1П12 в среднем составил 45%. Кроме того, сохранение благоприятных внешних условий российской экономики может позитивно сказаться на дальнейшем расширении сферы потребления. По этой причине мы считаем целесообразным рассмотреть сценарий «перегрева», который предполагает достаточно агрессивный рост отдельных макроэкономических показателей:

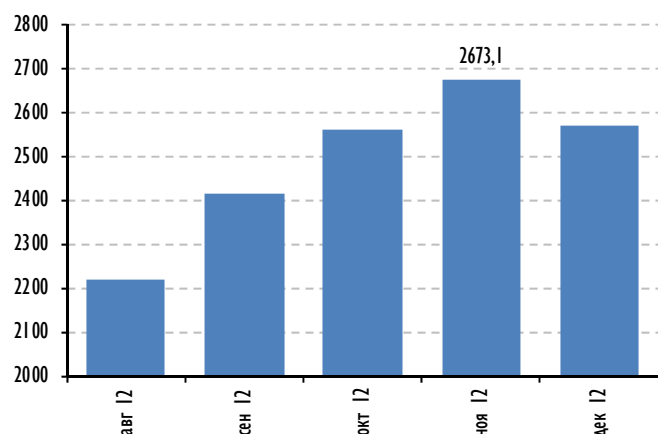
- Цены на нефть марки Brent уходят выше 130 долл./барр., в этой связи происходит существенное укрепление российской валюты против доллара (среднегодовой – 31,2 руб./долл., на конец года – 30,0 руб./долл.).
- Номинальный ВВП по итогам 2012 г. составит около 65,4 трлн руб., что эквивалентно годовому приросту номинальных объемов на уровне 20,0%, физические объемы ВВП в этом случае превышают 4,5% г/г.
- Инфляция набирает обороты и по итогам года достигает 7,0%, в т.ч. благодаря действиям ЦБ по ужесточению денежно-кредитной политики. При прочих равных ИПЦ вышел бы за пределы 7,5%.
- Реальная заработная плата в конце года растет на 20,0%, разогревая розничную торговлю и потребление.
- Оборот розничной торговли в денежном выражении прирастает почти на 18,0% г/г, физические объемы уходят к 10,0% г/г.

## Основные параметры прогноза по сценарию №2

	Июн 12	Июл 12	Авг 12	Сен 12	Окт 12П	Ноя 12П	Дек 12П
Оценка потребности в инструментах рефинансирования, млрд руб.	1956,3	2157,1	2442,3	2630,0	2600,0	2700,0	2600,0
Объясняющие факторы							
Реальная ставка по депозитам населения, %	2,5%	1,1%	0,9%	0,5%	0,4%	0,1%	0,0%
Прирост реальной заработной платы, %, г/г	10,2%	10,2%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%
Прирост оборота розничной торговли t, %, м/м	1,2%	1,6%	1,7%	2,0%	3,0%	5,0%	20,0%
Средняя ставка процента по кредитам физлиц, %	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,5%	12,5%	13,0%
Курс доллара, средний за период, руб./долл.	32,91	32,50	31,97	31,30	30,00	30,20	30,30
Прирост номинального ВВП, %, м/м	1,9%	1,7%	1,5%	2,5%	3,0%	4,0%	5,0%
Ставка рефинансирования, %	8,00%	8,00%	8,00%	8,25%	8,25%	8,50%	8,50%
Годовой уровень инфляции, %	5,6%	5,6%	5,9%	6,3%	6,5%	6,8%	7,0%
Ставка по корпоративным кредитам, %	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%

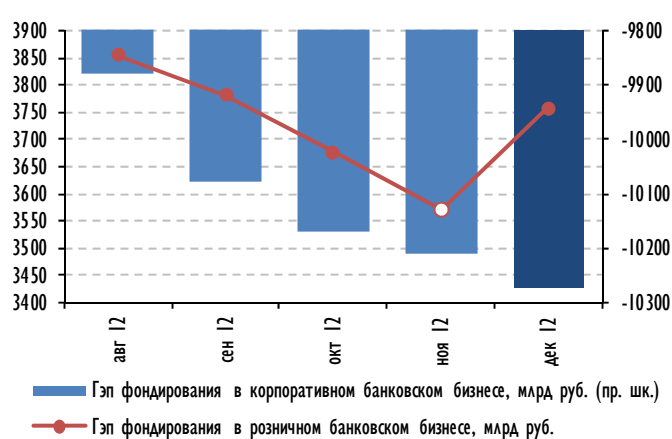
Источник: ЦБ РФ, Data Stream Reuters Thomson, расчеты Газпромбанка

## Прогноз задолженности банков перед ЦБ и Минфином, млрд руб., сценарий №2



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

## Разрыв между банковскими депозитами и кредитами, сценарий №2



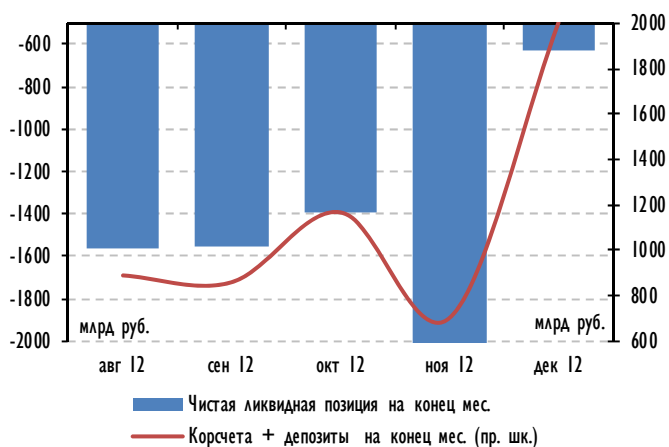
Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



## Результаты прогноза по сценарию №2

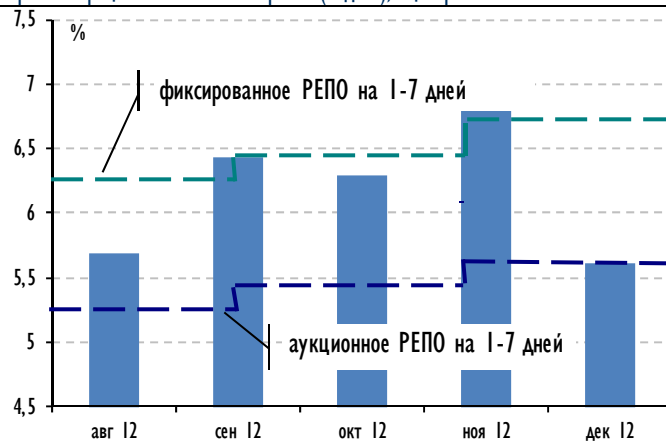
- ▶ Индикативная ставка MosPrime на 1 день будет расти с 6,3% в октябре до 6,8% в ноябре, а на конец года опустится до 5,6%.
- ▶ Залоговая база для рефинансирования по операциям РЕПО с ЦБ в конце года истощается примерно на 65%. Потребность в средствах Банка России и Федерального казначейства достигает максимума в ноябре – около 2,7 трлн руб.
- ▶ Инфляция достигает 7,0% г/г, хотя без повышения ставки рефинансирования ЦБ эта цифра может оказаться заметно выше (на 0,5-0,7 п.п.). За счет значительного ужесточения денежно-кредитной политики сдерживается рост денежной массы, однако потребности в рефинансировании все равно оказываются на 50–60 млрд руб. выше, чем в базовом сценарии.
- ▶ Бюджет не является источником предоставления ликвидности, поскольку исполняется с профицитом, за исключением декабря, когда в банковскую систему ожидается чистый приток в размере 740,0 млрд руб.
- ▶ Чистая ликвидная позиция на конец года существенно улучшается – до минус 570,0 млрд руб. Однако потребности в финансировании розничного банковского бизнеса определяют «провал» в ноябре до минус 1,97 трлн руб.

### Прогноз чистой ликвидной позиции, сценарий №2



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

### Прогноз процентных ставок Mosprime (1 день), сценарий №2



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

## Сценарий №3 «Отрицательный шок» (вероятность 10%)

- ▶ В случае значительного ухудшения ситуации на внешних рынках (аналогично внешнему шоку 2008 г.) и падения цен на нефть марки Brent до 80,0 долл./барр. происходит обесценение рубля к доллару на 10% г/г, т.е. до 34,5 руб./долл.
- ▶ Номинальный ВВП по итогам 2012 г. составит около 54,8 трлн руб., т.е. отмечается падение физических объемов ВВП в 4К12 на 7-8% г/г.
- ▶ Несмотря на ухудшение ситуации в реальном секторе, инфляция набирает обороты за счет продовольственной компоненты и по итогам года достигает 7,8% г/г.
- ▶ Банк России агрессивно повышает ключевые ставки по операциям рефинансирования – к концу года на 8,50%.
- ▶ Реальная заработная плата «драматично» снижается до конца года, определяя низкие темпы прироста розничного товарооборота (около 0,0-0,2% г/г).

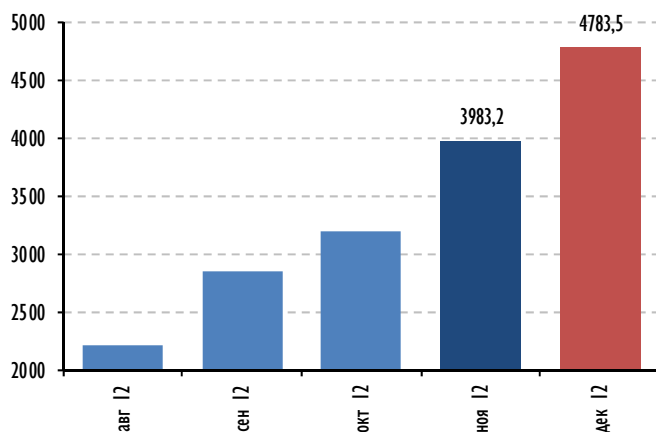


## Основные параметры прогноза по сценарию №3

	Июн 12	Июл 12	Авг 12	Сен 12	Окт 12П	Ноя 12П	Дек 12П
Оценка потребности в инструментах рефинансирования, млрд руб.	1956,3	2157,1	2442,3	2630,0	3200,0	4000,0	4800,0
Объясняющие факторы							
Реальная ставка по депозитам населения, %	2,5%	1,1%	0,9%	0,2%	0,4%	0,2%	-0,3%
Прирост реальной заработной платы, %, г/г	10,2%	10,2%	10,2%	-5,0%	-3,5%	-0,5%	1,0%
Прирост оборота розничной торговли т, %, м/м	1,2%	1,6%	1,7%	-0,2%	3,3%	-1,0%	10,0%
Средняя ставка процента по кредитам физлиц, %	11,9%	12,0%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Курс доллара, средний за период, руб./долл.	32,91	32,50	31,97	31,80	32,90	33,40	34,60
Прирост номинального ВВП, %, м/м	1,9%	1,7%	1,5%	-2,0%	-1,5%	-4,5%	5,0%
Ставка рефинансирования, %	8,00%	8,00%	8,00%	8,25%	8,25%	8,50%	8,50%
Годовой уровень инфляции, %	5,6%	5,6%	5,9%	6,7%	6,7%	7,1%	7,8%
Ставка по корпоративным кредитам, %	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%

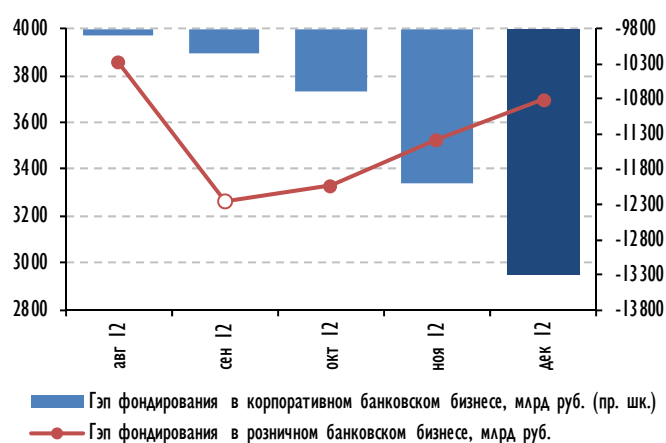
Источник: ЦБ РФ, Data Stream Reuters Thomson, расчеты Газпромбанка

## Прогноз задолженности банков перед ЦБ и Минфином, млрд руб., сценарий №3



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

## Разрыв между банковскими депозитами и кредитами, сценарий №3



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

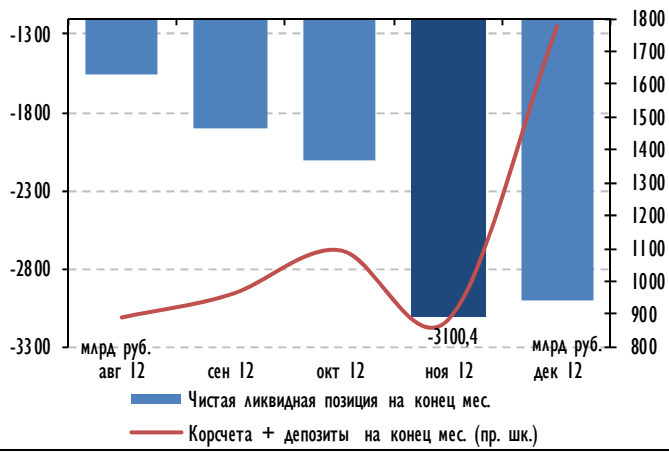
## Результаты прогноза по сценарию №3

- ▶ Процентные ставки денежного рынка оказываются под давлением и выходят за пределы верхней границы процентного коридора Банка России. Ставка MosPrime на 1 день в декабре растет до 7,7%, достигая максимума в ноябре – 7,8%.
- ▶ В случае реализации негативного сценария в России начинается серьезный дефицит ликвидности: сокращается рыночная база фондирования и банки истощают залоговую базу рефинансирования уже в октябре 2012 г. На конец года потребность в деньгах ЦБ и Минфина вырастает до 4,8 трлн руб.
- ▶ Повышение средних ставок по вкладам и кредитам не способствует приросту рыночного фондирования. Напротив, в данном сценарии повышение ставок на 1% приводит к росту задолженности банков перед ЦБ в среднем на 1,7–2,0%.
- ▶ Ускорение инфляции помогло бы немного выправить ситуацию, но в связи с тем, что в данном случае предполагается жесткая реакция ЦБ, банкам потребуется докапитализация и дальнейшее наращивание долга.
- ▶ В итоге чистая ликвидная позиция на конец года опускается до «космической» цифры – минус 3,0 трлн руб., проходит свой минимум в ноябре вблизи уровня минус 3,1 трлн руб.

В целом мы считаем вероятность реализации негативного сценария достаточно низкой, поскольку глобальные монетарные регуляторы предпринимают очередные шаги по стимулированию мировой экономики. В любом случае «шоковый» вариант все же демонстрирует повышенную уязвимость национальной банковской системы.

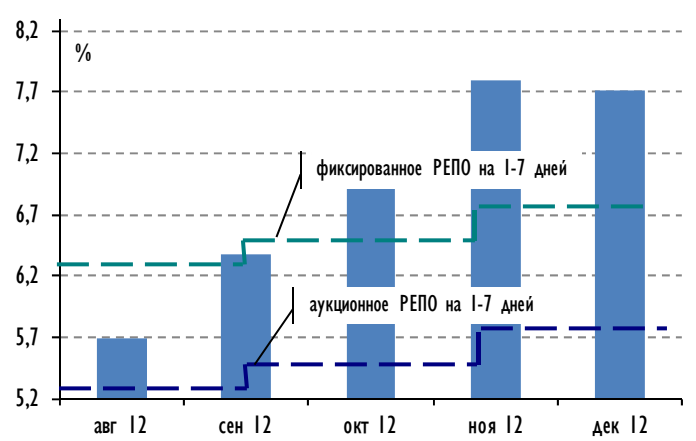


## Прогноз чистой ликвидной позиции, сценарий №3



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

## Прогноз процентных ставок Mosprime (1 день), сценарий №3



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Редакторская группа

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Витаалий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.