

Содержание

Оглавление

I. Инвестиционное резюме	1
Рынок облигаций.....	1
Рынок акций.....	3
Валютный рынок	4
Сырьевой рынок.....	6
II. Модельный портфель	8
Инвестиционные рекомендации	9
Закрытые торговые рекомендации	10
III. Макроэкономика	14
Соединенные Штаты Америки	14
Европейский Союз.....	15
Великобритания	16
Латинская Америка	17
Азия	20
Россия.....	23
Турция	25
IV. Календарь событий	27

I. Инвестиционное резюме

Актив	Привлекательно	Следует избегать
Облигации	<ul style="list-style-type: none"> Краткосрочные в долларах США Облигации с плавающей ставкой 	<ul style="list-style-type: none"> Долгосрочные в долларах США Гос. облигаций Италии
Валютный рынок	<ul style="list-style-type: none"> Доллар США Швейцарский франк 	<ul style="list-style-type: none"> Рубль Турецкая лира Бразильский реал
Сырье	<ul style="list-style-type: none"> Золото Платина 	<ul style="list-style-type: none"> Железная руда Нефть

Рынок облигаций

Процентные ставки

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
3м LIBOR	2,34	64	1	64	104
UST 2	2,53	65	10	65	116
UST 10	2,86	45	0	45	59

Источник: Bloomberg

Кредитные спреды

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
CDS US IG	68	19	1	19	6
CDS US HY	361	55	8	55	18
CDS EM	191	72	19	72	-11
Россия	141	14	5	14	-29
Бразилия	270	108	44	108	28
Турция	300	135	33	135	106

Источник: Bloomberg

USD

С приходом лета активность на рынке облигаций снизилась. В июне цены бондов были относительно стабильны. Доходность 2-хлетних государственных облигаций США в начале месяца скорректировалась вверх, полностью отыграв снижение конца мая, в результате чего месяц закончился на уровне 2,53%, показав рост доходности за месяц на 21 б.п. Тот же показатель 10-летних Treasuries в июне колебался в узком диапазоне и к концу месяца остался на отметке 2,86%. По итогам первого месяца лета спред между доходностями по 10-летним и 2-хлетним облигациям США опустился с 43 б.п. до 33 б.п.

CDS спред облигаций США инвестиционного уровня (IG) расширился лишь на 1 б.п. до 68 б.п. Спреды облигаций не инвестиционного уровня (HY) за месяц вырос на 8 б.п. до 361 б.п. В тоже время кредитные спреды развивающихся стран расширились на 19 б.п. на фоне продолжающегося оттока капитала с развивающихся рынков. Облигации России, в условиях высоких цен на нефть и отсутствия негативных новостей, смотрелись лучше рынка, CDS спреды расширились на 5 б.п. Стоимость фондирования (3M LIBOR) в июне выросла на 1 б.п. и составила 2,34%.

Мы отдаем предпочтение краткосрочным облигациям инвестиционного качества. Мы также рекомендуем инвестировать в облигации с плавающей ставкой и TIPS, рассматриваем их как способ защиты от роста ставок и инфляции.

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
Германия	0,30	-12	-4	-12	-15
Франция	0,66	-12	0	-12	-14
Италия	2,67	67	-10	67	53
Испания	1,32	-24	-17	-24	-20
Португалия	1,78	-13	-18	-13	-123
Греция	3,93	-14	-62	-14	-144
CDS IG	74	29	5	29	19
CDS HY	322	90	17	90	78

Источник: Bloomberg

EUR

В июне доходности безрисковых облигаций в еврозоне показали снижение. По итогу месяца YTM 10-тилетних облигаций Германии уменьшилась на 4 б.п. до 0,30%. В течение месяца доходности поднимались до 0,49%. Доходность 10-летних облигаций Франции не изменилась и составила 0,66%. Доходности периферийных стран продолжили снижение. Доходности Италии опустились на 10 б.п. до 2,67%. Доходность 10-ти летних облигаций Греции снизились до 3,93% с 3,58% на фоне решения Еврогруппы выделить Греции 15 млрд. евро и завершении программы помощи Греции.

CDS спреда корпоративных облигаций инвестиционного уровня (IG) за месяц расширились на 5 б.п. до 72 б.п. CDS спреда облигаций не инвестиционного уровня (HY) в июне расширились на 17 б.п. до 322 б.п.

Мы считаем, что среднесрочные и долгосрочные облигации в евро остаются интересным инструментом инвестирования на фоне заявлений ЕЦБ о сохранении мягкой денежно-кредитной политики как минимум до середины 2019 г.

CNH

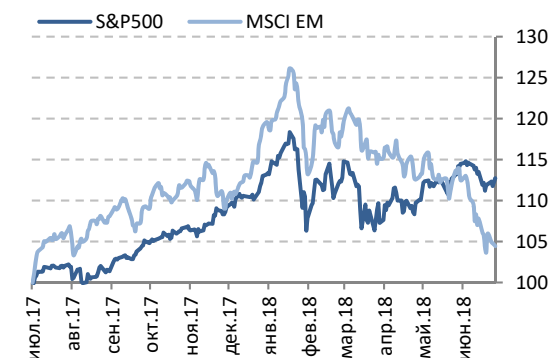
По итогам месяца ставка HIBOR O/N опустилась до 2,18% после резкого роста в конце мая до 6,07%. Месячная ставка HIBOR снизилась на 18 б.п. до 4,19%. Дневная ставка SHIBOR опустилась на 20 б.п. до 2,63%. Месячная ставка поднялась на 13 б.п. до 4,03%. Доходность 10-тилетних гособлигаций Китая к концу месяца опустилась до 3,48% с 3,63%. Снижению ставок способствовало смягчение монетарной политики – в конце месяца Народный банк Китая принял решение снизить норму резервирования на 50 б.п. до 15,5%.

	Значение	YTD	Изменение б.п.		
			1м	6м	12м
HIBOR	3,47	47	-93	47	-93
SHIBOR	2,86	-9	-4	-9	1
CCS 3m	3,70	4	-12	4	-30
CCS 1Y	3,75	-22	-18	-22	-15
CCS 3Y	3,83	-25	-18	-25	-23

Источник: Bloomberg

Рынок акций

Динамика индексов (09.07.2017=100)



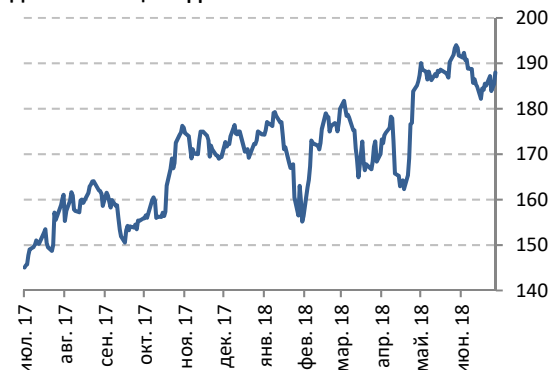
Источник: Bloomberg

Динамика энергетического и финансового секторов



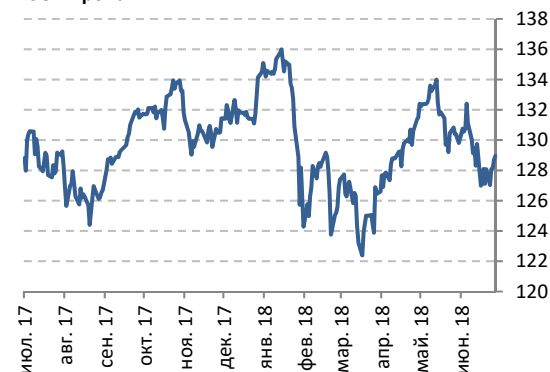
Источник: Bloomberg

Динамика акций Apple



Источник: Bloomberg

MSCI Европа



Источник: Bloomberg

США. Американский фондовый рынок в июне сохранил склонность к росту, хотя к концу месяца и растерял большую часть повышения, прибавив лишь 0,5% по индексу S&P 500. Инвесторов не напугала перспектива четырехкратного, а не трехкратного повышения ФРС ключевой ставки в этом году, а также приближение «обмена ударами» в «торговой войне» с Китаем, где, судя по динамике фондового рынка, победителем выйдут США. Подобную устойчивость вопреки негативному новостному фону можно списать на ожидания предстоящего сезона квартальных отчетов, который должен зафиксировать сохранение двухзначных темпов роста корпоративных прибылей ввиду налоговых стимулов президента Трампа, а также влияния разогнавшейся экономики. Так по оценкам ФРБ Атланты, темпы роста ВВП ускорятся с 2,0% до 4,3%, а некоторые экономисты на Уолл-стрит предрекают даже 5%-ный подъем. Впрочем, влияние трений в торговых отношениях с Китаем все-таки ощущались, что вылилось в ослабление позиций сектора промышленных товаров, который может пасть их «жертвой». Так, популярный ETF на сектор, XLE понизился на 3,8%, а акции таких компаний как Boeing, Caterpillar подешевели более, чем на 10%. В роли аутсайдера продолжил оставаться финансовый сектор (снижение ETF на сектор, XLF составило 3,2%) на фоне дальнейшего сокращения спреда между доходностями кратко- и долгосрочных облигаций США, что оказывает давление на доходы банков. В то же время «ударно» сложился июнь для акций компаний коммунального сектора, воспринимаемых как альтернатива облигациям – ETF на сектор, XLU, вырос на 2%. В других секторах наблюдалась смешанная ситуация по различным сегментам. Отдельного упоминания стоит пересмотр структуры индекса Dow, в котором лишились «прописки» акции General Electric, участвовавшие в его расчете с 1907 г. Акции GE в июне обновили минимум с 2009 года, однако за счет корпоративных новостей смогли компенсировать большую часть потерь, в итоге подешевев на 3,3%

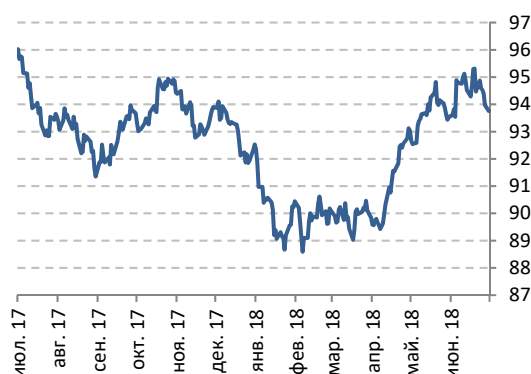
Остальной мир. Европейский рынок акций оказался под прессом опасений, что торговая война с США может ослабить замедляющуюся экономику еврозоны, что подорвало наблюдавшийся в течение июня оптимизм. Индекс S&P Europe не смог удержать рост и понизился на 0,8%. Рынок акций стран с развивающейся экономикой продолжил ощущать на себе влияние развернувшихся капитальных потоков на фоне повышения ФРС ключевой ставки. Подлило масло в огонь падение китайского рынка акций более, чем на 20% от пиков к минимуму за последние два года, что привело к ускорению падения ETF MSCI EM, который после понижения в мае на 2,6% в июне зафиксировал вдвое большие потери.

Валютный рынок

	Значение	YTD	Изменение, %		
			1м	6м	12м
DXY	96,92	-5,2	-2,1	-4,5	1,1
EUR/USD	1,12	6,8	3,1	6,0	0,9
USD/CHF	0,97	-5,0	-2,7	-4,9	-2,5
GBP/USD	1,29	4,5	-0,5	3,1	-11,2
CAD/USD	0,74	-0,6	1,0	-0,8	-3,1
USD/JPY	110,67	-5,4	-0,7	-3,0	0,0
AUD/USD	0,74	3,2	-0,7	0,6	2,8
USD/RUB	56,57	-7,7	-0,6	-11,8	-15,2
USD/BRL	3,23	-0,9	1,6	-4,7	-10,6
USD/CNH	6,75	-3,3	-2,2	-2,4	2,5
USD/TRY	3,53	0,2	-0,6	2,7	19,8

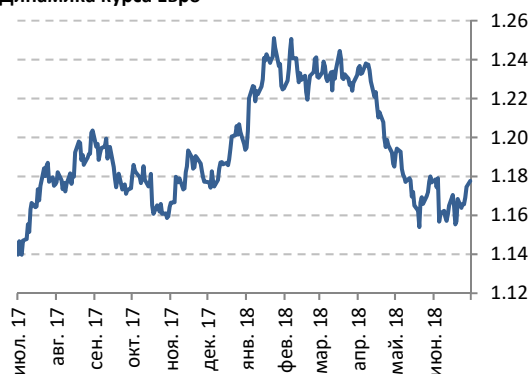
Источник: Bloomberg

Динамика индекса доллара



Источник: Bloomberg

Динамика курса Евро



Источник: Bloomberg

Динамика турецкой лиры



Источник: Bloomberg

Доллар США в июне обновил максимумы с июля 2017 года, добавив еще 0,5% к корзине валют после укрепления на 2,35% в мае. Американская валюта продолжила пожинать плоды расхождения в курсах монетарной политики ФРС и других ведущих ЦБ мира на фоне готовности комитета по операциям на открытом рынке повысить ставку не три, а четыре раза (это следовало из прогноза по ставкам после июньского заседания). Причина – растущие шансы превышения инфляции целевого показателя, что на текущий момент является более важным, чем торговые споры, которые могут способствовать замедлению экономики.

Единая европейская валюта в июне демонстрировала волатильность на фоне политических рисков в Германии из-за разногласий в отношении мигрантов, но замедлила темпы ослабления против доллара менее, чем до 0,1%. Относительную стабильность придало озвучивание ЕЦБ планов по сворачиванию программы количественного смягчения с сентября с €30 млрд в месяц до €15 млрд и их полное прекращения с декабря, в то время как рынок ожидал, что регулятор об этом заявит лишь в июле. В то же время подъем был сдержан мягкой риторикой главы ЕЦБ Драги и фактически данной ЕЦБ гарантией, что ставки не будут повышены как минимум до лета 2019 года.

Британский фунт подешевел против доллара на 0,7% после снижения на 3,35% месяцем ранее. На курс давила сохраняющаяся неопределенность в отношении итогового соглашения по выходу Великобритании из ЕС и разочаровывающие данные по инфляции и динамике зарплат, которые поставили под сомнение повышение Банком Англии ключевой ставки в августе. В то же время неожиданный исход голосования «за» повышение ставки (3 против 6) «встрянуло» фунт.

Китайский юань за июнь обесценился против доллара на 3,1%, преодолев сразу две ключевые отметки в 6,5 и 6,6 юаней за доллар. Произошло это не без помощи ЦБ страны, сообщившего о понижении резервных требований к банкам и увеличении объема предоставления ликвидности в рамках поддержания экономики, которая через фондовый рынок стала ощущать надвигающиеся последствия стартовой «торговой войны» с США.

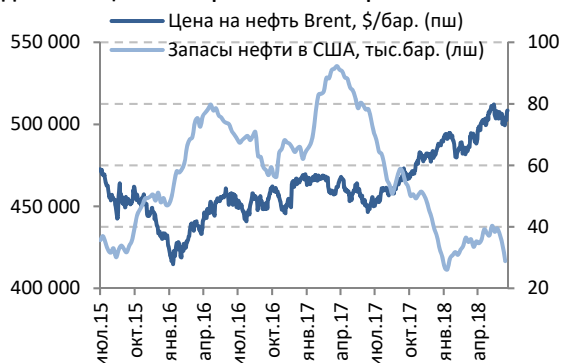
Российский рубль почти отыграл назад рост на 1,25% относительно доллара в мае, в июне ослабнув на 0,95%. Рост цен на нефть и технические факторы смогли подавить попытки доллара выйти на новые максимумы на фоне активных покупок валюты Минфином, а также итогов заседания Банка России, которое спровоцировало новый виток оттока средств нерезидентов из РФ.

Японская иена с опозданием ослабла против доллара на 1,7% после укрепления на 0,5% месяцем ранее. Ситуация с торговыми войнами стала менее остро восприниматься инвесторами, что способствовало затуханию волны сворачиванию позиций carry trade (где йена выступает валютой фондирования) и переключило внимание на процентный дифференциал между активами США и

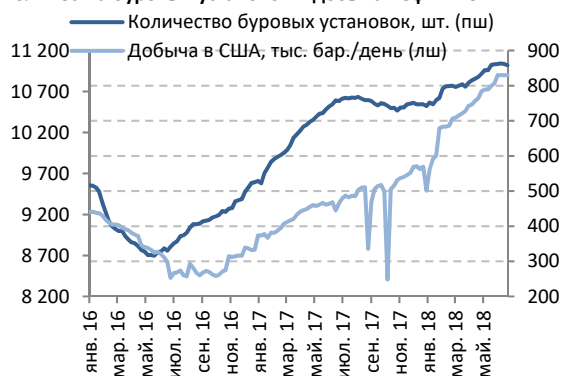
Японии, который в обозримом будущем останется максимальным среди развитых стран.

Турецкая лира за счет беспрецедентных действий ЦБ страны сократила и волатильность, и темпы ослабления против доллара с 11,33% в мае до 1,43% в июне. Повышение стоимости денег в экономике остановило отток капитала. Отчасти стабилизации ситуации способствовало и понижение политической неопределенности после победы Реджепа Тайипа Эрдогана на президентских выборах.

Сырьевой рынок

Динамика цены на нефть и запасов нефти в США


Источник: Bloomberg

Количества буровых установок и добыча нефти в США


Источник: Bloomberg

Нефть

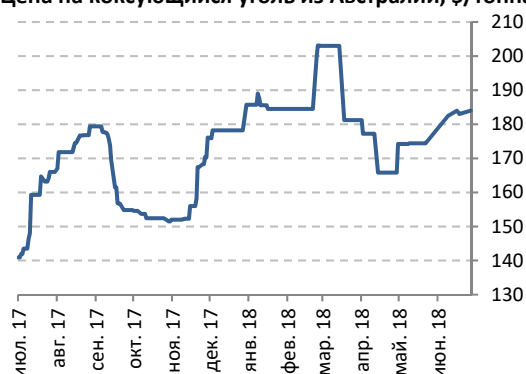
Рынок нефти в июне вновь был весьма волатилен: после глубокой коррекции в начале месяца – снижение по сорту Brent достигало 6,5% - к концу месяца бенчмарк приблизился к установленным в мае пикам за 3,5 года, прибавив 2,1%. Изначально понижающее давление спровоцировала дискуссия России и Саудовской Аравии, которые стали готовить партнеров по ОПЕК+ к саммиту в Вене принять решение об увеличении добычи в ожидании ввода санкций против Ирана и коллапса нефтяной промышленности в Венесуэле. Отправной точкой стали заявления главы российского Минэнерго Александра Новака о 1,5 млн барр/сутки дополнительно. Добавил храбрости игрокам на понижение и президент США Трамп, который в серии «твитов» вновь обвинил ОПЕК в высоких ценах на нефть. Планы Москвы и Эр-Рияда вызвали резкое неприятие у Тегерана, оппозиция которого могла в итоге сорвать достижение консенсуса, однако после долгих и упорных консультаций делегатов из Ирана все же удалось уговорить выступить единым фронтом. Примечательно, что по итогам заседания ОПЕК+ в коммюнике не были добавлены конкретные цифры, а лишь содержалась нацеленность вернуть реализацию достигнутого 1,5 года назад соглашения со 152% до 100%. Формально увеличение добычи должно составить 1 млн барр., однако из-за того, что не все члены нефтяного картеля будут готовы его выполнить, прирост добычи составит фактически 700-800 тыс., из которых 300 тыс. придется на Саудовскую Аравию и 200 тыс. на Россию. Такой исход саммита ОПЕК позволил стабилизировать настроения, а к концу месяца маятник настроений качнулся в сторону роста котировок. Триггером к этому послужила информация от источников в Госдепартаменте о том, что страны и компании, которые с 4 ноября продолжат закупки иранской нефти столкнутся с санкциями США. Рынок на это отреагировал пересмотром прогноза сокращения экспорта из третьего по добыче в ОПЕК нефтепроизводителя, заставив сомневаться, что предпринятых в Вене шагов окажется достаточно для балансировки рынка. В частности, согласно «сценарию» МЭА, основанному на воздействии предыдущих санкций против Ирана, добыча нефти в этой стране в 2019-м году может сократиться на 900 тыс. барр/сутки, а ведь есть еще Венесуэла, где объемы могут сократиться на 550 тыс. барр. К концу месяца нефтяные «быки» получили к тому же дополнительную поддержку в виде перехода портовой инфраструктуры (с мощностью в 800 тыс. барр/сутки) на востоке Ливии под контроль непризнанного правительства в Бенгази, а также аварии на одной из крупнейших нефтяных компаний Канады, что ограничило поставки на 360 тыс. барр/сутки. Вдобавок к этому появились сообщения о выходе на полную мощность нефтепровода с месторождений Пермиан, что может повлиять на операционные планы сланцевиков.

Цена на золото, \$ за тройскую унцию



Источник: Bloomberg

Цена на коксующийся уголь из Австралии, \$/тонна



Источник: Bloomberg

Золото

В июне цены на золото опустились на 3,5% до минимумов с декабря прошлого года, закрыв месяц немногим выше психологической отметки в \$1250/унцию. На протяжении всего месяца драгоценный металл выглядел слабо, не сумев извлечь пользу от надвигающихся «торговой войны» США и Китая. Чувствительность рискованных активов к такой повестке дня существенно понизилась, что ограничило спрос на «актив-убежище». В то же время перспектива четырех, а не трех повышений ФРС ключевой ставки сфокусировало внимание инвесторов на активах, которые приносят процентный доход (золото по определению выполняет лишь функцию сохранения богатства). Не сказались на котировках золота и политическая неопределенность в Германии, где возникла угроза проведения внеочередных выборов в Бундестаг.

Коксующийся уголь

Свежий отчет по рынку т.н. «новой энергетики» «New energy outlook 2018» от Bloomberg New Energy Finance прогнозирует падение доли угля в мировой энергетике на 70% к 2050 г. из-за существенного падения себестоимости кВт-ч, вырабатываемого возобновляемыми источниками. Солнечные панели и ветряки в последние годы за счет улучшения технологии вплотную подошли по стоимости выработки к традиционным источникам. В отчете, сформированном на основе мнения 65 отраслевых аналитиков, указывается, что ожидающийся рост возобновляемых источников потребует инвестиций в \$8.4 трлн. в солнечную и ветряную энергетику в ближайшие 30 лет, а их себестоимость упадет на 71 и 58% соответственно.

Ответные пошлины Китая, введенные в ответ на развязывание торговой войны президентом Дональдом Трампом, могут ударить по американским производителям угля. Последние вновь стали экспортировать уголь в Поднебесную после 2015/16 гг., когда низкие цены на рынке во вкупе со традиционно высокими издержками добычи вынудили сократить продажи до нуля. Теперь же, несмотря на попытку Трампа поддержать отрасль в благодарность за щедрое финансирование президентской кампании, угледобытчики могут пострадать. Впрочем, часть потерь возможно удастся компенсировать, если американские стальная и алюминиевая промышленность повысят спрос на коксующийся уголь вследствие введенных импортных пошлин.

II. Модельный портфель

Название	Количество	Доля, %	Цена, \$	УТМ, %	M.D.	Z-sprd.	Кредитный рейтинг			Страна	Дата открытия позиции	Прибыль/Убыток, %
							S&P	Moody's	Fitch			
USD Bonds												
Canara Bank 5.25% 10/18/18	1 000	2.9	100.43	3.65	0.28	123		Baa3	BBB-	India	25.08.2015	5.3
IS Bank 3.75% 10/10/18	1 500	4.3	99.73	4.86	0.25	243		Ba3	BB+	Turkey	30.06.2016	6.3
Bao-Trans 3.75% 12/12/18	1 000	2.9	100.06	3.64	0.43	115	BBB+	Baa2	A	China	25.08.2015	8.7
Kuwait Projects 4.8% 02/05/19	1 500	4.4	100.77	3.45	0.56	90	BBB-	Baa3		Kuwait	29.01.2016	1.0
TEVA 1.7% 07/19/19	1 000	2.8	97.90	3.83	1.01	116	BB	Ba2	BB	Israel	30.11.2017	2.0
Afreximbank 4.75% 07/29/19	1 500	4.5	101.57	3.25	1.02	59		Baa1	BBB-	Africa	05.06.2018	1.0
Bank Otkritie 4.5% 11/11/19	2 000	5.8	100.19	4.40	1.31	164	NR	B1		Russia	30.09.2016	5.7
Gerdau 7.0% 01/20/20	1 500	4.6	104.59	3.92	1.43	113	BBB-		BBB-	Brazil	31.07.2017	3.0
Emirates NBD Float 01/26/20	1 000	2.9	101.08	3.23	1.49	84		A3	A+	UAE	28.02.2017	4.2
Metalloinvest 5.625% 04/17/20	1 000	2.9	101.27	4.92	1.69	208	BB	Ba2	BB	Russia	29.07.2016	6.1
VEB 6.902% 07/09/20	1 000	3.0	104.38	4.64	1.90	178	BBB-		BBB-	Russia	09.07.2018	0.0
BM&Fbovespa 5.5% 07/16/20	1 500	4.5	102.13	4.44	1.89	158	BB-	Ba1		Brazil	09.07.2018	0.0
Gold Fields 4.875% 10/07/20	1 500	4.4	100.36	4.76	2.13	188	BB+	Baa3		Africa	30.06.2017	4.2
Alrosa 7.75% 11/03/20	1 000	3.1	107.75	4.24	2.14	137	BB+	Baa3	BB+	Russia	31.01.2018	0.6
Macy's Retail 3.45% 01/15/21	1 500	4.4	99.42	3.73	2.39	85	BBB-	Baa3	BBB	US	31.05.2017	2.3
Global Bank 4.5% 10/20/21	1 500	4.2	97.36	5.46	3.05	252	BBB-		BBB-	Panama	31.10.2017	-2.2
Seagate 4.25% 03/01/22	1 000	2.9	99.15	5.58	3.30	163	BB+	Baa3	BBB-	US	31.10.2017	0.8
Sberbank 6.125% 02/07/22	1 500	4.6	104.98	4.65	3.20	172		Ba1	BBB-	Russia	29.09.2017	-0.2
GM Float 01/14/22	500	1.5	102.48	3.19	3.26	81	BBB	Baa3	BBB	US	31.01.2017	5.4
Arcelormittal 6.25% 02/25/22	1 000	3.1	106.46	4.60	3.23	143	BBB-	Baa3	BB+	Europe	30.03.2018	-0.6
Pemex Float 03/11/22	1 000	3.1	107.24	3.91	3.31	154	BBB+	Baa3	BBB+	Mexico	30.12.2016	11.8
Polyus Gold 4.699% 03/28/22	1 250	3.6	97.70	5.46	3.41	251	BB-	Ba1	BB-	Russia	30.04.2018	3.9
CITIC Bank Float 12/14/22	1 500	4.3	100.26	3.31	4.15	94	BBB+	Baa2		China	31.01.2018	1.7
Barclays Float 01/10/23	1 250	3.7	101.74	3.59	4.09	110	BBB	Baa3	A	UK	31.01.2017	5.7
Ooredoo 3.25% 02/21/23	1 250	3.5	97.38	3.91	4.27	99	A-	A2	A-	Qatar	30.03.2018	1.6
Morgan Stanley Float 10/24/23	1 250	3.7	102.43	3.30	4.82	80	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	5.2
Goldman Sachs Float 10/28/27	1 250	3.7	102.90	3.79	7.79	134	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	5.5

Инвестиционные рекомендации

Покупка

Название	ISIN	Количество	Цена	Дата	Пояснение
VEB 6.902% 07/09/20	XS0524610812	1 000	104,375	09/07/18	<ul style="list-style-type: none"> VEB является Российским банком развития. Основной задачей банка является содействие реализации социально-экономической политики, повышению конкурентоспособности экономики страны и ее модернизации на инновационной основе. Активы банка превышают \$60 млрд., кредитный портфель \$37 млрд. Облигации с рейтингом BBB- и торгуется на кривой ВВ. YTM на уровне 4,64%, при дюрации 1,60. Z-спред 178 б.п. До введения санкций на Русал в апреле 2018г. облигации торговались с Z-спредом 130 б.п. Мы ожидаем сужение спреда.
BM&Fbovespa 5.5% 07/16/20	USP1728MAA10	1500	102,125	09/07/18	<ul style="list-style-type: none"> B3 – бразильский финансовый холдинг, включающий крупнейшую фондовую биржу в Латинской Америке, крупнейший депозитарий, криниговую палату и ряд других активов. Компания имеет высокое кредитное качество. Выручка в 2017 г. составила \$1,2 млрд., EBITDA \$914 млн. Рентабельность по EBITDA 67,7%. Биржа демонстрирует в последние годы рост операционных и финансовых показателей. При этом B3 имеет высокую рентабельность, отрицательный долг и достаточно высокую стабильность финансовых показателей. Облигации имеют рейтинг ВВ. YTM на 4,44%, при дюрации 1,89. Z-спред 158 б.п.

Закрытые торговые рекомендации

Название	ISIN	Дата открытия	Дата закрытия	Прибыль/Убыток, \$	Пояснение
DB 6.0% 09/01/17	US25152CMN38	30/09/16	31/03/17	27 800,00	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Доходность опустилась ниже 1,8%.
RSHB 6.299% 05/15/17	XS0300998779	29/01/16	31/03/17	95 757,42	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли До погашения осталось менее 2-х месяцев
Halkbk 4.875% 07/19/17	XS0806482948	29/07/16	28/04/17	42 093,75	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли До погашения осталось менее 3-х месяцев
VEB 5.45% 11/22/17	XS0559800122	29/07/16	28/04/17	38 812,50	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Доходность опустилась ниже 2,0%.
Caixa Economica Federal 2.375% 11/06/17	US12803X2A85	11/04/16	31/05/17	37 869,79	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Снижение риска на Бразилию
Transalta 6.65% 05/15/18	US89346DAC11	30/06/16	30/06/17	82 875,00	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Доходность опустилась до 2,1%.
Global Bank 4.75% 10/05/17	US37952RAA86	25/08/15	31/07/17	112 802,09	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли
Gerdau 7.25% 10/20/17	USG2440JAE58	30/06/16	31/07/17	74 906,25	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли
DB Float 05/10/19	US25152R5E95	31/03/17	29/09/17	18 599,43	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Доходность опустилась ниже 1,7%
Vale 5.625% 09/15/19	US91911TAJ25	30/09/16	29/09/17	100 335,00	<ul style="list-style-type: none"> Досрочное погашение облигации эмитентом
Ziraat Bank 4.25% 07/03/19	XS1083936028	28/04/17	11/10/17	27 085,41	<ul style="list-style-type: none"> Сокращение риска на Турцию на фоне роста геополитической напряженности между США и Турцией
Global Bank 5.125% 10/30/19	USP47718AA21	31/07/17	31/10/17	19 755,20	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли Облигация торгуется очень дорого. Доходность опустилась до 1,9%, Z-спред до 84. Не ожидаем дальнейшего снижения.
Tanner 4.375% 03/13/18	USP89708AA25	29/07/16	30/11/17	39 454,86	<ul style="list-style-type: none"> Фиксация прибыли

ABN AMRO 7.125% 07/06/22	XS0802995166	17/12/15	29/12/17	163 127,27(EUR)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли ▪ Доходность опустилась до 0,8%, а Z-спред до 59 б.п. ▪ Премия над стоимостью фондирования снизилась до 0,24%. ▪ Доходность не соответствует уровню риска.
ICICI 4.7% 02/21/18	US45112FAC05	25/08/15	31/01/18	60 105,55	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли. До погашения осталось меньше месяца
Israel Electric 7.25% 01/15/19	US46507NAA81	30/11/16	31/01/18	56 593,75	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли
Vanke 2.625% 03/13/18	XS0898415004	30/12/16	28/02/18	47 221,88	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли. До погашения осталось две недели
Vedanta 9.5% 07/18/18	USG9328DAD24	30/11/16	30/01/17	33 263,89	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Облигации проданы в рамках оферты по цене 108,125, что на 1,875 выше рынка.
Softbank 4.5% 04/15/20	USJ75963AU23	28/04/17	30/04/18	34 875,00	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыль ▪ За месяц доходность выпуска опустилась с 4,0% до 3,3%, а Z-спред с 152 б.п. до 72 б.п. В тоже Z-спред более длинных выпусков вырос. Спред между Softbank'22 и Softbank'20 увеличился с 74 б.п. до 153 б.п. ▪ Считаем, что облигация перекуплена. Доходность не соответствует уровню риска.
KazAgro 3.255% 05/22/19	XS1070363343	20/08/15	30/04/18	217 578,52 (EUR)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли ▪ Доходность опустилась ниже 1%, а Z-спред до 120 б.п.
RSHB 5.1% 07/25/18	XS0955232854	29/09/17	30/04/18	11 358,34	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли ▪ До погашения осталось меньше 3-х месяцев.
Afreximbank 3.875% 06/04/18	XS0938043766	25/08/18	04/06/18	166 598,96	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Погашение облигации
RZD 4.6% 03/06/23	XS1041815116	30/04/18	05/06/18	51 664,67 (EUR)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли по спекулятивной позиции ▪ За месяц цена облигации выросла на 1,6% (20,5% годовых), потенциал дальнейшего роста ограничен ▪ Снижение риска на России на фоне вероятности введения новых санкций со стороны США
BNDES 6.369% 06/16/18	USP14486AA54	30/09/16	09/07/18	81 144,12	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Погашение облигации
VEB 4.224% 11/21/18	XS0993162170	19/09/17	09/07/18	17 118,67	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фиксация прибыли. ▪ До погашения осталось 4-е месяца.

Структура займов

Название	Рыночная стоимость, \$	Начисленный процент, \$	Сумма займа, LCL	Погашение	Валюта	Ставка	Дата открытия позиции
----------	------------------------	-------------------------	------------------	-----------	--------	--------	-----------------------

Структура по классам активов и валютам

	Всего, \$	Всего, %	USD	CNH	CHF	EUR
Денежные средства	134 649	0%	134 649	0	0	0
Облигации	34 685 210	100%	34 685 210	0	0	0
Заемные средства	0	0%	0	0	0	0
Прочее	0	0%	0	0	0	0
Итого, \$	34 819 859	100%	34 819 859	0	0	0
Итого, %	100%		100%	0%	0%	0%

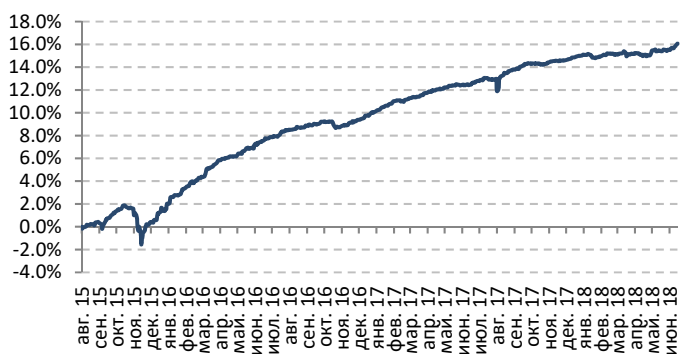
Структура по сроку погашения и рейтингу

	Структура по сроку погашения и рейтингу					
	100%	Менее 1 года	1-2 года	2-3 года	3-4 года	Более 4 лет
		15%	24%	19%	23%	19%
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	14%	0%	3%	0%	0%	11%
BBB	54%	10%	9%	7%	20%	8%
BB	26%	4%	6%	12%	3%	0%
Другие	6%	0%	6%	0%	0%	0%
Без рейтинга	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Структура по региону

Страна	Доля, %
Russia	23%
US	16%
Brazil	9%
Africa	9%
China	7%
Kuwait	4%
Turkey	4%
Panama	4%
UK	4%
Qatar	4%
Europe	3%
Mexico	3%
UAE	3%
India	3%
Israel	3%

Динамика доходности портфеля



Параметры портфеля

Weighted Duration	2,43
YTM	4,16%
Coupon Yield	4,69%
Leverage	1,00
Potential Leverage	2,53
LTV Rate, %	60%
Lending Value	21 062 248,00
Available Margin	21 196 897,00
Expected return	4,2%
1 нед. 95% VaR	\$134 982,00

Динамика портфеля

- В июне чистая стоимость активов выросла на 0,13%. Распродажи облигаций на развивающихся рынках оказали некоторое давление на динамику портфеля. Однако широкая диверсификация по странам и секторам экономики позволила сгладить негативный эффект.
- Второй месяц подряд слабую динамику показывают облигации Global Bank'21 и облигации с плавающей ставкой Goldman Sachs Float 10/28/27. За месяц котировки снизились на 1,5 п.п и на 0,9 п.п. Также снижение зафиксировали облигации Pemex Float 03/11/22, где снижение составило 1,6 п.п.
- Лучшую динамику показали облигации African Ex-Im Bank 4.75% 07/29/19, включенные в портфель в прошлом месяце. Российские облигации в июне продолжили постепенное восстановление. Уверенный рост был зафиксирован по облигациям Sberbank'22.
- За отчетный период доходность облигаций, входящих в портфель, выросла на 9 б.п. В ближайшее время мы ожидаем, что доходности останутся на текущем уровне. Этому будет способствовать стабилизация на рынке гос. облигаций и относительно высокие кредитные спреды. В среднесрочном периоде мы ожидаем продолжения роста доходностей, что будет оказывать давление на динамику портфеля.

Структура портфеля

- В июне произошло погашение облигаций BNDES 6.369% 06/16/18. Полученные средства были инвестированы в BM&FBovespa 5.5% 07/16/20. BM&FBovespa, которая сейчас называется B3 (Brasil Bolsa Balcão) – крупнейшая бразильская биржа, включающая в себя секции фондового рынка, деривативов, внебиржевого рынка, крупнейший в Бразилии депозитарий, клиринговую палату и ряд других направлений бизнеса. Биржа демонстрирует в последние годы рост операционных и финансовых показателей за счёт расширения видов операций и притока иностранного капитала на бразильский рынок. При этом B3 имеет высокую рентабельность, отрицательный долг и достаточно высокую стабильность финансовых показателей. Выручка в 2017 г. составила \$1,2 млрд., EBITDA \$914 млн. Рентабельность по EBITDA 67,7%. Облигации с рейтингом BB торгуются с доходностью 4,45% и дюрацией 1,8.
- Мы заменили короткие облигации VEB'18 на более длинный выпуск VEB'20. Облигации VEB 6.902% 07/09/20 торгуются с доходностью 4,6% при дюрации 1,8. Z-спред 184. Мы ожидаем сужение кредитного спреда до 130 б.п.
- В июне дюрация портфеля увеличилась с 2,40 до 2,43, за счет включения в портфель облигаций с погашением в 2020 г. Кредитное качество портфеля за месяц почти не изменилось. Доля облигаций инвестиционного уровня снизилась с 69% до 68%.

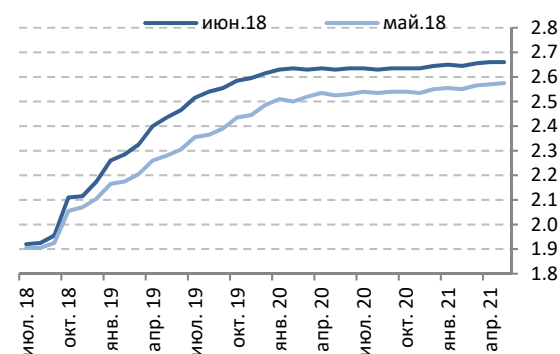
Ожидаемая доходность

- Ожидаемая доходность портфеля, при прочих равных условиях, составляет 4,2% годовых.

III. Макроэкономика

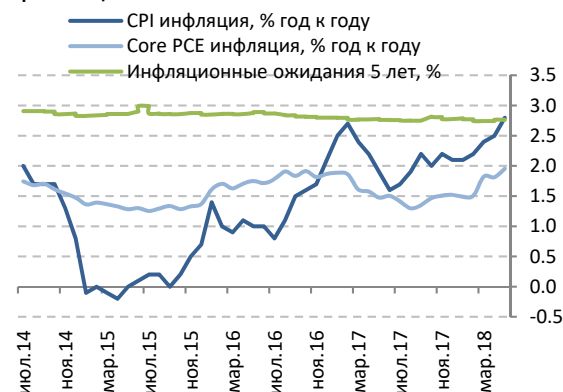
Соединенные Штаты Америки

Фьючерс на ставку Fed Fund



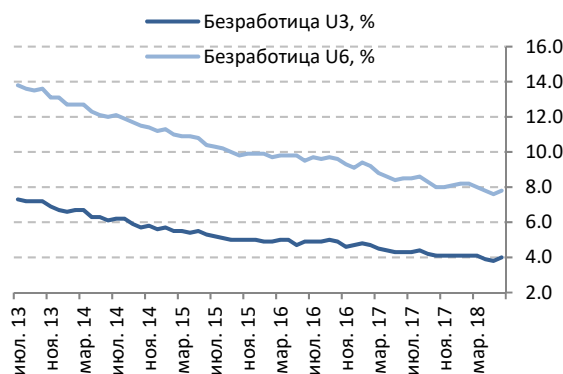
Источник: Bloomberg

Уровень цен в США



Источник: Бюро экономического анализа США, Bloomberg

Показатели рынка труда



Источник: Бюро трудовой статистики США

Президент США Трамп рассматривает возможность выхода из ВТО. Об этом сообщило издание Axios, что впоследствии было опровергнуто. Для реализации этого намерения понадобится согласие Конгресса, что будет едва ли возможно. Так или иначе, Трамп выразил мнение, что ВТО – та организация, которая помогает решать проблемы всего мира за счет США и это требует пересмотра.

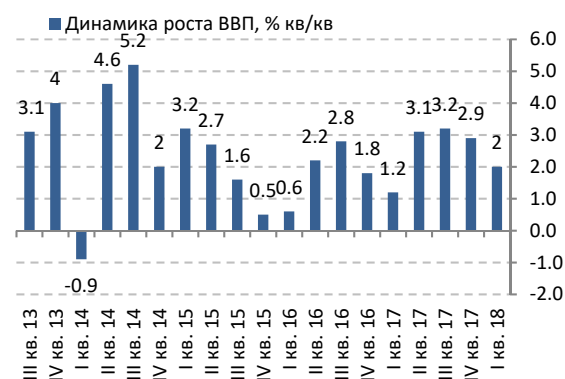
Президент США Трамп подвергся давлению на саммите G7. Союзники США использовали площадку G7 в канадском Квебеке для критики его действий в отношении торговых тарифов, выхода из Парижского соглашения по климату и «ядерной сделки» с Ираном. Помимо этого, удивление вызвало его заявление о необходимости присоединения России к «семерке». Трамп отказался от подписания итогового коммюнике встречи и покинул саммит до официального завершения, чтобы успеть на переговоры с лидером КНДР Ким Чен Ыном в Сингапур.

ФРС пересмотрела планы по повышению ключевой ставки в этом году с трех до четырех. Подобный вывод содержится в «dot plots», графике вероятной траектории ключевой процентной ставки, который был опубликован на последнем заседании, где был сохранен диапазон ключевой процентной ставки в диапазоне 1,75-2,00%, как и ожидалось. К такому решению теперь склоняются 8 из 13 голосующих членов комитета по операциям на открытом рынке, а не шесть после апрельского заседания. К этому подталкивает благоприятная ситуация в экономике и улучшение инфляционной картины, что следовало из сопроводительного комментария по итогам заседания.

Потребительская инфляция достигла максимума с марта 2012 года. Предпочитаемый ФРС показатель PCE в мае в годовом выражении повысился на 2,3%. Без учета цен на продукты питания и энергоносители (PCE Core) достиг целевого значения ФРС в 2%. Более популярный для оценки динамики цен индекс потребительских цен относительно мая прошлого года подскочил с 2,5% до 2,8% при консенсус-прогнозе в 2,7%. Рост CPI Core составил 2,2% после 2,1% в апреле, что соответствовало ожиданиям аналитиков. Рост инфляции не является сюрпризом, поскольку ранее монетарные власти США выразили готовность «терпеть» ее повышение выше целевого уровня в 2% в течение некоторого времени.

Безработица в США упала до 3,8%, минимума с 1969 года. Отчасти этому способствовало понижение доли участия трудоспособного населения страны в рабочей силе с 62,8% до 62,7%. В то же время количество рабочих мест в мае увеличилось на 223 тыс. Фактические данные оказались оптимистичнее прогнозов аналитиков, которые ожидали роста на 190 тыс. и сохранение безработицы на уровне в 3,9%. Средняя почасовая

Динамика роста ВВП, % квартал к кварталу



Источник: Бюро экономического анализа США

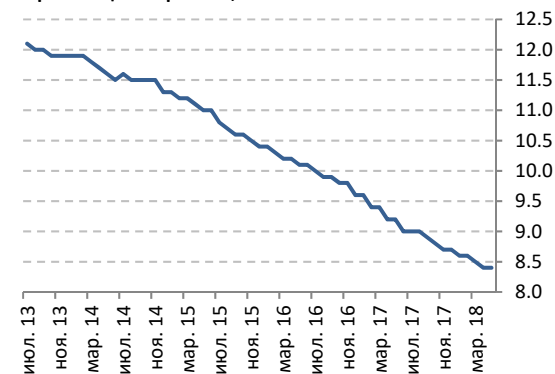
оплата труда повысилась на 2,7% г/г после 2,6% г/г месяцем ранее в рамках прогноза.

Окончательная оценка роста ВВП США в I квартале составила 2,0%. Предыдущая оценка составляла 2,2% и аналитики не предполагали ее пересмотра. Причиной ухудшения показателя стало понижение темпов роста потребительских расходов, которые в пересчете на годовые темпы повысились на 0,9%, а не на 1%, как сообщалось ранее. После роста на 4% в IV квартале 2007 года рост показателя оказался минимальным со II квартала 2013 г. Также более медленному росту ВВП способствовал чистый экспорт, который вместо позитивного вклада в 0,08 п. п. в ВВП вывел из него 0,04 п. п. Помимо этого был пересмотрен вниз вклад изменения товарных запасов – с +0,13 п. п до -0,01 п. п. Смягчило негативную переоценку ВВП улучшение оценки инвестиций в оборудование (темпы роста составили 5,8%, а не 5,5%) в интеллектуальную собственность (13,2%, а не 10,9%).

Дефицит бюджета США в мае достиг максимума с 2009 года. За первые восемь месяцев 2018 финансового года, который начался 1 октября 2017 г., показатель увеличился на 23% до \$532,2 млрд по сравнению с \$432,9 млрд за аналогичный период годом ранее. По оценкам Бюджетного управления Конгресса, в 2018 финансовом году дефицит бюджета США составит \$804 млрд вместо \$563 млрд, ожидавшихся в июне, в 2019 финансовом году – достигнет \$981 млрд вместо \$689 млрд.

Европейский Союз

Безработица в Еврозоне, %



Источник: Eurostat

Инфляция в Еврозоне, % год-к-году



Источник: Eurostat

Миграционный вопрос расколол ЕС и создал предпосылки для возникновения политического кризиса в Германии. После 15-тичасовых напряженных переговоров был достигнут консенсус в отношении решения проблем, связанных с мигрантами. Однако из-за отказа Италии от подписания договоренности не были опубликованы. В Германии министр внутренних дел Зеehoфер, представляющий блок ХСС потребовал вернуть всех беженцев, уже зарегистрированных в другой стране ЕС, что идет вразрез текущей политике, что поставило под угрозу сохранение правящей коалиции ХСС и ХДС Меркель и создало предпосылки проведения внеочередных выборов в Бундестаг.

Страны ЕС выступили против общего бюджета еврозоны с 2021 г. По информации FT, ряд стран высказали опасения по поводу «моральных рисков» и вопросов «фискальной нейтральности», возникающих при рассмотрении предложенного проекта.

Страны ЕС отреагировали на повышение США пошлин на сталь и алюминий. Аналогичные пошлины будут действовать на 200 категорий товаров из США общим объемом в €2,8 млрд., включая стальную и алюминиевую продукцию, сельскохозяйственные товары, продукты питания, а также сигареты, сигары, косметику, футболки, джинсы Levi Strauss, мотоциклы Harley-Davidson.

ЕЦБ сократит объем покупки активов с сентября с €30 млрд в месяц до €15 млрд и с декабря их полностью прекратит. Сценарий не будет изменен, в случае если и дальше будут поступать данные, которые подтверждают среднесрочный прогноз Управляющего совета по инфляции. В то же время политика реинвестирования

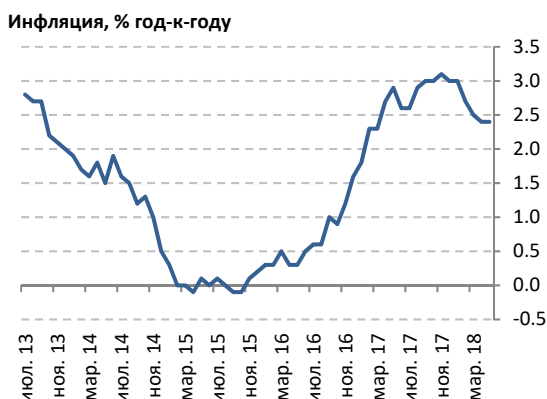
основных платежей от погашения облигаций будет продолжена пока это необходимо для поддержания благоприятных условий ликвидности и монетарного стимулирования. По итогам июньского заседания, ЕЦБ оставил процентную ставку по кредитам на нулевом уровне. Регулятор также сохранил ставку по депозитам на уровне минус 0,4% годовых. ЕЦБ просигнализировал, что ключевые ставки останутся на текущих уровнях как минимум до лета 2019 года.

Глава ЕЦБ Драги заявил, что регулятор не будет торопиться с повышением ключевой ставки. В своем выступлении на форуме ЕЦБ Драги отметил, что несмотря на то, что инфляция в еврозоне наконец набирает обороты, а основные экономические показатели сильны, рост неопределенности заставляет проявить терпение при определении сроков первого повышения ставок.

ЕЦБ собирается пойти по стопам ФРС и запустить программу Twist. На текущий момент все находится на уровне спекуляций, распространяемых через агентство Reuters. Twist предполагает использовать потоки от погашаемых краткосрочных облигаций для покупки «дальних» облигаций, что позволит поддержать рынок в условиях завершения программы количественного смягчения в конце года.

Инфляция в еврозоне достигла целевого уровня ЕЦБ в 2%. Согласно предварительным данным, потребительские цены в июне выросли на 2,0% в годовом выражении в рамках ожиданий, что в последний раз было зафиксировано в феврале 2017 года. В то же время без учета волатильных компонентов продуктов питания и энергоносителей рост составил 1,0% после 1,1% месяцем ранее. ЕЦБ повысил прогноз по инфляции на 2018 г. с 1,4% до 1,7%, на следующий год - также с 1,4% до 1,7%. В 2020 г., как ожидается, инфляция останется на уровне 1,7%. Прогноз по инфляции пересмотрен в основном в связи с ростом цен на нефть, уточнил Драги.

Великобритания



Источник: UK Office for National Statistics

Переговорщика от ЕС не устроил план Британии по границе с Ирландией. Мишеля Барнье усмотрел уловку в плане властей Великобритании, которые могли использовать предложение о специальном доступе на рынок ЕС для продукции из Северной Ирландии, чтобы обеспечить аналогичные условия для всех британских товаров. Ранее премьер Великобритании Тереза Мэй предложила предоставить Северной Ирландии совместный статус члена Великобритании и Евросоюза, чтобы страна могла свободно торговать с обоими, пытаясь выйти из тупика на переговорах по Brexit.

Главный экономист Банка Англии Холдейн неожиданно проголосовал за повышение процентной ставки на заседании регулятора. Таким образом в пользу этого сценария проголосовали трое из девяти членов комитета по монетарной политике, что удивило рынок, который предполагал распределение как два против семи. Монетарные власти также просигнализировали, что не будут рассматривать продажу купленных в кризис в рамках программы количественного смягчения бумаг до тех пор, пока ключевая ставка не достигнет

1,5% (по сравнению с 2% ранее). Согласно консенсус-прогнозу опрошенных Bloomberg экономистов, Банк Англии может решиться на повышение ключевой ставки в августе.

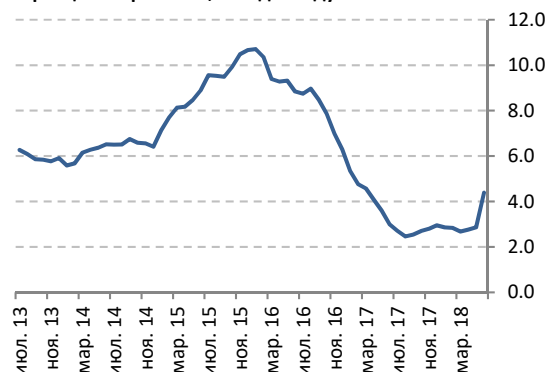
Рост реальных зарплат неожиданно замедлился. Средняя заработная плата без учета бонусов с февраля по апрель год к году выросла на 2,8%, после роста на 2,9% месяцем ранее. Замедление роста зарплат наблюдалось на фоне рекордно низкого с 1975 года уровня безработицы в 4,2%.

Инфляция осталась на минимуме за год. Вопреки росту цен на рынке энергоносителей в годовом выражении рост потребительских цен остался на минимальном с марта 2017 года уровне в 2,4%, тогда как аналитики рассчитывали на его повышение до 2,5%

Оценка роста ВВП за I квартал была улучшена до 0,2%. Ранее статистики сообщили о росте в 0,1%. Улучшение последовало после пересмотра динамики сектора услуг, который формирует четыре пятых интегрального показателя. Здесь темпы роста ускорились до максимума с ноября 2017 года, составив 0,3%. В то же время из-за неопределенности, связанной с Brexit, потребительские расходы выросли лишь на 0,2%, а инвестиции сократились на 0,4% (ранее сообщалось о снижении показателя на 0,2%).

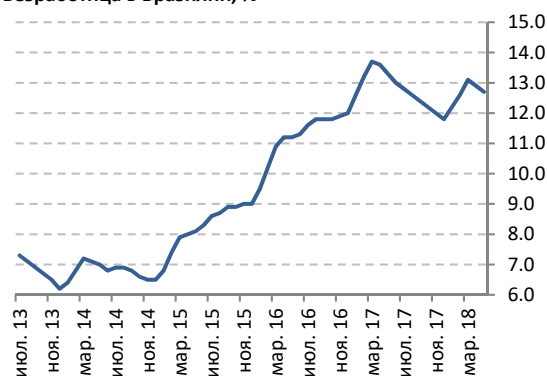
Латинская Америка

Инфляция в Бразилии, % год-к-году



Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Безработица в Бразилии, %



Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Бразилия

В Бразилии уступили общественности и готовы провести консультации в отношении высоких цен на бензин. Национальное агентство нефти, газа и биотоплива Бразилии провело общественные консультации относительно частоты изменения цен на топливо с 11 июня по 2 июля. Для смягчения градуса недовольства, которое вылилось в забастовки дальнобойщиков, парализовавших движение в стране на несколько дней, президент Бразилии Мишел Темер потребовал снижения цен на дизельное топливо, а глава государственной нефтяной компании Petrobras Педро Паренту подал в отставку.

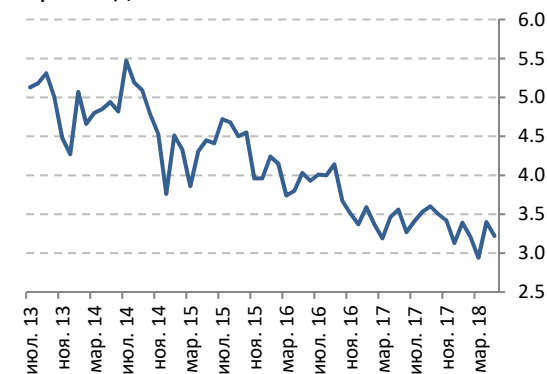
Банк Бразилии вновь оставил ключевую процентную ставку Selic без изменений на уровне в 6,50%. Решение совпало с ожиданиями рынка. В сопроводительном комментарии представители ЦБ подчеркнули, что забастовка водителей грузовиков добавила неопределенности к внешним условиям, которые также делают уязвимым экономический рост, что требует сохранения аккомодационной политики. Так, опросы ЦБ ведущих экономистов показывают, что рост ВВП в этом году составит не 2,5%, как ранее ожидалось, а 1,8%, а в следующем – 2,7% против предыдущей оценки в 3,0%. Подобные ожидания нивелируют инфляционные риски, невзирая на рост инфляции к пикам с января, и стало основанием для прогноза сохранения ставки Selic на уровне в 6,5% до конца года.

Инфляция вернулась к максимумам с января. В годовом выражении в мае рост потребительских цен ускорился с 2,76% до 2,86% при прогнозе аналитиков в 2,74%. Целевое значение ЦБ составляет 4,5% +/- 1,5%. Инфляционную картину ухудшило

повышение цен на транспортные услуги с 5,67% до 6,54%, в частности из-за роста цен на бензин (с 17,95% до 21,48%). Рост цен на топливо перечеркнул ослабление инфляционного давления по широкой категории товаров, хотя дефляция продуктов питания и напитков сократилась с -2,11% до -1,46%.

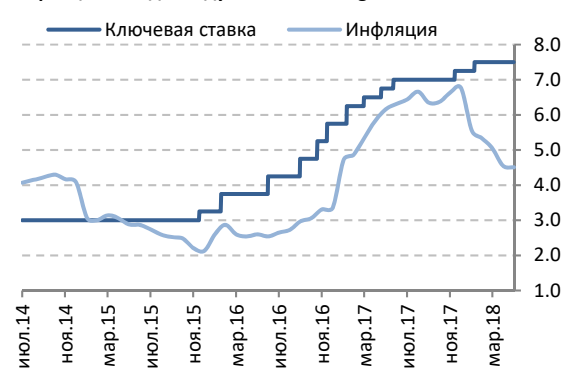
Объем промпроизводства оказался максимальным с апреля 2013 года. Рост показателя составил 8,9% относительно апреля прошлого года при прогнозе в 7,7%. За первые четыре месяца 2018 года объем промпроизводства вырос на 4,5%.

Безработица, %



Источник: INEGI

Инфляция % год-к-году, ставка overnight Банка Мексики, %



Источник: Banco de Mexico, INEGI

Мексика

На президентских выборах победу одержал Андрес Мануэль Лопес Обрадор. По итогам подсчетов 100% бюллетеней он набрал 53,17% голосов, опередив ближайшего конкурента лидера коалиции левых, Рикардо Анайя с 22,16% голосами. Возглавляемая Обрадором коалиция «Вместе мы сделаем историю» (партия «Морена», Партия труда и партия «Социальная встреча») получила от 307-312 кресел в нижней палате из 500 и 68-70 мест в верхней из 128. Для реализации обещанных кардинальных реформ в энергетике, образовании, телекоммуникациях Обрадору потребуется конституционное большинство, а именно 75% плюс одно место в конгрессе и одобрение в большинстве конгрессов штатов, что возможно при кооперации с разнородными группами проигравших парламентские выборы партий.

Мексика введет 20%-ную пошлину на свинину из США. Данный шаг должен сбалансировать ухудшение показателей во взаимной торговле после ввода Вашингтоном высоких пошлин на импорт стали и алюминия, в том числе из Мексики. В прошлом году Мексика импортировала почти 650 тыс. тонн свиных ножек и лопаток на сумму около \$1,07 млрд.

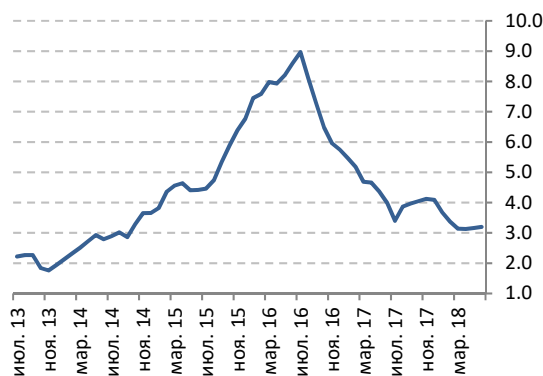
Рост потребительских цен замедлился слабее прогнозов. В годовом выражении в мае показатель сократился с 4,55% до 4,51%, минимум с декабря 2016 года, что оказалось выше консенсус-прогноза в 4,43%. Банк Мексики таргетирует уровень инфляции на уровне в диапазоне 2-4% и ожидает ее возвращение в этот диапазон в первом квартале 2019 года. Сокращению инфляционного давления способствовало снижение цен на продовольствие и напитки (4,73% г/г против 4,90% г/г месяцем ранее), что позволило компенсировать рост цен на топливо (с 9,12% г/г до 12,37% г/г). Стержневой показатель, который не учитывает изменение цен на продовольствие и топливо остался практически без изменений на уровне в 3,69% после 3,7% в апреле

Промпроизводство удержало достигнутые ранее максимальные за последний год темпы роста. В годовом выражении в мае показатель составил 3,8% после аналогичного роста месяцем ранее, что превысило ожидания рынка в 3,75%. За первые четыре месяца этого года промпроизводство возросло на 0,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Колумбия

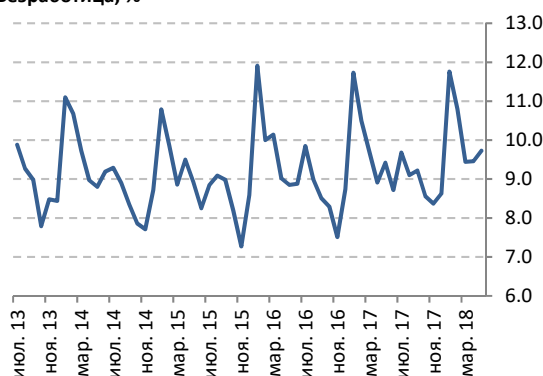
На президентских выборах победу одержал сторонник рынков и бизнеса, сторонник правых сил Иван Дукэ. Дукэ набрал 54,0%

Инфляция, % год-к-году



Источник: Banco Central de la Republica de Colombia

Безработица, %



Источник: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

Инфляция, % год-к-году



Источник: Instituto Nacional de Estadística

Безработица, %

голосов, тогда как кандидат от левых сил, бывший партизан, Густаво Петро – 41,8%. Таким образом большинство жителей Колумбии своими голосами фактически признали несостоятельность соглашения с повстанцами FARC, которое Дуке собирается изменить, что может привести к дестабилизации ситуации в регионе. Тем не менее для инициации этого потребуется референдум, поскольку соглашение защищено конституцией. В экономике Дуке рассчитывает сократить зависимость от нефти и газа и повысить конкуренцию в экономике, уменьшив барьеры для зарубежных инвестиций и понизив налоги.

Инфляция повысилась с минимума с сентября 2014 года. Рост потребительских цен в мае ускорился 3,13% г/г до 3,16% г/г, что почти соответствовал ожиданиям аналитиков в 3,15% г/г. По компонентам наблюдалась смешанная картина: рост цен на транспортные услуги с 3,73% до 3,93% был нивелирован замедлением темпов роста цен на услуги здравоохранения с 5,23% до 4,86%.

Банк Колумбии оставил ключевую процентную ставку без изменений на уровне в 4,25%. В сопроводительном комментарии регулятор отметил сохранение вялого роста экономики и неопределенности текущего восстановления в условиях возросших инфляционных рисков.

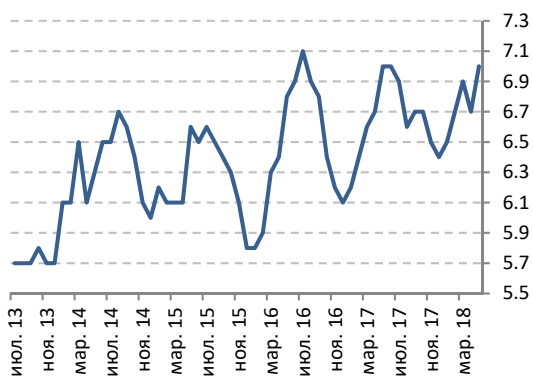
Промпроизводство резко выросло после спада месяцем ранее. Объем промышленного производства в апреле подскочил на 10,5% относительно апреля прошлого года после спада на 1,2% в марте и прогноза роста в 3,7%. Наилучшую динамику (из 39 групп) показала нефтепереработка (+8,8%), фармацевтика (+15,8%) и производство напитков (+13,7%).

Индекс экономической активности ISE отскочил от минимальных значений за последний год. Индикатор, который может служить ориентиром динамики ВВП, по итогам апреля ускорился с 0,5% до максимума за три месяца на уровне в 3,5%. Среднее значение показателя за всю историю наблюдений составляет 3,97%.

Чили

Банк Чили единогласно оставил процентную ставку без изменений на уровне в 2,5%, как и ожидало большинство экономистов. Регулятор отметил, что будет поддерживать стимулирующую политику до тех пор, пока инфляция не приблизится к целевому уровню в 3%. Рост цен на рынке энергоносителей и ослабление валют стран с развивающейся экономикой может оказать необходимую для этого поддержку. В частности, возросли инфляционные ожидания, которые указывают на рост инфляции с текущих 2% до 3% через год и ее стабилизацию на этом уровне через два года. В то же время полученные с последнего данные подтверждают устойчивое восстановление экономики, что получило отражение в пересмотре прогноза роста ВВП на этот и следующий год с 3,6% и 3,7% до 3,8% в обоих случаях.

Рост потребительских цен ускорился. Годовая инфляция в мае ускорилась с 1,9% до 2,0% благодаря ускорению роста цен на



Источник: Instituto Nacional de Estadística

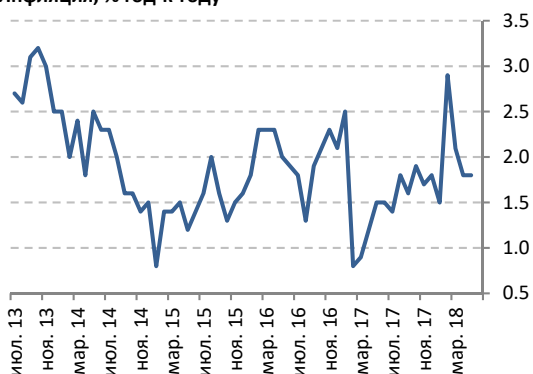
продукты питания и безалкогольные напитки (с 2,3% до 2,6%) и восстановления роста цен на транспортные услуги (на 0,5% после сокращения на 0,8%). Стержневой показатель в годовом сопоставлении остался без изменений на уровне в 1,7%.

Промышленность резко сбавила обороты. В годовом выражении темпы роста сократились более, чем вдвое с 7,6% в апреле до 3,6% в мае. Увеличение показателя оказалось минимальным с декабря. Основным фактором стало сокращение активности в обрабатывающей промышленности (рост на 1,8% после 12%), в то время как в сфере добычи полезных ископаемых ситуация осталась благоприятной (6,4% после 4,0%) за счет увеличения объемов добычи меди (6,4% после 5,6%).

Дефицит внешней торговли сократился, но экономисты ожидали выхода на существенный профицит. В мае показатель сократился с \$1,015 млрд. до \$679 млн, тогда как аналитики ожидали положительного сальдо в \$800 млн. Причиной стала недооценка импорта капитальных товаров (рост на 39,3% после 8,4%), что привело к повышению показателя импорта в целом на 25% относительно апреля. Рост экспорта составил меньшую величину в 14,9%. Поставки меди за рубеж выросли на 22,2% после роста на 32,4% месяцем ранее.

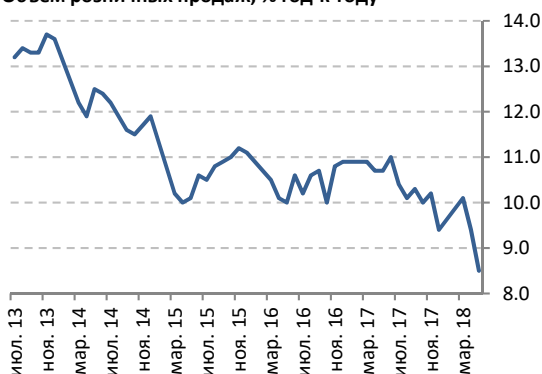
Азия

Инфляция, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

Объем розничных продаж, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

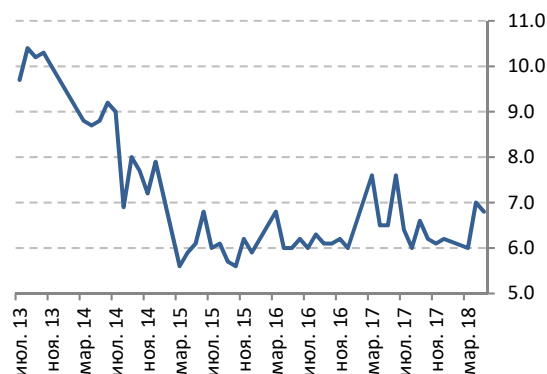
Промышленное производство, % год-к-году

Китай

Китай введет пошлины на 659 видов товаров из США на сумму около \$50 млрд. Первый шаг, дополнительные тарифы на 545 наименований товаров из США на сумму около \$34 млрд, в том числе на сельскохозяйственную продукцию, транспортные средства и морепродукты, вступит в силу 6 июля 2018 г. одновременно с повышением пошлин США на аналогичную величину. Дата введения дополнительных тарифов на остальные товары будет объявлена позже.

Китай ослабил юань до минимума за полгода, что может восприниматься как контрмера против повышения США пошлин на товары из КНР. Курс доллар/юань преодолел психологическую отметку в 6,6 юаней за доллар, подешевев по итогам июня на 3,2%. Глава ЦБ страны И Ган заявил, что для поддержки роста экономики, который может пострадать из-за односторонних действий США регулятор намерен активно задействовать инструменты денежной политики. Его слова прозвучали на фоне падения рынка акций, который обвалился до минимумов с лета 2016 года, что способствовало снижению капитализации с начала торгового конфликта более, чем на 800 млрд долларов. Слова И Гана не разошлись с делом: с 5 июля будет снижена норма обязательного резервирования для ряда банков будет снижена на 0,5 п. п., что высвободит для банков порядка \$108 млрд., вдобавок за счет механизма среднесрочного кредитования добавил ликвидности на сумму около \$62 млрд.

Китай планирует снижение импорта нефти из США. Данный шаг, также как и ослабление юаня, может рассматриваться в качестве контрмеры на повышение Вашингтоном пошлины на товары из США. По данным статистики Главного таможенного управления



Источник: National Bureau of Statistics of China

КНР, за I квартал 2018 г. объем импорта американской нефти в Китай составил 315 тыс. баррелей в сутки.

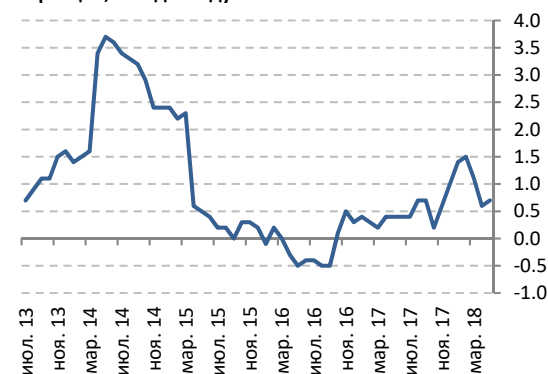
Китай смягчает ограничения на иностранные инвестиции. Власти КНР объявили о смягчении с 28 июля ограничений на иностранные инвестиции в ряд секторов, включая банковскую отрасль, автомобильный сектор, тяжелую промышленность и сельское хозяйство. Новый список вступит в силу 28 июля. Количество позиций в списке сократилось до 48 с 63 в предыдущей версии. Будет также отменено правило, согласно которому инвестиции нескольких зарубежных инвесторов в коммерческие банки не должны превышать 25%.

Китай ждет рекордное число корпоративных дефолтов. Подобный прогноз дает агентство Caixin. В общей сложности к концу этого года наступит срок погашения облигаций на сумму 5,68 трлн юаней. В 2019 г. наступит срок погашения бондов еще на 3,86 трлн юаней, в 2020 г. - на 3,66 трлн юаней.

Ключевая макростатистика указала на замедление экономики. На темпах роста стала сказываться кампания по сокращению задолженности местных органов власти и госкорпораций, а также усилия по ограничению теневого банковского сектора. Так, промышленное производство в мае выросло на 6,8% в годовом выражении после увеличения на 7% месяцем ранее, что оказалось хуже прогноза в 7,0%. В то же время розничные продажи резко сократились с 9,4% г/г до 8,5%, что разошлось с ожиданиями экономистов в 9,6%. Инвестиции в основной капитал за пять месяцев продолжили резкое замедление, составив минимальные с момента начала сбора статистики в 1999 году 6,1%. Рост за четыре месяца с начала года составил 7,0% относительно аналогичного периода за прошлый год.

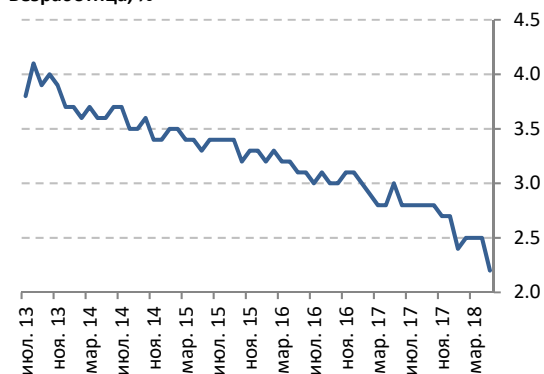
Производственная активность Китая замедлилась. Индекс менеджеров по закупкам Caixin/Markit в июне сократился с 51,1 п. до 51,0 п. Официальный PMI продемонстрировал замедление роста производства с 51,9 пункта в мае до 51,5 в июне. Опрос показал, что компании столкнулись с ростом затрат на производство и сокращением экспортных заказов на фоне торгового конфликта с США.

Инфляция, % год-к-году



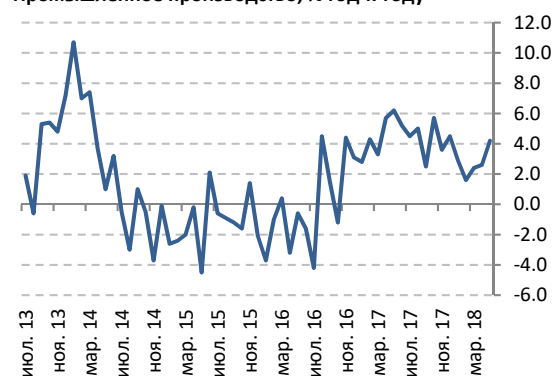
Источник: Economic and Social Research Institute Japan

Безработица, %



Источник: Ministry of Internal Affairs and Communications

Промышленное производство, % год-к-году



Источник: Ministry of Economy Trade and Industry Japan

Япония

Банк Японии оставил курс монетарной политики без изменений.

Итоги заседания ЦБ не преподнесли сюрпризов: процентная ставка по депозитам коммерческих банков была сохранена на уровне -0,1%. Целевая доходность 10-летних гособлигаций оставлена на уровне около 0%. Регулятор продолжит приобретать облигации на 80 трлн иен (\$726 млрд) в год. В то же время регулятор понизил прогноз инфляции и теперь ожидает базовый индекс потребительских цен в диапазоне от 0,5% до 1% по сравнению с около 1% ранее. На следующем заседании в июле будут представлены обновленные прогнозы инфляции и экономического роста.

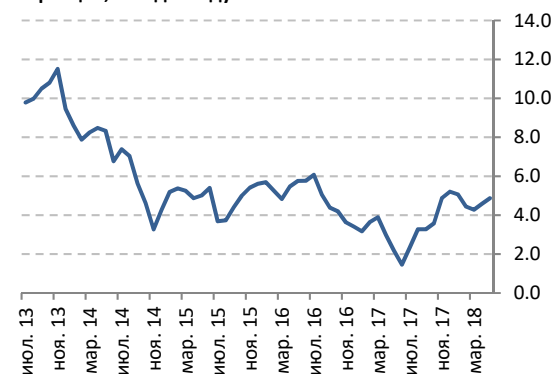
ЦБ Японии видит необходимость масштабных стимулов. В протоколе к июньскому заседанию указывалось, что регулятор должен «терпеливо продолжать» масштабное монетарное смягчение, но следует обратить внимание на потенциальные побочные эффекты длительного стимулирования. В то же время регулятор уже продолжительное время сокращает объем поддержки экономики. Так, в финансовом году, завершившемся в марте, ЦБ приобрел бонды менее чем на 50 трлн иен по сравнению с заявленной целью в 80 трлн иен в год. В частности, в июне ЦБ в ходе регулярных операций сократил покупки облигаций со сроком погашения от 3 до 5 лет с 330 млрд иен до 300 млрд иен.

Инфляция не подала признаки жизни. Потребительские цены без учета стоимости свежих продуктов питания в мае выросли на 0,7% в годовом выражении, как и в апреле. До этого наблюдалось снижение показателя в течение двух месяцев подряд.

Дефицит внешней торговли резко вырос из-за роста импорта. Объем импорта в мае подскочил на 14% на фоне увеличения ускорения роста закупок нефти, самолетов и лекарств, превысив прогноз аналитиков, которые ожидали роста на 8%. Стоимость экспорта в мае увеличилась на 8,1% в годовом выражении. Аналитики в среднем прогнозировали рост на 7,5%.

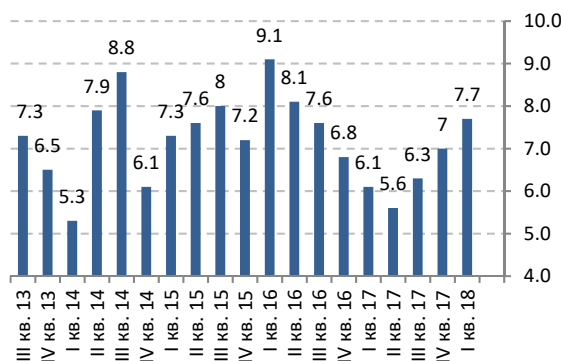
Безработица опустилась до минимума с 1992 года, однако розничным продажи это не помогло. Уровень безработицы с учетом сезонных колебаний в мае снизился до 2,2% с 2,5% в апреле, в то время как розничные продажи упали на 1,7% м/м при прогнозе сокращения на 0,8%. Улучшение ситуации на рынке труда способно привести к росту зарплат и помочь ЦБ в его стремлении разогнать инфляцию.

Инфляция, % год-к-году



Источник: India Central Statistical Organisation

Рост ВВП, % год-к-году



Источник: India Central Statistical Organisation

Россия

Динамика инфляции и ключевой ставки



Источник: Росстат

Индия

Индия ввела ответные пошлины на товары из США. Импортные пошлины составят от 7,5% до 60% и затронут товары из США в объеме \$241 млн., аналогичную величину импортные пошлины на сталь и алюминий со стороны администрации Трампа повлияли на экспорт из Индии в США.

Банк Индии повысил ключевую процентную ставку на фоне ускорения инфляции. Комитет по денежно-кредитной политике единогласно поднял ставку РЕПО на 25 базисных пунктов до 6,25%, что является первым увеличением ставки с января 2014 г., что прогнозировало почти половина опрошенных экономистов. Показатель обратного РЕПО также был увеличен на 25 базисных пунктов до 6%. Общая направленность монетарной политики остается нейтральной и предпринятые шаги нацелены на смягчение повышательных рисков инфляции ввиду роста цен на нефть и неопределенности на мировых финансовых рынках. Прогноз по инфляции был пересмотрен вверх: в этом финансовом году темпы роста цен могут ускориться до 4,8%-4,9% в первом полугодии, прежде чем опустятся до 4,7% во втором. Оценка ВВП на уровне в 7,4% была оставлена без изменений.

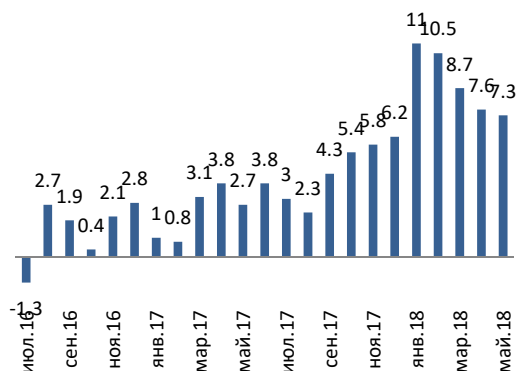
Инфляция продолжила ускорение и оказалась максимальной за четыре месяца. Рост потребительских цен в годовом выражении в мае составил 4,87% после роста на 4,58% в апреле, что примерно соответствовало консенсус-прогнозу в 4,83%. Более быстрому подъему цен способствовали рост цен продукты питания и напитки (3,37% после 3,00%), а также топливо и электричество (5,8% после 5,24%).

Ситуация в промышленности улучшилась, но в меньшей степени, чем ожидали экономисты. Увеличение выпуска в апреле составило 4,9% г/г после роста на 4,6% г/г в марте, что оказалось значительно ниже прогноза экспертов в 5,2%. Отчасти это было обусловлено снижением выработки коммунальным хозяйством с 5,9% г/г до 2,1% г/г, тогда как в обрабатывающей промышленности темпы роста выпуска ускорились с 4,7% г/г до 5,2% г/г.

Россия наполовину сократила вложения в казначейские облигации США и пригрозила ответными мерами в случае выхода США из ДРСМД. По словам замглавы МИД Рябкова, президент РФ Владимир Путин в отношении последнего высказался однозначно, если Вашингтон возьмет окончательный курс на разрушение договора о ликвидации ракет средней и малой дальности, Россия отреагирует мгновенно и зеркально. О дальнейшей эскалации напряженности свидетельствовало сокращение вдвое объема US Treasuries на сумму в \$47,5 млрд., что последовало после введения санкций против Русала. Действия России на долговом рынке США отчасти способствовали максимальному с января 2016 году объему продаж, что стало причиной роста доходностей 10-летних бумаг до 3% годовых.

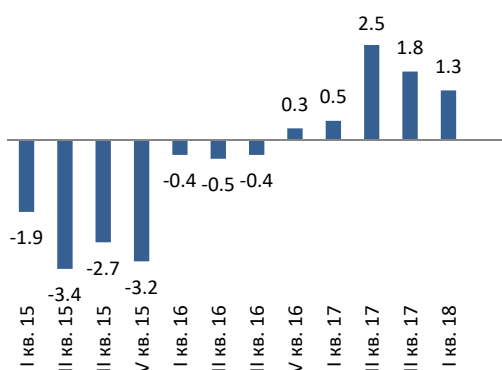
Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 7,25%. По итогам заседания 15 июня ЦБ второй раз подряд оставил параметры монетарной политики без изменений и подал сигнал,

Темп роста реальных зарплат, % год-к-году



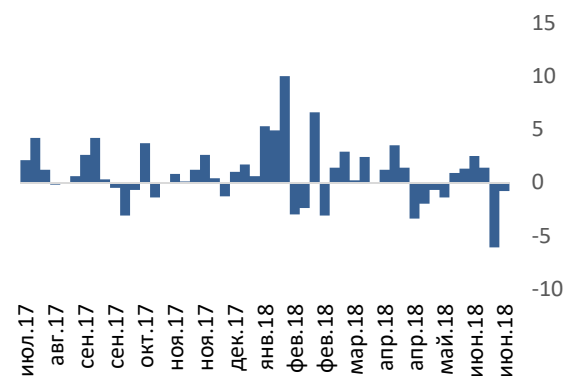
Источник: Росстат

Темп роста ВВП, % год-к-году



Источник: Росстат

Изменение международных резервов РФ, млрд. долл. США



Источник: ЦБ РФ

что возобновление цикла смягчения может наступить только в следующем году из-за смещения баланса рисков в сторону проинфляционных рисков. Причиной этому стало решение правительства повысить НДС с 18% до 20% с 2019 года, а также рост цен на бензин, который повысил инфляционные ожидания. В свете этих событий был пересмотрен вверх прогноз роста потребительских цен. Регулятор ожидает теперь годовую инфляцию на уровне 3,5–4% в конце 2018 года и ее краткосрочное повышение до 4–4,5% в 2019 году. Темпы роста потребительских цен вернуться к 4% в начале 2020 года. При этом налоговые изменения приведут к росту инфляции ориентировочно на 1 п. п. и частично скажутся на динамике показателя уже в этом году. Произшедшее в апреле ослабление рубля, по оценкам ЦБ, оказывает умеренное влияние на динамику инфляции и инфляционных ожиданий. Текущий уровень ключевой ставки в 7,25% близок к нейтральному и практически не оказывает сдерживающего влияния на динамику кредита, спроса и инфляции.

Глава ЦБ Набиуллина: оценка нейтральной ставки ЦБ ближе к 7%. События апреля-мая способствовали росту нейтральной оценки ближе к верхней границе заявленного ранее диапазона в 6-7%, что предполагает 1-2 шага до окончательного перехода нейтральным-денежно кредитным условиям.

Глава ЦБ Набиуллина не видит рисков в решении правительства повысить НДС. Проинфляционный эффект, по ее мнению, возможен уже в этом году, в 2019-м инфляция может краткосрочно выйти выше целевого уровня в 4% на 0,5 п. п., после чего вновь опустится ниже 4%. Для инвесторов это стало сигналом, что ЦБ берет длительную паузу в смягчении политики, что отразилось продажами на рынке ОФЗ.

Минфин готов выполнить план по внешним заимствованиям. Глава Минфина Антон Силуанов заявил, что его ведомство намерено до конца года привлечь сумму до \$3 млрд. и тем самым привлечь заложенную в бюджете сумму в \$6,968 млрд.

Доля иностранцев на рынке ОФЗ снизилась до 30,5%. За май по оценкам ЦБ доля нерезидентов сократилась на 1,8 п. п. До этого в апреле впервые с ноября 2017 года сократили вложения в госбумаги на 131 млрд руб. до 32,3%.

Минэкономразвития ухудшило прогноз роста ВВП. Согласно новому прогнозу социально-экономического развития, рост ВВП в 2018 году составит 1,9%, а не 2,1%, а в следующем – 1,4%, а не 2,2%. Фактором ослабления темпов роста станет повышение НДС с 18% до 20% с 2019 года. Повышение НДС окажет проинфляционный эффект в 1,2 п. п., из которых 0,2 п. п. в 2018 году. В итоге инфляция в этом году составит 2,9-3,1%, а не 2,8%, в следующем – 4,3%, а не 4,0%. Курс рубля в 2019-2020 гг. составит 63-64 руб. за доллар.

Банковский сектор. Объем корпоративных кредитов в мае с учетом валютной переоценки сократился на 0,5%, что привело к снижению темпов роста накопленным итогом за 12 месяцев с 6,2% до 5,7%. Ситуация в розничном кредитовании продолжилась оставаться благоприятной: объем портфеля кредитов с учетом валютной переоценки вырос на 2,0% м/м и на 18,1% накопленным

итогом за год (16,6% по итогам апреля). Доля просроченной задолженности по корпоративным кредитам сократилась с 6,9% до 6,8%, в то время как по розничным кредитам за счет роста выдачи новых кредитов – с 6,4% до 6,3%. Объем депозитов физических лиц с учетом валютной переоценки сократился на 0,2% м/м. Темпы роста показателя накопленным итогом за 12 месяцев сократились с 10,2% до 10,0%.

Турция

Уровень инфляции и процентных ставок в Турции



Источник: Государственный институт статистики Турции, ЦБ Турции

Президент Турции Эрдоган получил мандат для получения широких полномочий после двойной победы на президентских и парламентских выборах. Согласно последним данным ЦИК Реджеп Тайип Эрдоган набрал 52,5% голосов, тогда как его ближайший конкурент от основной оппозиционной «Народно-республиканской партии» Мухаррем Индже – 30,7% голосов избирателей. Перед выборами рейтинг президента стал сокращаться на фоне трений с ЕС и США, а также резкого ослабления лиры. После выборов инвесторы ждут какие из предвыборных лозунгов будут реализованы и действительно ли Эрдоган начнет напрямую курировать денежно-кредитную политику. Ранее лидер Турции напугал рынок призывом начать репатриацию средств из-за рубежа, что было воспринято как сигнал о предстоящем введении контроля за движением капитала, что ранее Эрдоган обещал не допустить.

Банк Турции продолжил «спасать» лиру, ужесточая параметры монетарной политики. Ключевая ставка недельного РЕПО была повышена сразу на 125 б. п. с 16,50% до 17,75%, что оказалось выше, чем все данные аналитиками прогнозы, поскольку в мае этот ориентир был повышен с 8% до 16,5%. Ставка кредитования овернайт была повышена на 275 б. п. до 19,25%, ставка депозитов овернайт – на 125 б. п. до 16,25%, ставка «окна ликвидности» - на 425 б. п. до 20,75%. При этом регулятор отметил, что готов пойти дальше поскольку уровень инфляции остается повышенным и будет поддерживать жесткую направленность политики пока не последует улучшения ее прогноза. Шаги ЦБ позволили приостановить ослабление лиры, которая за январь-май оказалась одним из главных аутсайдеров среди валют emerging markets.

Турция ввела ответные пошлины на товары из США. Анкара вводит повышенные пошлины на импорт 22 видов американских товаров на общую сумму \$300 млн – в такую сумму оценен ущерб от ввоза Вашингтоном повышенных пошлин на сталь и алюминий из ряда стран, включая Турцию.

Турция и Европейская ассоциация свободной торговли, в которую входят Исландия, Лихтенштейн, Норвегия и Швейцария, договорились расширить свое соглашение о свободной торговле. Пересмотренное соглашение будет охватывать торговлю услугами и электроникой и интеллектуальную собственность и может послужить моделью для обновления Таможенного союза с ЕС.

Инфляция ускорилась до максимума за шесть месяцев, повторил пик с февраля 2004 года. В годовом выражении темпы роста

потребительских цен в апреле увеличились с 10,85% до 12,15%. Стержневой показатель повысился с 12,24% до исторического пика в 12,64%. Наиболее заметный прирост цен пришелся на продукты питания, где цены ускорились с 8,81% г/г до 11,0% г/г

Экономика Турции ускорилась выше прогнозов. В I квартале темпы роста составили 7,4% после 7,3% в IV квартале 2017 года при прогнозе в 7,0%. Выросли как потребительские расходы с 6,6% до 11,0%, так и инвестиции с 6,0% до 9,7%, однако это произошло в основном за счет поддержания высоких темпов импорта (15,6% после 22,7%) на фоне резкого сокращения экспорта (0,5% после 9,3%).

IV. Календарь событий

Дата	Регион	Показатель	Отчётный период
02 июля 2017	Еврозона	Безработица	Май
02 июля 2017	Россия	ВВП г\г	1 квартал
03 июля 2017	Турция	Инфляция г\г	Июнь
03 июля 2017	Еврозона	Розничные продажи г\г	Май
03 июля 2017	Чили	Розничные продажи г\г	Май
05 июля 2017	США	Протоколы заседания Комитета по открытым рынкам	Июнь
06 июля 2017	Колумбия	Инфляция г\г	Июнь
06 июля 2017	Колумбия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Июнь
06 июля 2017	Чили	Инфляция г\г	Июнь
06 июля 2017	США	Торговый баланс	Май
06 июля 2017	США	Безработица	Июнь
06 июля 2017	Россия	Инфляция г\г	Июнь
06 июля 2017	Россия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Июнь
09 июля 2017	Чили	Торговый баланс	Июнь
09 июля 2017	Мексика	Инфляция г\г	Июнь
10 июля 2017	Китай	Инфляция г\г	Июнь
12 июля 2017	Индия	Инфляция г\г	Июнь
12 июля 2017	Бразилия	Розничные продажи г\г	Май
12 июля 2017	США	Инфляция г\г	Июнь
12 июля 2017	Россия	Торговый баланс	Май
12-15 июля 2017	Индия	Торговый баланс	Июнь
13 июля 2017	Колумбия	Розничные продажи г\г	Май
13 июля 2017	Китай	Торговый баланс	Июнь
16 июля 2017	Китай	ВВП г\г	2 квартал
16 июля 2017	Китай	Розничные продажи г\г	Июнь
16 июля 2017	Турция	Безработица	Апрель
18 июля 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Июнь
18 июля 2017	Еврозона	Инфляция г\г	Июнь
18 июля 2017	Россия	Безработица	Июнь
18 июля 2017	США	ФРС публикует Бежевую книгу	
19 июля 2017	Япония	Торговый баланс	Июнь
19 июля 2017	Колумбия	Торговый баланс	Май
25 июля 2017	Мексика	Розничные продажи г\г	Май
27 июля 2017	Мексика	Торговый баланс	Июнь
31 июля 2017	Япония	Безработица	Июнь
31 июля 2017	Китай	PMI в промышленности	Июль
31 июля 2017	Турция	Торговый баланс	Июнь
31 июля 2017	Еврозона	Безработица	Июнь
31 июля 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Июль
31 июля 2017	Чили	Безработица	Июнь

FinCastle

Россия, Москва, Причальный проезд, д. 8, к. 1

Тел/факс: +7(495) 151-11-32
E-mail: research@fincastle.ch

Аналитический департамент

Руководитель департамента:

Константин Куш
k.kusch@fincastle.ch

Аналитики:

Егор Колесников
e.kolesnikov@fincastle.ch

Алексей Тетюшин
a.tetyushin@fincastle.ch

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе, опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащиеся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако FinCastle не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.