

Ситуация на рынке в марте Обзор за месяц и прогноз на перспективу

События и комментарии

Еврозона

В марте ситуация в еврозоне не претерпела существенных изменений по сравнению с февралем. Однако, произошло несколько событий, которые могут повлиять на ситуацию в Европе в ближайшие месяцы.

Наиболее существенным из них мы считаем рост опасений вокруг финансовой устойчивости Испании. Так, в середине прошедшего месяца испанское правительство заявило, что не сможет добиться поставленных целей по дефициту бюджета на этот год. Напомним, что по согласованному ранее плану с Еврокомиссией, дефицит бюджета Испании в 2012 году должен был составить 4,4% от ВВП. Испания со своей стороны повысила прогнозную планку до 5,8%. Еврокомиссия установила новую цель в 5,3%, но скорее всего она не будет достигнута.

Отметим, что по итогам 2011 года бюджетный дефицит Испании составил 8,5% ВВП. Для того, чтобы достичь поставленных целей на этот год, правительство приняло проект сокращений бюджетных расходов на 27 млрд. евро. Голосование в Парламенте по этому вопросу запланировано на июнь. В частности, был сокращен размер пособий, выплачиваемых при увольнении, срок выплат пособий по безработице, сокращены затраты министерств.

Однако пока, со стороны Испании рынок получает больше негативных сигналов. Так, министр экономики Испании заявил, что по итогам 2012 года долг страны достигнет 78,0% от ВВП на фоне продолжающегося экономического спада. Напомним, что до недавнего времени именно относительно низкая долговая нагрузка была «козырем» Испании по сравнению с другими странами «перемирия». По итогам 2011 года она составляла 68,0%.



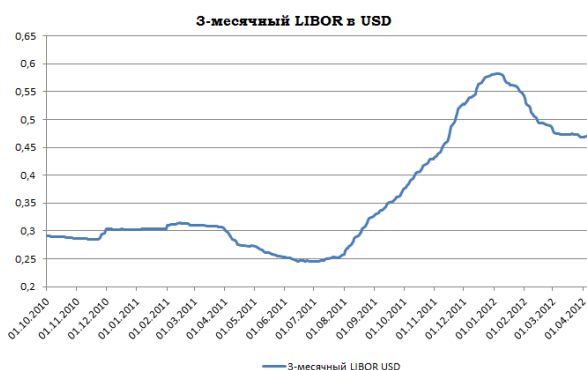
Подобные сообщения привели к росту доходностей как испанских облигаций, так и облигаций Италии. Доходность 10-летних облигаций Испании выросла до 5,62% годовых – уровня середины февраля. Пока это относительно комфортный уровень, однако тенденция роста может продолжиться и в апреле. Этому способствуют и негативные итоги аукционов по размещению суверенных бумаг Испании. Так, в начале апреля доходность по размещенным 3-летним бумагам выросла до 2,89% годовых (+45 б.п. относительно доходности предыдущего аукциона).



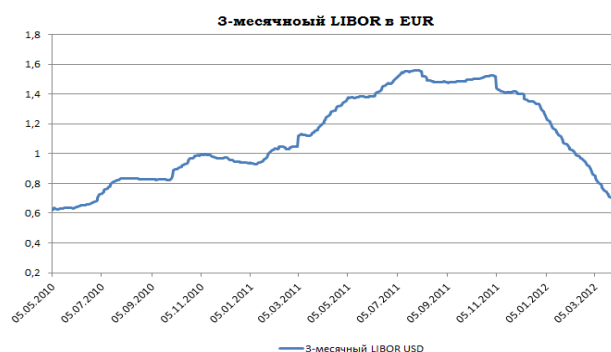
Доходность Португалии, напротив, упала в марте с 13,5% до 11,2% годовых, т.е. рынок существенно переоценил риски страны. Причиной этого стали как удачные итоги аукционов по размещению краткосрочных бумаг, так и относительно успешный ход реализации реформ в Португалии. Судя по отчетам «тройки» кредиторов и заявлениям представителей Еврокомиссии Португалия имеет все шансы уложиться в поставленные нормативы. Впрочем, мы не считаем бумаги Португалии привлекательными на текущих уровнях, учитывая вероятность большего экономического спада в стране, чем ожидается.

Политики Европы тем временем, сделали еще один шаг в верном направлении для сдерживания долгового кризиса. Германия, наконец, согласилась объединить два фонда Европы: ESM объемом 500 млрд. евро, который начнет действовать с июля текущего года, и уже действующий EFSF, остатки в котором составляют 200 млрд. евро. К этим средствам были добавлены еще 102 млрд. евро: 53 млрд. евро – двусторонние кредиты и 49 млрд. евро – остатки EFSM. Таким образом, максимальный объем средств, который Европа сможет направить на новые программы помощи, составили 802 млрд. евро. Однако, большая часть из них по-прежнему будет представлена в виде обязательств стран осуществить взносы в ESM соответствии с графиком.

Мы полагаем, что принятые решения позитивно отразятся на мнении инвесторов относительно устойчивости еврозоны в долгосрочной перспективе. Однако, вероятность нового обострения в Европе по-прежнему высока. Очевидно, что ЕС в настоящий момент реально располагает куда меньшими средствами для спасения Испании, например. Поэтому, оплотом стабильности в еврозоне в ближайшие месяцы будет оставаться ЕЦБ. Кроме того, многое будет зависеть от проведения реформ в «периферийных» странах.



Источник: Bloomberg

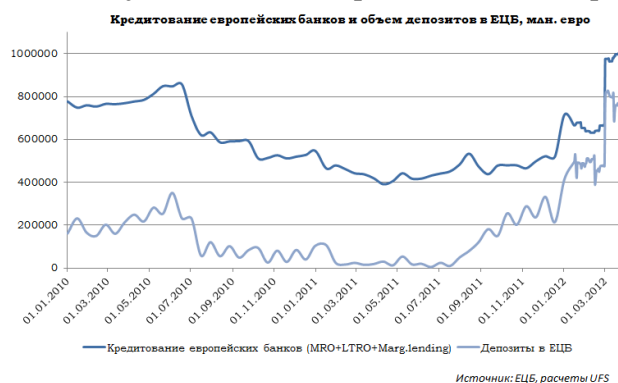


Источник: Bloomberg

Ситуация на денежном рынке оставалась стабильной. Ставка 3-месячного Libor м опустилась всего на 1 б.п. до 0,47% годовых. Более сильное падение продемонстрировала ставка Libor в евро под влиянием сохранения мягкой монетарной политики ЕЦБ. За месяц ставка опустилась на 18 б.п. до 0,7% годовых.

Объем кредитов, выданных европейским банкам, существенно вырос в начале марта, после проведенного аукциона по размещению 3-летней ликвидности. Напомним, тогда 800 банков заняли 530 млрд. евро под 1,0% годовых. Таким образом, к концу марта, объем выданных кредитов европейским банкам достиг 1 трлн. евро - рекордной величины за последние 2 года. Объем депозитов в ЕЦБ увеличился примерно на ту же величину, что оказалась в банковской системе после аукционов.

По итогам марта объем депозитов приблизился к 790 млрд. евро, что также



Источник: ЕЦБ, расчеты UFS

рекордный уровень за последние 2 года. Таким образом, ситуация по сравнению с началом года почти не меняется, средства, полученные ЕЦБ возвращаются к нему же на депозиты, а также частично направляются на покупку суверенных ценных бумаг. Роста кредитования реального сектора экономики практически нет.

ЕЦБ на своем заседании в начале апреля сохранил, как и ожидалось, базовую процентную ставку на прежнем уровне в 1,0%. На пресс-конференции по итогам заседания Совета управляющих, М. Драги, что ЕЦБ будет продолжать следить за ситуацией в экономике и, в частности, за тем, какой эффект окажут на реальный сектор проведенные ранее «нестандартные меры поддержки». В целом ЕЦБ, с нашей точки зрения, ЕЦБ дал негативную оценку состояния европейской экономики, отметив, что риски продолжения экономического спада преобладают в настоящий момент. Регулятор прогнозирует, что инфляция в зоне евро будет оставаться выше 2,0% до конца 2012 года, однако в начале 2013 года опустится ниже этой планки. Было также отмечено, что спрос на кредиты в Европе остается слабым в свете продолжающегося спада.

Мы полагаем, что ЕЦБ не прибегнет к повышению ставки как минимум до начала 2013. Впрочем, в ближайшие два месяца не ждем мы и повторения аукционом по размещению 3-лейтней ликвидности. В целом мы не исключаем, что если до середины 2012 года экономические перспективы в Европе останутся слабыми, ЕЦБ может понизить базовую ставку еще на 25 б.п.

Статистика, выходящая в марте, свидетельствовала о продолжении экономического спада в Европе. Уровень безработицы в еврозоне достиг нового исторического максимума, по итогам февраля она составила 10,8%. Выросла безработица в Италии: с заявленных ранее 9,1% до 9,3%. Самая высокая безработица по-прежнему наблюдается в Испании (23,6% в феврале) и Греции (21,0% в декабре 2011 года). Напротив, рынок труда Германии по-прежнему не испытывает проблем, уровень безработицы там держится вблизи исторических минимумов, по итогам февраля он составил 6,7%.

Рост числа безработных приводит и к падению розничных продаж. По итогам февраля розничные продажи сократились на 2,1% г/г. Инфляция сократилась в марте с 2,7% до 2,6%. Мы полагаем, что до конца года инфляция и дальше будет постепенно снижаться, отражая слабость потребительской активности в Европе.

Не вселяет надежды на улучшение в ближайшие месяцы и динамика опережающих индикаторов. Так, производственный индекс PMI в марте упал с 49,5 до 47,7 пунктов, отражая усиление спада в производственном секторе Европы. В марте немного снизился также индекс потребительского доверия.

Спад наблюдается во всех странах Еврозоны, в том числе и в Германии, несмотря на то, что эта страна по-прежнему выглядит наиболее сильно на фоне своих соседей. Промышленное производство по итогам февраля упало на 1,3% г/г, что существенно превышает прогнозы. Более чем на 6,0% г/г снизился и объем промышленных заказов. Инфляция снизилась до 2,1%, а падение производственного индекса PMI ниже 50,0 пунктов говорит о том, что негативные тенденции в экономике в ближайшие месяцы сохранятся.

Тенденция в двух других крупнейших экономиках еврозоны – Франции и Италии – аналогичная. Продолжается спад в промышленности и на потребительских рынках.

Экономическая статистика по Еврозоне, опубликованная в марте

Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
Уровень безработицы в Еврозоне в феврале, % г/г	10,8	10,8	10,7
Индекс потребительских цен в Еврозоне в феврале, г/г, %	2,7	2,6	2,6
Индекс потребительских цен в Еврозоне в марте (предварит.), г/г, %	2,6	2,5	2,7
Пром. производство в Еврозоне в январе, г/г, %	-1,2	-0,8	-2,0
Уровень безработицы в Германии в феврале, %, г/г	6,7	6,8	6,8
Индекс потребительских цен в Германии в марте (предварит.), г/г, %	2,1	2,2	2,3

Источник: Bloomberg

Постепенно снижается инфляция, опережающие индикаторы свидетельствуют об ухудшении деловой среды.

Мы не ожидаем принципиального улучшения ситуации во 2 квартале 2012 года. Первые признаки восстановления появятся не ранее осени и будут носить неравномерный характер, ввиду усиления дисбалансов между странами в рамках единого валютного пространства.

США

Судя по статистике из США, вышедшей в марте, американская экономика продолжает двигаться в противоположном направлении от европейской. Большинство вышедших индикаторов свидетельствовали о продолжении восстановления экономики.

Первичные заявки на пособие по безработице стабилизировались на уровне 360 тыс. в неделю, вторичные заявки – продолжали падать и опустились до 3 300 тыс. в неделю, что является минимальным уровнем с августа 2008 года. Число вновь созданных рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора оказалось выше 200 тыс. в феврале, однако упало до 120 тыс. по итогам марта. Уровень безработицы по итогам февраля остался на прежнем уровне в 8,3%, тогда как по итогам марта снизился до 8,2%.

Как мы отмечали ранее, улучшение на рынке труда способствует росту потребительской активности, что является важнейшим фактором роста американской экономики. Так, розничные продажи в феврале выросли на 1,1%, тогда как по итогам января рост составлял всего 0,4%. Личные расходы домохозяйств при этом увеличились до 0,8% в феврале против роста на 0,2% - в январе.

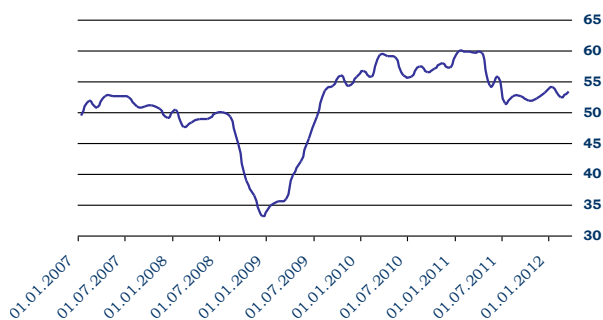
Основания для дальнейшего улучшения ситуации в экономике США закладывает и динамика опережающих индикаторов, главным образом, связанных с потребительскими настроениями. Так, индекс потребительского доверия Мичиганского университета достиг 76,4 пунктов в марте, этот индекс продолжает устойчиво расти с сентября. Индекс деловой активности в промышленности ISM в марте вырос до 53,4 пунктов против 52,4 пунктов в январе. Это говорит о том, что вероятность сохранения роста активности в производственном секторе США довольно высока.

Экономическая статистика по США, опубликованная в марте

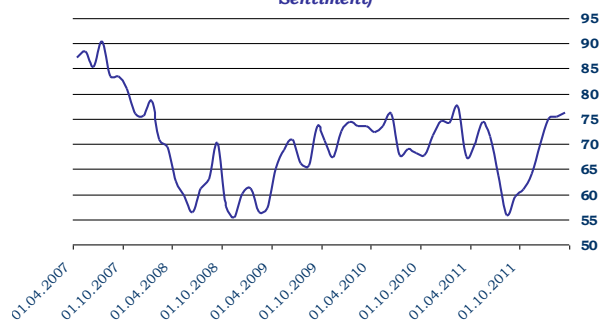
Показатель	Факт	Ожидания	Предыдущее значение
ВВП за 4 кв. 2011, третья оценка	3,0	3,0	3,0
Уровень безработицы в марте, %	8,2	8,3	8,3
Non-farm payrolls, тыс.	120	205	240
Промышленное производство в феврале %	0,0	0,4	0,4
Базовая инфляция в феврале, г/г, %	2,2	2,2	2,3
Розничные продажи в феврале, %	1,1	1,1	0,6
Потребительское доверие Мичиганского Университета в марте, пунктов	76,2	74,5	74,3
ISM в производственном секторе в марте	53,4	53,0	52,4

Источник: Bloomberg

Индекс деловой активности (ISM) в США



Индекс потребительского доверия в США (Michigan Sentiment)



В то же время, базовая инфляция по итогам февраля замедлилась до 2,2%, инфляционные ожидания остаются стабильными и мы полагаем, что этот показатель останется в пределах 2,0-2,3% до конца года.

Отметим также, что рынок жилья остается для США тем сектором, в котором до сих пор не произошло никаких улучшений. Статистика за февраль показала падение числа строительства новых домов и продаж на первичном рынке. Мы полагаем, что даже в случае сохранения позитивных тенденций в экономике США до конца года, серьезного улучшения ситуации в жилищном секторе не произойдет. Прежде всего это связано сохраняющимся спадом на рынке ипотечных ссуд в США. Очевидно, что усилия ФРС по максимально возможному снижению долгосрочных процентных ставок с целью стимулировать ипотеку в США не увенчаются успехом.

Мы отмечали в наших предыдущих обзорах, что в текущих условиях у ФРС нет существенных оснований для начала нового раунда количественного смягчения. Отчасти это подтвердилось после публикации протоколов мартовского заседания ФРС. В них было отмечено, что большинство членов FOMC не видят необходимости в проведении новых этапов количественного смягчения. Новый раунд выкупа активов может быть применен только в случае более сильного замедления экономики, либо если базовая инфляция опустится ниже целевого уровня в 2,0%. В то же время, в протоколе вновь подчеркивалось намерение сохранять «базовую» процентную ставку на текущем уровне как минимум до конца 2014 года.

С учетом выходящей статистики наше мнение относительно вероятности нового QE не изменилось. В 2012 году ФРС не будет увеличивать свой баланс, скупая гос. облигации Казначейства США.

Доходность US treasures в точности как мы предполагали, существенно выросла за последний месяц. Мы отмечали в предыдущем обзоре, что доходность в районе 2,0% годовых не соотносится с динамикой рынков акций и состоянием экономики США. С начала марта доходность UST-10 увеличилась с 1,96% годовых до 2,19% годовых, при этом в середине марта она достигала уровня 2,38% годовых – максимума с августа прошлого года.

Мы полагаем, что доходность UST-10 в апреле может вырасти не более чем на 10-15 б.п. Более сильному росту доходности будет препятствовать сохранение в США относительно низкой инфляции. Кроме того, мы столь же существенного роста рынков в апреле, которые мы наблюдали в феврале и марте. Поэтому мы не ожидаем, что инвесторы будут массово закрывать позиции в UST. Мы прогнозируем, что доходность UST-10 будет колебаться в апреле в диапазоне 2,15-2,30% годовых.



Российские еврооблигации

Вторичный рынок

Рынок российских еврооблигаций большую часть месяца, как мы и предполагали в нашем предыдущем ежемесячном обзоре, торговался в «боковике». Доходности многих бумаг достигли исторических минимумов, особенно в нефтегазовом секторе. С этих уровней дальнейшее падение доходностей было затруднительным.

В то же время, рынок подвергся довольно сильной коррекции в первые дни апреля, поэтому месяц большинство еврооблигаций все-таки завершили в «красной» зоне.

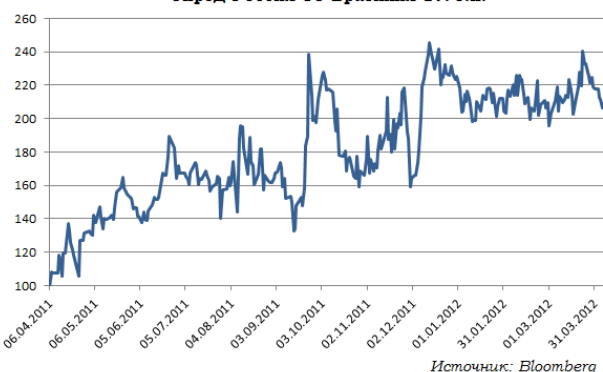
Суверенные выпуски России показали разнонаправленную динамику и находились под сильным влиянием прошедшего размещения новых выпусков объемом \$7 млрд. Ростом завершил месяц бенчмарк рынка – Россия-30 – он прибавил 0,3% и вырос до

119,7% от номинала. Около 0,2% прибавил и Россия-15, что с нашей точки зрения довольно много, учитывая низкую дюрацию выпуска.

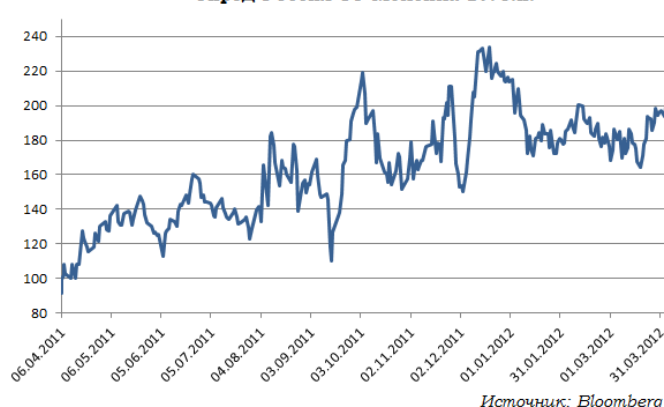
В результате сильного роста доходности treasuries, индикативный спрэд Россия-30-UST-10 в середине месяца достигал уровня 170 б.п. – минимального уровня с осени прошлого года. Тем не менее, по итогам года он расширился до 191 б.п.

Спрэд к выпуску Бразилия-17 сузился за месяц на 10 б.п. до 208 б.п., хотя в середине месяца достигал 240 б.п. А вот спрэд к мексиканскому бенчмарку, напротив, расширился на 8 б.п. до 192 б.п. Мы полагаем, что российские суверенные бумаги выглядят более интересно, чем суверенные бумаги Бразилии, Мексики и ЮАР. В ближайшие месяцы спрэды между российскими бумагами и евробондами других развивающихся стран будут сужаться.

Спрэд Россия-30-Бразилия-17. б.п.



Спрэд Россия-30-Мексика-17. б.п.



В корпоративном секторе цены в большинстве выпусков также снизились, относительно начала марта. Впрочем, наибольший вклад в снижение котировок внесла коррекция первых дней апреля. Евраз-18 снизился на 2,3%, около 1,5% потеряли выпуски Северсталь-17 и Металлоинвест-16. Сильное падение котировок продемонстрировали также «длинные» выпуски Газпрома: Газпром-34 и Газпром-16 снизились на 1,4%. Более 1,0% потеряли Газпром-22, Альфа-банк-17 и Лаьфа-банк-21.

Динамику хуже рынка показали также выпуски Лукойла, ВЭБа и РСХБ с отделенными сроками погашения. Например, Лукойл-20 и Лукойл-19 упали на 0,6%, ВЭБ-20 потерял 0,7%.

В то же время, не во всех «длинных» бумагах наблюдалась коррекция. Например, ТНК-ВР-20 вырос за месяц на 0,9%. Сейчас этот выпуск торгуется с наименьшим спрэдом к суверенной кривой России среди всех обращающихся евробондов (спрэд составляет всего 75 б.п.). На 0,7% выросли евробонды МТС-20 и Сбербанк-21. Продолжался рост и выпуска Вымпелкома, в частности, Вымпелком-18 и Вымпелком-16 выросли на 0,6%.

Сильным ростом завершил месяц и рекомендуемый нами Номос-банк-13 (+0,4%). Среди других «коротких» бумаг сильный рост показали Северсталь-13 (+0,4%) и РСХБ-14 (+0,2%).

Отметим, что наша стратегия, которой мы придерживались с начала года – сохранять часть портфеля в «коротких» бумагах – оказалась оправданной.

В апреле, мы смотрим на рынок более пессимистично, чем месяц назад. К началу месяца появились две темы, которые могут негативно повлиять на динамику рынков, в том числе, рынков российских еврооблигаций.

Первая тема связана с более сильным замедлением экономики Китая, чем ожидалось ранее. Если в апреле появятся новые подтверждения «жесткой посадки» Китая, нас ждет существенная коррекция на рынке commodities, прежде всего, на рынке металлов. Поэтому мы рекомендуем воздержаться от покупки еврооблигаций металлургических компаний в апреле. Котировки нефти, в отличие от рынка металлов, может поддерживать напряжение вокруг Ирана. Это может стать сдерживающим от падения фактором для суверенных бумаг России и выпусков нефтегазовых компаний.

Вторая тема, которая может негативно отразиться на рынке, связана с европейским долговым кризисом. Опасения вокруг Испании продолжают расти. Как и доходности на облигации стран «периферии». Постепенно, эффект от 3-летних кредитов, выданных ЕЦБ будет также ослабевать. Сейчас существует высокая вероятность нового обострения в Европе, которое на фоне продолжающейся рецессии может привести к сильной коррекции долговых рынков развивающихся стран.

В банковском секторе мы рекомендуем обратить внимание на бумаги банков второго эшелона:

- ✓ ВТБ-15 и ВТБ-17 (после недавнего размещения, ВТБ-17 по-прежнему торгуется с премией к собственной кривой доходности районе 15 б.п.; потенциал роста цены составляет минимум 0,5%);
- ✓ субординированный выпуск Промсвязьбанк-15;
- ✓ Альфа-банк-15 и Альфа-банк-17.

В рамках стратегии «buy&hold» среди банковских евробондов, нам по-прежнему кажутся интересными выпуски:

- ✓ Ренессанс Капитал-13 и ТКС-банк-14, доходности к погашению которых составляют 10,0% и 11,5% годовых соответственно;
- ✓ Промсвязьбанк-14 (выпуск с погашением через 2 года торгуется с доходностью 6,5% годовых, что дает существенную премию к бумагам российских банков второго эшелона).

Вероятность продолжения коррекции в апреле с нашей точки зрения значительно выше, чем вероятность дальнейшего роста рынка. Кроме того, мы ожидаем роста рыночной волатильности. Тем не менее, интерес инвесторов к рынкам ЕМ сохранится, поэтому основные инвестиционные идеи переместятся с со вторичного на первичный рынок.

Первичный рынок

Ключевым размещением этого года на российском рынке еврооблигаций, пожалуй, уже можно назвать состоявшееся размещение суверенных евробондов России. Сделка была закрыта в конце марта и ее итоги можно назвать крайне успешными. Минфин смог занять \$7 млрд., т.е. полностью закрыл лимит заимствований, установленный на этот год. Спрос на новые евробонды составлял около \$25 млрд., т.е. более чем в 3,5 раза превышал предложение. Отметим, что все три выпуска были размещены без премии к рынку, при этом евробонды с погашением в 2022 и 2042 годах были размещены с дисконтом относительно суверенной кривой доходности России. Для столь высокого спроса на новый суверенный долг было несколько причин. Во-первых, высокое кредитное качество России (низкий объем внешней задолженности, 3 место в мире по объему ЗВР, бюджетный профицит по итогам 2011 года). Во-вторых, российские бумаги, как мы отмечали выше, торгуются с существенными спредами к суверенным бумагам Бразилии, Мексики, Индии. В-третьих, значительный объем ликвидности как на балансе американских, так и европейских банков. В-четвертых, Россия не выходила на рынок долларовых заимствований с весны 2010 года и имела до размещения всего 5 обращающихся выпусков.

В результате, евробонд со сроком обращения 5 лет и объемом \$2 млрд. был размещен с купоном в 3,25% годовых по цене 99,657% от номинала, что соответствовало доходности 3,325% годовых. На вторичном рынке выпуск торгуется по цене 100,5% от номинала.

Евробонд со сроком обращения 10 лет и объемом \$2 млрд. был размещен по цене 99,277% от номинала и ставкой купона 4,5% годовых, что соответствовало доходности в 4,591% годовых. В настоящий момент выпуск торгуется по цене 100,8% от номинала.

Евробонд сроком обращения 30 лет и объемом \$3 млрд. был размещен по цене 97,553% от номинала и купоном 5,625% годовых, что соответствовало доходности 5,798% годовых. Выпуск показал наибольший рост на рынке, сейчас он торгуется по цене 100,7% от номинала.

Мы полагаем, что столь успешное размещение России позволит более активно выходить на рынок корпоративным эмитентам и банкам. А падение доходности по суверенным бумагам позволит снизить доходности и по корпоративным выпускам.

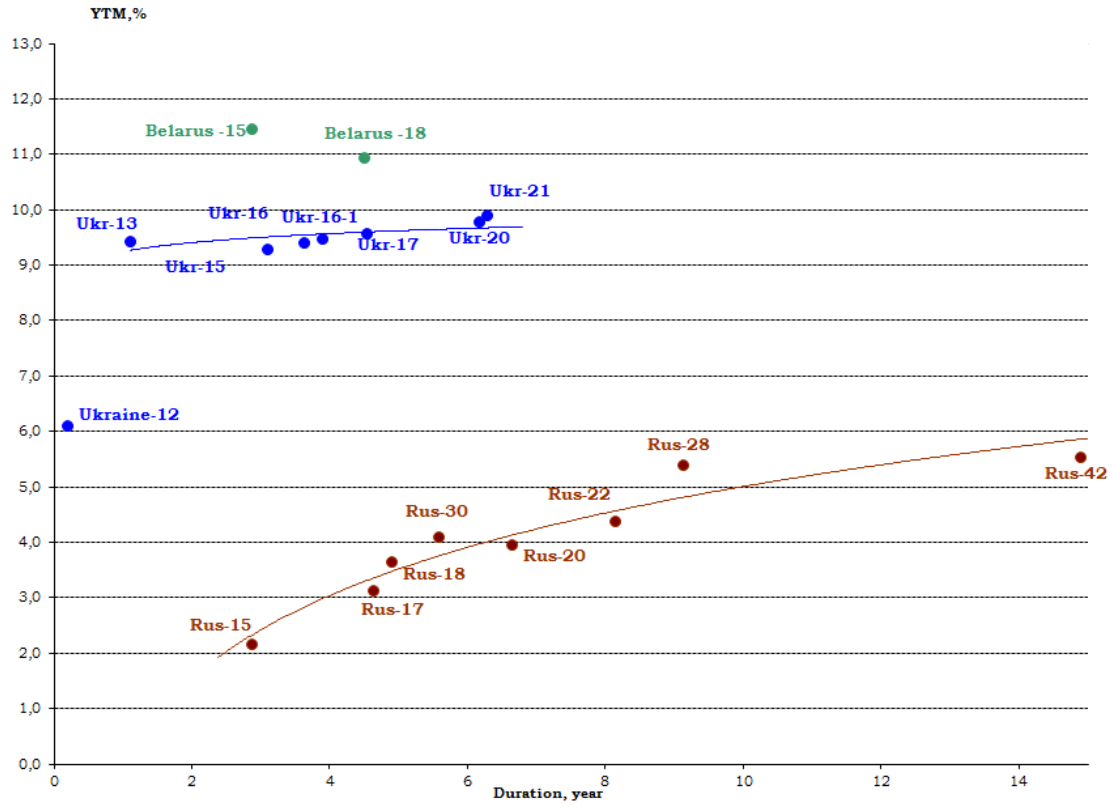
В частности, выпустить еврооблигации в апреле планирует Распадская.

Помимо сделки по России, на рынок вышло ОАО «РЖД», разместив 2 выпуска: рублевый выпуск объемом 20 млрд. рублей и долларовый выпуск объемом \$1 млрд. При этом сделка по долларовому выпуску была закрыта на следующий день после размещения суверенных евробондов России, что свидетельствует об очень высоком спросе на долги качественных эмитентов из России.

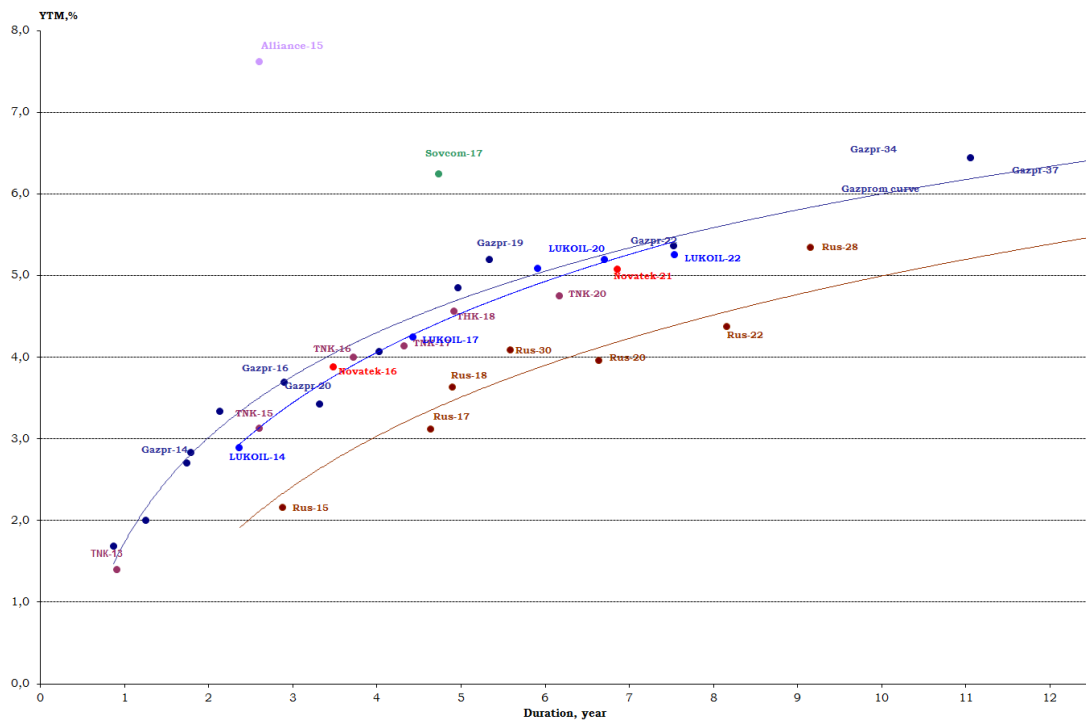
Кроме того, **ВТБ** успешно разместил 5-летние еврооблигации объемом \$1,5 млрд. Ставка купона составила 6,0% годовых. Как мы отметили выше, в выпуске по-прежнему сохраняется потенциал роста.

Карты доходности

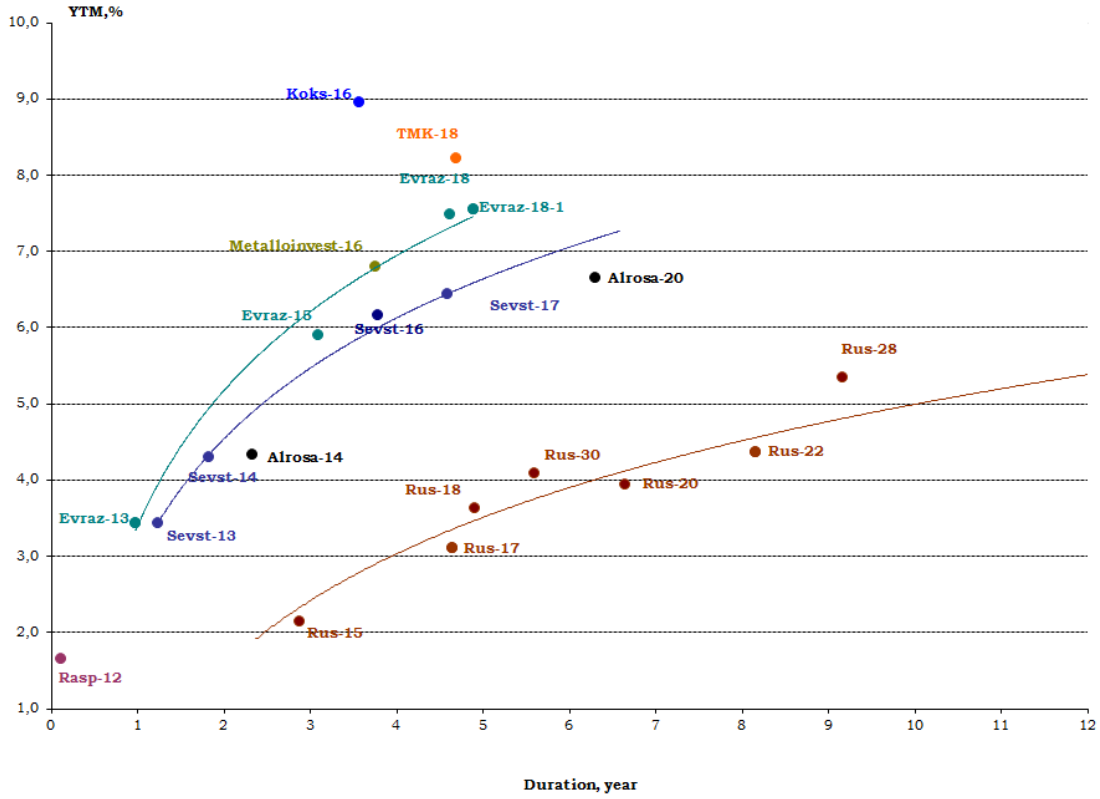
Суверенные еврооблигации



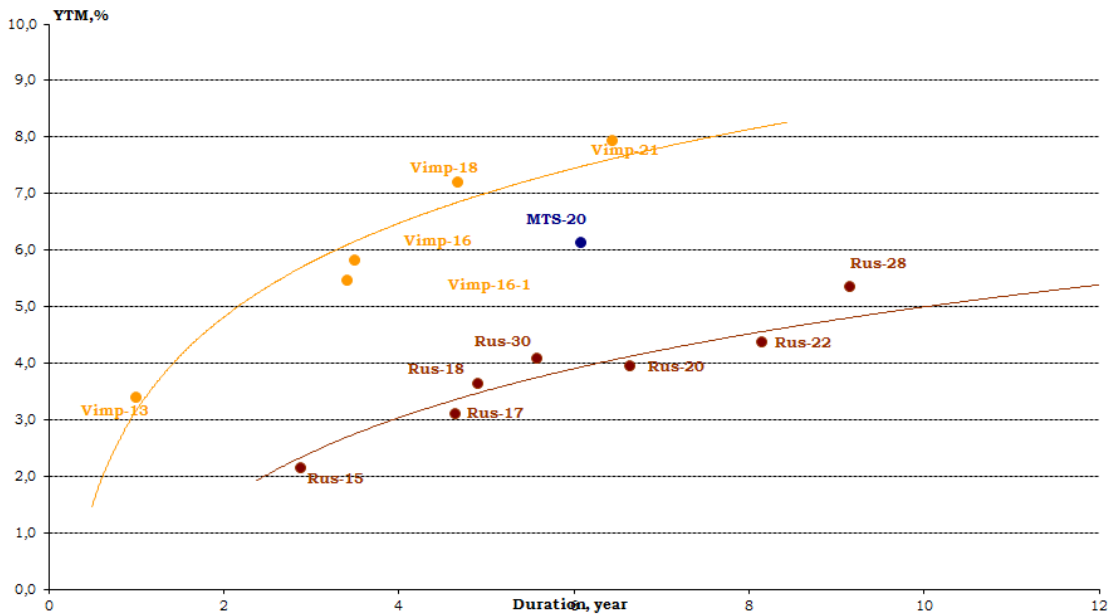
Корпоративные еврооблигации: нефтегазовый сектор



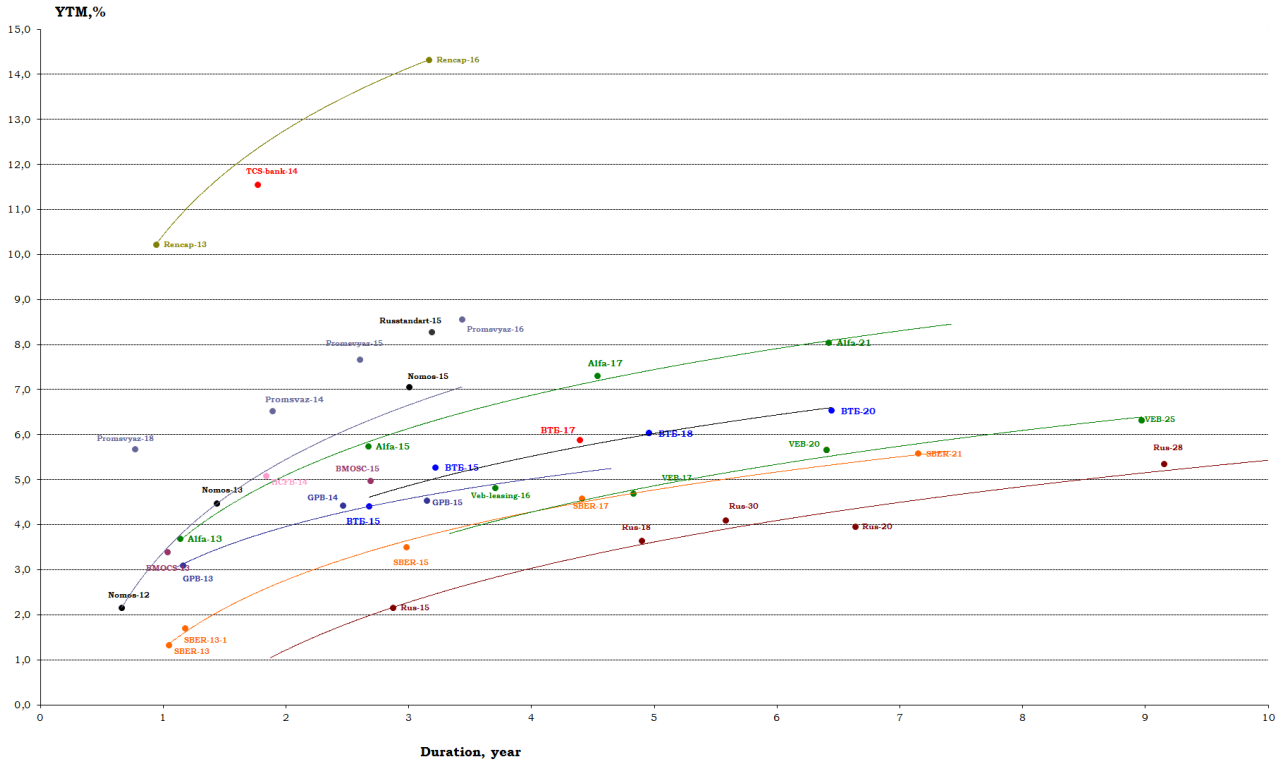
Корпоративные еврооблигации: металлургический и горнодобывающий сектор



Корпоративные еврооблигации: телекомы



Корпоративные еврооблигации: банки



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01
Полторанов Николай Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 04
Ким Игорь Львович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Тимощенко Юрий Геннадьевич	Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Королева Виктория Сергеевна	Тел. +7 (495) 781 02 02
Милостнова Анна Валентиновна	Тел. +7 (495) 781 02 02
Дормидонтова Полина Олеговна	Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

