

Специальный комментарий

Спрос на риск: иногда он возвращается

Начало 2012 г. характеризовалось возобновлением покупок в глобальных рисковом активах: за неполный первый месяц нового года некоторые из них вернулись на уровни, предшествующие августу 2011 г., когда США утратили наивысший кредитный рейтинг по версии Standard&Poor's и началось многомесячное бегство в качество. В частности, на конец января своих предавгустовских значений достиг американский рынок акций, а наиболее известный индикатор волатильности, индекс **VIX**, вернулся к июльским значениям.

В региональном разрезе и в различных классах торгуемых инструментов факт восстановления риск-аппетита далеко не столь однозначен. Так, рынки акций Европы и emerging markets остаются ниже ценовых уровней июля 2011 г., а ключевые биржевые товары в большинстве своем лишь только приближаются к ним. Российский рынок еврооблигаций также пока не восстановил все понесенные с прошлого августа потери, несмотря на рост котировок **Russia 30** на 2.2 п.п., а в случае отдельных корпоративных выпусков – и до 10 п.п.

Между тем восстановление спроса на риск с начала года наблюдается и на долговых рынках. Инвесторы активно покупают долги как «периферийной» Европы, так и развивающихся рынков в условиях отсутствия (вопрос, надолго ли) новых мрачных сюжетов в Старом Свете – EMBI+spread сузился примерно на 20 бп. Отметим однако, что возврат доходностей традиционных защитных активов (долговые инструменты США и Германии) к уровням, существовавшим до августа 2011 г., рассматривается нами как маловероятный сценарий.

Заемщики с развивающихся рынков, накопив существенные объемы отложенного спроса в 2П 2011 г., разумно пользуются «открывшимся окном». За неполный январь объем первичных размещений еврооблигаций эмитентами EM, номинированных в долларах США и евро, составил порядка USD31 млрд., что соответствует уровням благополучных марта-мая прошлого года. Около половины данного объема – суверенные заимствования.

Суверенная Россия пока не вышла на рынок евробондов, но вполне может это сделать во второй половине февраля – начале марта. Новое предложение российского суверенного евродолга, как мы думаем, способствовало бы увеличению торговой активности и росту цен и в корпоративном секторе. Однако оно не поможет суверенной и корпоративной России ликвидировать премию относительно своих близких аналогов по EM – Бразилии и Мексики.

Вторичный рынок российских еврооблигаций при условии отсутствия внешних шоков между тем имеет хорошие шансы продолжить рост в ближайшие недели. В этом свете мы считаем актуальной нашу рекомендацию по покупке долгосрочных высоколиквидных выпусков.

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

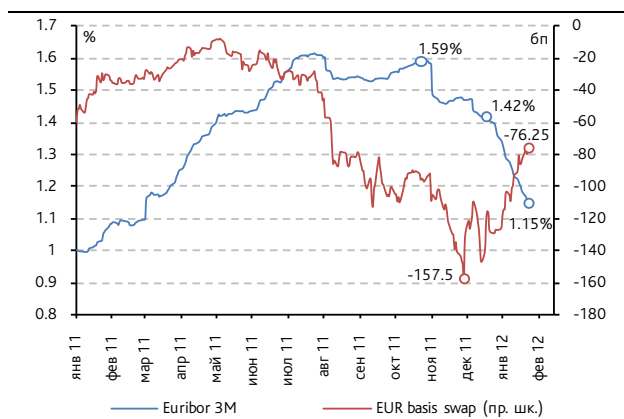
ЕЦБ И ФРС РЕШИЛИ ПРОБЛЕМЫ ДЕФИЦИТА КОРОТКОЙ ЛИКВИДНОСТИ В ЕВРОЗОНЕ, СТАВКИ ПО ДОЛГАМ ПЕРИФЕРИИ СНИЗИЛИСЬ

В Европе снижение напряженности в начале 2012 г. вылилось в существенное снижение ставок денежного рынка, а также в падение доходностей на «периферийных» долговых рынках. При этом ключевая роль в нормализации ситуации здесь принадлежит ЕЦБ. Напомним, регулятор в конце декабря провел первый раунд предоставления рынкам неограниченной ликвидности в евро сроком на три года (LTRO 3Y).

Диаграмма 1 демонстрирует реакцию денежного рынка на действия ЕЦБ. Так, 3-месячный Euribor с момента запуска LTRO 3Y 21 декабря прошлого года снизился на 27 бп до 1.15%, вернувшись тем самым на уровень начала марта 2011 г. Отметим однако, что начало понижательному тренду по данному показателю было положено еще в конце октября, когда ЕЦБ возобновил практику неограниченных кредитов в евро сроком на год. Всего с 26 октября, даты первого аукциона ЕЦБ по предоставлению ликвидности в евро на один год, 3-месячный Euribor снизился на 44 бп.

Отметим также значительное снижение напряженности с долларовой ликвидностью в Европе в январе 2012 г. Напомним, в ноябре прошлого года ФРС снизила стоимость предоставления долларов в рамках механизма своповых линий на 50 бп до USD OIS+50 бп. В итоге ФРС нивелировала повышательное давление на короткие долларские ставки, существовавшее за счет спроса на ликвидность в американской валюте со стороны европейских банков. Как следствие, ставки 3-месячных межвалютных свопов EUR-USD с момента данного решения ФРС выросли на 81 бп до -76 бп (см. диаграмму 1).

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СПОТОВОЙ СТАВКИ EURIBOR 3М И МЕЖВАЛЮТНЫХ СВОПОВ EUR-USD, 2011–2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ИТОГИ АУКЦИОНОВ ПО 12-МЕС. ГОСБУМАГАМ ИСПАНИИ И ИТАЛИИ, 2010–2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Долговой рынок «периферийной» Европы также ощутил на себе эффект от 3-летних кредитов ЕЦБ: доходности по суверенным заимствованиям таких стран, как Испания и Италия, заметно снизились. В частности, доходность 12-месячных госбумаг Испании по итогам аукциона 17 января упала на 2 п.п. по сравнению с итогами размещения аналогичных бумаг в декабре прошлого года (см. диаграмму 2). При этом заметно вырос уровень переспроса: показатель bid-to-cover достиг 3.54x против 3.14x в декабре. Еще более существенным стало снижение доходности по долгам Италии с аналогичным сроком обращения – она рухнула на 3.2 п.п. Уровень переспроса при этом немного снизился до 1.47x против 1.92x на аукционе в декабре.

Несмотря на впечатляющие успехи аукционов по обязательствам Испании и Италии, мы не склонны их преувеличивать. Так, скатывание этих двух экономик в рецессию в 2012 г. уже мало кем ставится под сомнение, что может подорвать планы правительств по проведению жестких реформ. Кроме того, облегчение на рынках госдолга данных двух стран ощущалось в основном в короткой дюрации. Так, доходность 10-летних бумаг Италии на вторичном рынке с начала января снизилась на 1 п.п., а Испании выросла почти на 20 бп.

Тем не менее мы полагаем, что Мадрид и Рим активизируют размещение суверенных бумаг в первом квартале для опережающего выполнения годового плана по заимствованиям (EUR86 млрд. и EUR450 млрд. соответственно). Главная же опасность, с нашей точки зрения, заключается в соблазне использовать для этого именно краткосрочные бумаги, так как это может существенно уменьшить дюрацию портфелей обращающихся публичных долгов обеих стран (6.6 лет у Испании и около 7 лет у Италии, один из самых высоких показателей среди стран еврозоны) и подорвать только начинающее восстанавливаться доверие инвесторов.

СПРОС НА РИСК: РЯД КЛЮЧЕВЫХ АКТИВОВ ВЕРНУЛСЯ НА УРОВНИ АВГУСТА 2011, НО ЗАМЕТНОГО ПЕРЕТОКА СРЕДСТВ ИЗ КОНСЕРВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПОКА НЕТ

По ряду ключевых рыночных индикаторов ценовые уровни вернулись к значениям, существовавшим до августа 2011 г., т.е. до снижения суверенного рейтинга США агентством Standard&Poor's. Напомним, что данное решение обусловило сокращение длинных позиций в рисковом активе и сопутствующий рост волатильности, усилившиеся в сентябре под влиянием итогов сентябрьского заседания ФРС событий, а также вслед за европейскими проблемами.

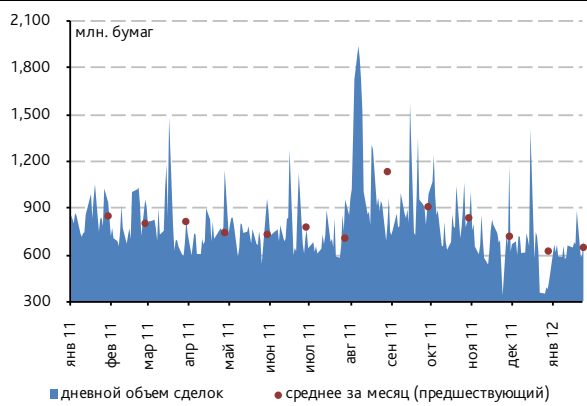
Мы проанализировали динамику ключевых рыночных инструментов и индикаторов, относящихся к различным классам торгуемых активов и вынуждены констатировать, что наибольшее восстановления аппетита к риску произошло на рынке акций, гораздо менее «тяжеловесном» с точки зрения объемов в сравнении с денежным и долговым рынками (подробно – см. приложение 1).

Спрос на риск в полной мере восстановился на рынке акций США, если судить по динамике наиболее распространенного «широкого» индекса **S&P 500** – на конец января он торгуется примерно с 3-процентным превышением уровней начала августа 2011 г. В этой связи абсолютно логичным выглядит и возврат индекса **VIX**, отражающего волатильность в опционах на **S&P 500**, к доавгустовским значениям. Сохраняющиеся же риски новых обострений долговых проблем Европы обуславливают сохранение меньшей капитализации фондовых площадок еврозоны и EM относительно уровней августа прошлого года.

Важным моментом является то, что покупки в рисковом активе в настоящее время проходят при меньших торговых оборотах в сравнении с наблюдавшимися во второй половине 2011 г. Так, среднесуточный оборот бумаг за месяц, входящих в базу расчета **S&P 500**, в январе составил 643 млн. против 630 млн. в «малоактивном» декабре (см. диаграмму 3). Для сравнения, среднесуточный оборот акциями из состава индекса **S&P 500** в январе 2011 г. был равен 847 млн. бумаг.

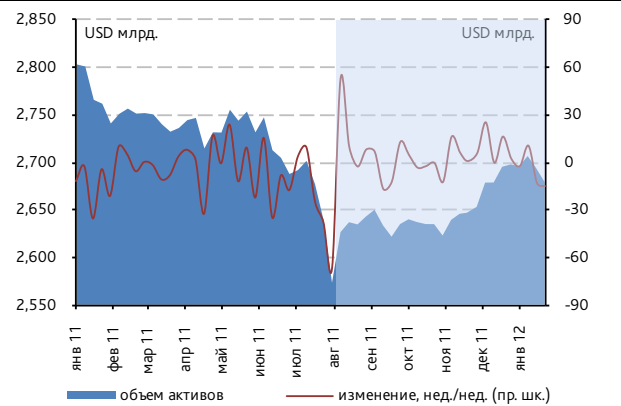
Объяснить пониженную торговую активность в рисковом активе мы готовы тем, что значительная часть денег, выведенных из них, пока по-прежнему сосредоточена в консервативных инструментах. Косвенным подтверждением данного вывода является объем средств во взаимных фондах США, инвестирующих в инструменты денежного рынка (см. диаграмму 4). На конец января их активы составляют USD2.68 трлн., что на USD105 млрд. превышает уровни конца июля 2011 г.

ДИАГРАММА 3. ОБЪЕМ СДЕЛОК С БУМАГАМИ, ВХОДЯЩИМИ В БАЗУ РАСЧЕТА ИНДЕКСА S&P 500, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ОБЪЕМ АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012*



* последние доступные данные на 25.01.12

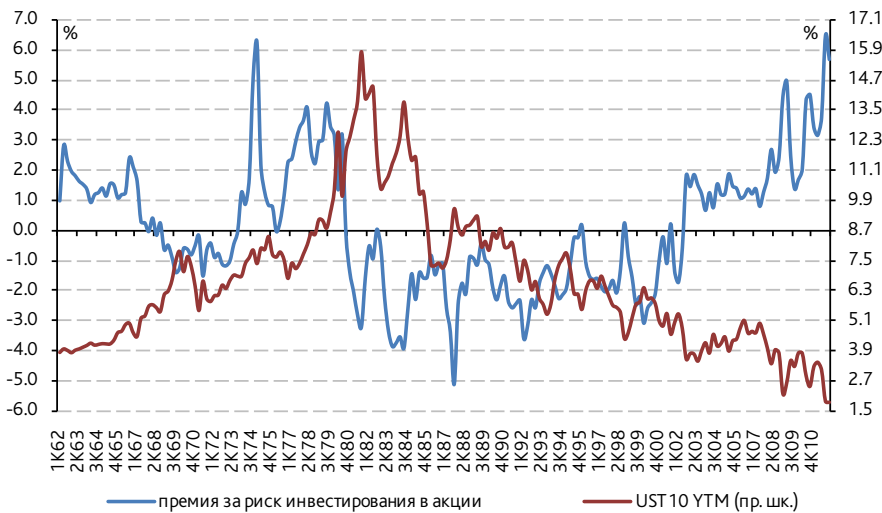
Источник: Investment Company Institute (ICI), НБ «Траст»

Наблюдаемый рост аппетита к риску, на наш взгляд, может быть поддержан значительно снизившимися в последние три года за счет действий ФРС доходностями казначейских облигаций. Это обеспечивает повышенную привлекательность доходностей от инвестирования на рынке акций относительно ставок рынка UST, рассматриваемых в качестве безрисковых. Разность между ними, являющаяся премией

за риск инвестирования в акции, во 3К 2011 г. достигла максимума за анализируемый нами период с 1962 по 2011 гг. (6.5%, см. диаграмму 5)¹.

Тем не менее высокие премии за риск вложения в акции в контексте реализуемой монетарной политики в ближайшие годы сохранятся и едва будут рассматриваться инвесторами как безусловный сигнал к покупкам в акциях. Данный тезис обусловлен нашей ставкой на сохранение низких доходностей UST в 2012 г. (подробнее см. «Стратегию долговых рынков-2012»). К тому же озвученное влияние QE1 и QE2 на длинные долларские ставки во многом лишает смысла сопоставление сложившихся уровней риск-премии с ее среднеисторическими значениями.

ДИАГРАММА 5. ПРЕМИЯ ЗА РИСК ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКЦИИ И ДОХОДНОСТЬ UST10, 1К 1962–4К 2011, КВАРТАЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Сложившиеся на конец января ценовые уровни по биржевым товарам в большинстве своем пока остаются несколько ниже значений начала августа 2011 г. Сводный индекс Rogers International Commodity Index, в котором 35%-ый вес формируют биржевые контракты на нефть WTI и Brent, торгуется примерно на 7% ниже уровня на 01.08.2011 г.

На долговых рынках ситуация на конец января далека от предавгустовского состояния. Складывающиеся на конец текущего месяца доходности бенчмарковых защитных инструментов **UST10** и **Bund10** предполагают существенные дисконты относительно конца июля прошлого года (75 бп и 50 бп соответственно). Наш взгляд на ситуацию в экономиках США и еврозоны, изложенный в «Стратегии долговых рынков» на текущий год, не предполагает возврата и закрепления доходностей американского и немецкого долга на уровнях, существовавших до августа 2011 г. Мы допускаем лишь сценарий краткосрочного роста длинных долларских ставок и ставок Bunds при сохранении текущего интереса к рисковому активам.

Наряду с этим локальное снижение обеспокоенности инвестиционного сообщества относительно Европы в ответ на действия ЕЦБ и большая благосклонность к долгам emerging markets отражается в динамике кредитных спредов. Так, EMBI+spread с начала года сузился на 20 бп, в полной мере отражая наблюдаемый спрос на долги заемщиков из развивающихся экономик и активизацию в этой связи их активности на первичном рынке. При этом заявленный спред примерно на 90 бп превышает уровни конца июля 2011 г. (см. приложение 1).

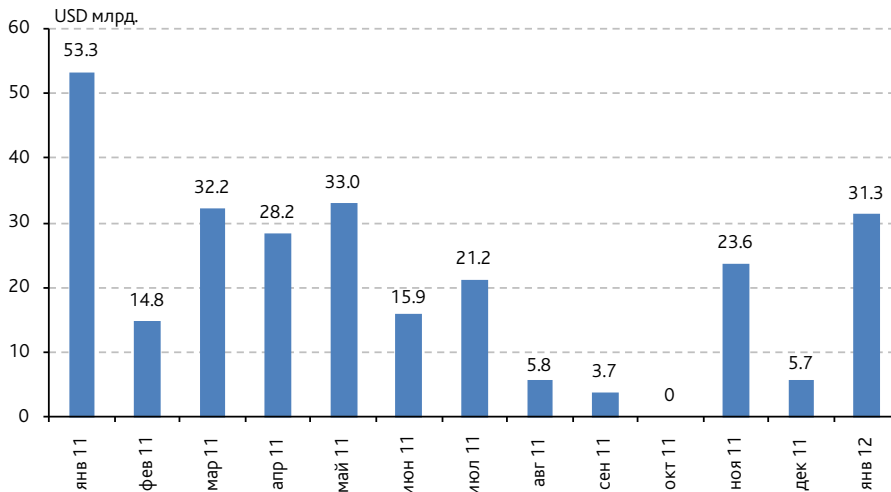
РЕНЕССАНС РЫНКА ЕВРОБОНДОВ В СТРАНАХ ЕМ ЗАСТАЛ Суверенную РОССИЮ СОСРЕДОТАЧИВАЮЩЕЙСЯ

Стабилизация ситуации на глобальных рынках и рост спроса на риск приоткрыли как суверенным, так и корпоративным заемщикам «окно» на рынке публичного валютного долга. Как мы уже отмечали, в Европе это, прежде всего, вылилось в череду успешных аукционов по госбумагам «периферийных» стран, прежде всего, Италии и Испании, доходности которых отступили от критических отметок.

¹ Премия за риск инвестирования в акции (equity risk premium) - избыточная доходность, обеспечиваемая рынком акций относительно безрисковой ставки. Показатель рассчитывался нами как разность между доходностью индекса S&P 500 (значение, обратное мультипликатору «цена/прибыль» P/E) и доходностью бенчмаркового выпуска UST10.

Отдельного упоминания достойна динамика объема новых выпусков евробондов в странах ЕМ. За неполный первый месяц 2012 г. номинальный объем размещений выпусков в долларах и евро здесь составил USD31.3 млрд., что находится на уровне марта–мая 2011 г., когда рынки еще не попали под влияние снижения рейтинга США и резкого обострения долговых проблем в Европе (см. диаграмму 6). Причем на долю суверенных размещений в общих заимствованиях из ЕМ в январе приходится почти половина – USD14.8 млрд.

ДИАГРАММА 6. ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ ЭМИТЕНТАМИ ИЗ ЕМ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, НОМИНИРОВАННЫХ В USD И EUR, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012*



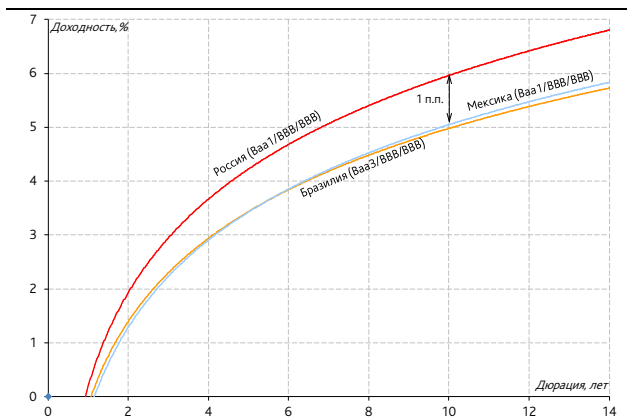
* данные по состоянию на 24.01.12
 Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Отметим, что на рынок в первых же числах января вышли такие суверенные заемщики как Мексика («Baa1/BBB/BBB», USD2 млрд.) и Бразилия («Baa2/BBB/BBB», USD825 млн.), имеющие сопоставимые рейтинги с Россией («Baa1/BBB/BBB»). Помимо суверенов в январе на рынке появился также целый ряд корпоративных заемщиков из ЕМ. Крупнейшими эмитентами среди них стали мексиканская нефтегазовая компания Pemex («Baa1/BBB/BBB»), разместившая евробонды на USD2.1 млрд., и Korea Eximbank («A1/A/A+»), разместивший два транша общим объемом USD2.25 млрд.

Россия же пока не воспользовалась улучшением ситуации на глобальных рынках. Финансовые власти РФ в середине января подтвердили желание выйти на рынок валютного долга, подчеркнув, что на техническую подготовку потребуется еще как минимум месяц, а затем необходимо будет определиться со сроками проведения road show. Таким образом, новое появление России на рынке еврооблигаций возможно не раньше середины февраля – начале марта.

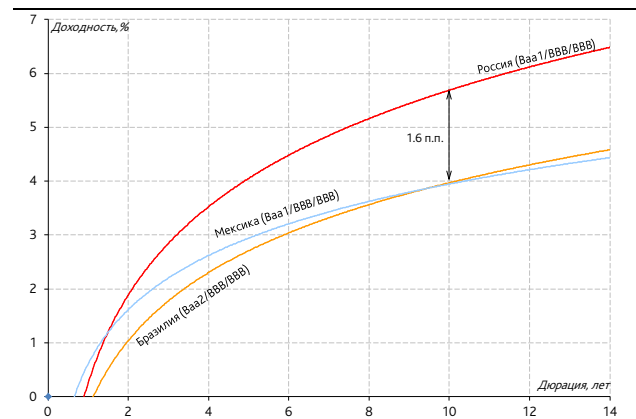
При сохранении текущей конъюнктуры новое предложение российского суверенного евродолга, как мы думаем, способствовало бы увеличению торговой активности и росту цен и в корпоративном секторе. Однако оно не поможет России ликвидировать качественное отставание от своих наиболее близких «коллег» по ЕМ – Бразилии и Мексики.

ДИАГРАММА 7. СУВЕРЕННЫЕ КРИВЫЕ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕМ ПО СОСТОЯНИЮ НА 25.01.2011



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. СУВЕРЕННЫЕ КРИВЫЕ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕМ ПО СОСТОЯНИЮ НА 25.01.2012



Источник: НБ «Траст»

Так, спред между суверенной кривой России, с одной стороны, и двух этих латиноамериканских стран, с другой, за год к 25 января расширился на 10-летней дюрации на 60 бп до 1.6 п.п. (см. диаграммы 7 и 8), что было обусловлено опережающими покупками в бразильском и мексиканском долге в сравнении с российским. Таким образом, уместно констатировать, что активно продаваемая идея сокращения недооцененности суверенной и корпоративной России относительно аналогов из EM не сыграла.

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ «ПОЙМАЛИ ВОЛНУ» И МОГУТ ПРОДОЛЖИТЬ ДОРОЖАТЬ В БЛИЖАЙШИЕ НЕДЕЛИ

Вторичный рынок российских еврооблигаций в начале 2012 г. также «не избежал» улучшения настроений инвесторов. Благоприятный внешний фон вывел суверенный индикативный выпуск РФ **Russia 30** на ценовые уровни начала декабря 2011 г. Всего за неполный первый месяц года (здесь и далее – с 1 по 26 января) **Russia 30** подорожал на 2.2 п.п. и котируется в районе 118.5% от номинала. Тем не менее выпуск все еще торгуется ниже отметок на начало августа 2011 г. – до восстановления **Russia 30** не хватает 1.5 п.п.

Российские корпоративные и банковские еврооблигации продемонстрировали более стремительный рост по сравнению с суверенными выпусками – ценовой индекс TDI Russia Non-Sovereign за рассматриваемый период прибавил 3.6 п.п. против 2.2 п.п. роста у аналогичного показателя для суверенных бумаг. Наиболее стремительным был рост котировок в долгосрочных высоколиквидных еврооблигациях.

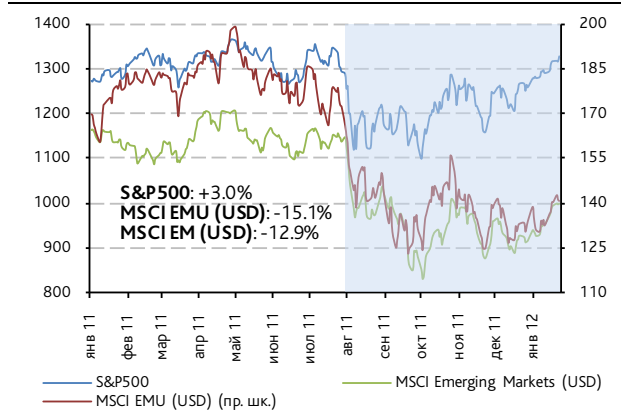
Выпуски **VimpelCom 21** и **VimpelCom 22** стали лидерами роста, прибавив 9.0 п.п. и 9.4 п.п. соответственно. Всего же еврооблигации Вымпелкома заняли пять позиций из десяти среди наиболее сильно подорожавших еврооблигаций. В него также вошли **ТМК 18** (+7.6 п.п.), **AlfaBank 21** (+7.2 п.п.) и **ТНК 20** (+6.6 п.п.).

Длинные евробонды Газпрома, **Gazprom 34** и **Gazprom 37**, не вошедшие в ТОП-10, подорожали на 6 п.п. Тем не менее, как и в случае с суверенным **Russia 30**, говорить о восстановлении котировок до уровней начала августа 2011 г. пока не приходится – корпоративным и банковским выпускам не хватает до этих уровней 2–10 п.п.

Мы полагаем, что рост интереса к долгам EM сохранится в ближайшие недели, что окажет поддержку, в том числе и российским еврооблигациям. Поводом для сохраняющегося спроса на риск может послужить, в частности, ожидаемое нами успешное завершение переговоров по госдолгу Греции. В связи с этим мы сохраняем данную нами 20 января рекомендацию на покупку долгосрочных высоколиквидных российских евробондов. К ним мы относим бумаги, представленные нами в [«Стратегии долговых рынков-2012»](#), хорошо зарекомендовавшие себя в периоды схожих подъемов на рынке в 2011 г., а именно: **VimpelCom 22**, **Evraz 18N**, **SeverStal 16**, **SberBank 21** и **Gazprom 34**.

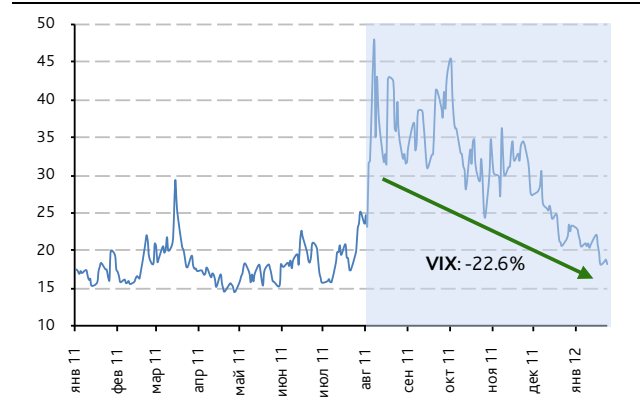
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ДИНАМИКА ОТДЕЛЬНЫХ РЫНОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, ОТНОСЯЩИХСЯ К РАЗЛИЧНЫМ КЛАССАМ РИСКОВЫХ АКТИВОВ, ЗА ПЕРИОД АВГУСТ 2011–ЯНВАРЬ 2012 (ИЗМЕНЕНИЯ НА ГРАФИКАХ НА 25.01.12 ОТНОСИТЕЛЬНО 01.08.11)

ДИАГРАММА 1. ДОЛЛАРОВЫЕ ИНДЕКСЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКОВ АКЦИЙ США, ЕВРОЗОНЫ И ЕМ, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012¹



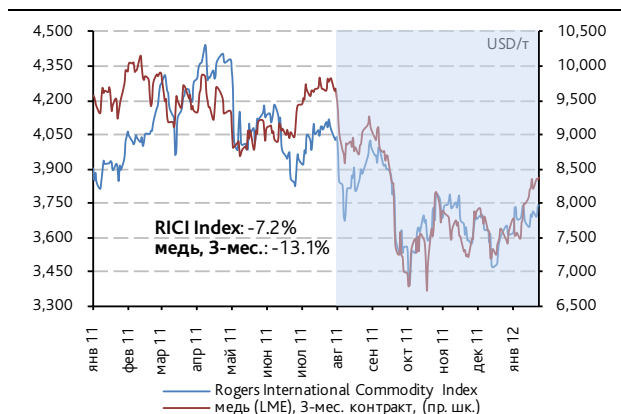
Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА ИНДЕКСА ВОЛАТИЛЬНОСТИ VIX, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



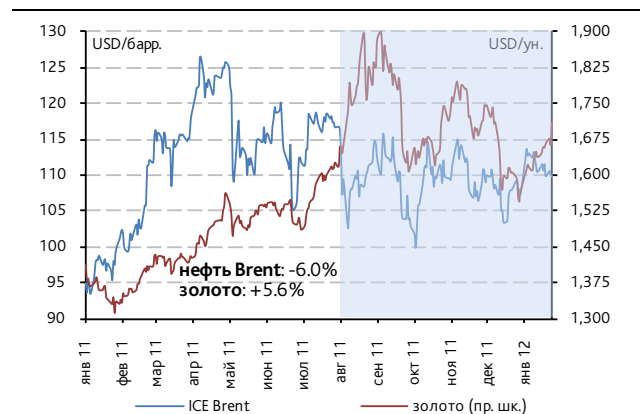
Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ТОВАРНЫЙ ИНДЕКС RICI И ЦЕНЫ НА МЕДЬ, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

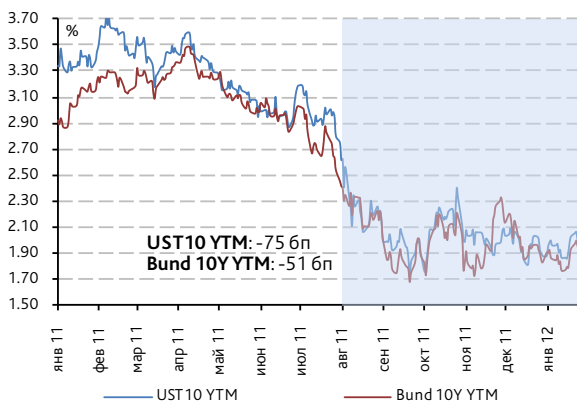
ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ BRENT (АКТИВНЫЙ ФЬЮЧЕРС) И ЗОЛОТО, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



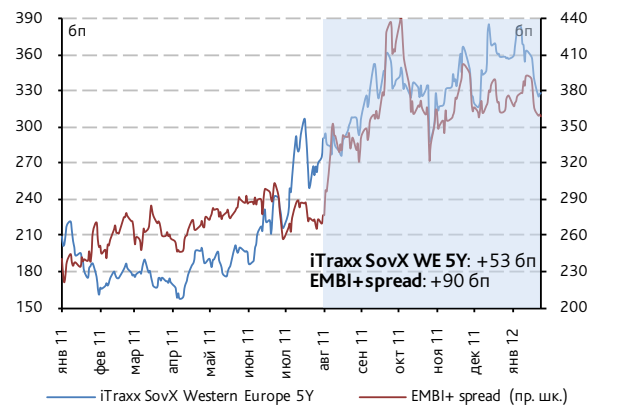
Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

¹ MSCI – Morgan Stanley Capital International
 MSCI EMU – MSCI European Economic and Monetary Union
 MSCI EM – MSCI Emerging Markets
 Состав индексов см. на <http://www.msci.com/products/indices/tools/>

ДИАГРАММА 5. ДОХОДНОСТИ UST10 И BUND10, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012

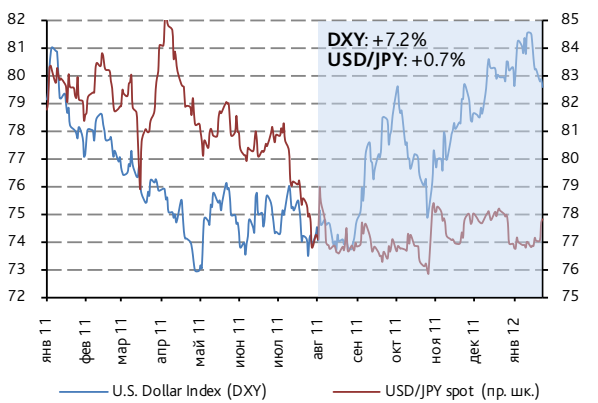


Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

 ДИАГРАММА 6. ЕВРОПЕЙСКИЙ СУВЕРЕННЫЙ РИСК И ОТНОШЕНИЕ К РИСКАМ ЕМ, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012¹


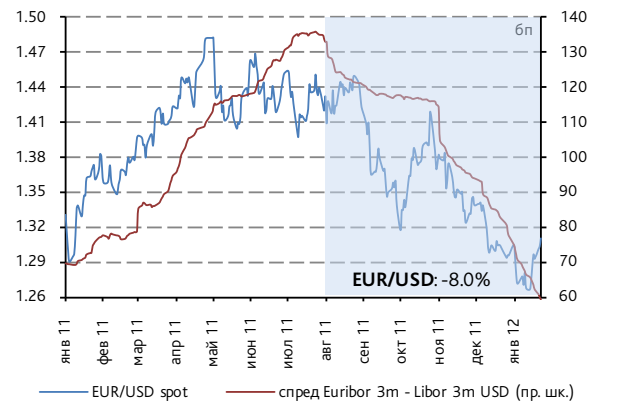
Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. ИНДЕКС ДОЛЛАРА DXY И ВАЛЮТНАЯ ПАРА USD/JPY, ЯНВАРЬ 2011– ЯНВАРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. ВАЛЮТНАЯ ПАРА EUR/USD И ДИФФЕРЕНЦИАЛ СООТВЕТСТВУЮЩИХ СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ЯНВАРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

¹ iTraxx SovX Western Europe 5Y отражает стоимость 5-летних CDS на суверенные риски 15 стран еврозоны, а также Великобритании, Норвегии, Швеции и Дании

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

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 намереваться 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 принимают 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.