



## Рублевый долговой рынок: текущее состояние и перспективы

16 сентября, 2013г.

### Влияние внешних факторов

**Либерализация рынка рублевых облигаций привела к росту влияния мировых рынков на конъюнктуру рынка ОФЗ и опосредованно на другие сегменты долгового рынка**

Либерализация рынка рублевых облигаций, в результате которой расчеты с российскими суверенными рублевыми облигациями с февраля т.г. (а региональные с конца мая т.г.) можно осуществлять через международные клиринговые системы (Clearstream Euroclear), привела к тому, что влияние внешних факторов, в первую очередь, на конъюнктуру рынка ОФЗ, а затем (через них) и на остальные сегменты рублевого долгового рынка существенно увеличилось в 2013г.

Намеки со стороны ФРС о возможности начала сворачивания программы QE3 уже в текущем году и дальнейшие многочисленные выступления главы и других представителей ФРС США о необходимости получения подтверждения устойчивости роста американской экономики - были основными факторами разнонаправленной динамики и высокой волатильности на всех мировых финансовых рынках в течение последних 3-4 месяцев. Негативное влияние было оказано на рынок облигаций США, где доходность 10-и летней UST выросла к середине лета более чем на 100 б.п. со своих минимальных значений до 2,6% годовых, а в настоящее время доходность облигаций составляет порядка 2,90-2,95% годовых. Существенный отток средств наблюдался со всех развивающихся рынков, в т.ч. с российского фондового и долгового рынков. Так, по данным Emerging Portfolio Fund Research, отток капитала из фондов, ориентированных на акции российских эмитентов, за неделю с 29 августа по 4 сентября т.г. составил \$298 млн., а с начала года общий объем оттока составил \$2,3 млрд. На рынке государственных облигаций, по данным ЦБ РФ, за август иностранцы сократили объем инвестиций в ОФЗ на 120 млрд. руб. — до 810 млрд. руб. (максимальный объем нерезидентов оценивался на уровне порядка 1,1-1,2 трлн. руб.). К концу текущего года тенденция к выходу иностранных инвесторов из российских бумаг обычно усиливается - инвестбанки фиксируют прибыль.

Доходность 10-ти летних UST vs ОФЗ26211(01/2023г.) в январе – сентябре 2013г., % годовых



**Стабильный уровень цен на нефть и ее рост на фоне обострения конфликтов на Ближнем Востоке – один из главных факторов поддержки российских финансовых рынков**

Вместе с тем, предстоящее 17-18 сентября заседание Комитета по открытым рынкам (FOMC) может стать решающим для определения дальнейших действий ФРС США. Мы не исключаем, что в случае объявления о возможных сроках и объемах сокращения выкупа активов, рынок не будет реагировать на это слишком негативно, т.к. фактически это решение уже заложено в ценах, а любая определенность всегда лучше, чем неопределенность.

Периодические обострения конфликтов на Ближнем Востоке, в т.ч. и последняя угроза со стороны США нанести авиационные удары по Сирии, обуславливают сохранение относительно высоких цен на нефть в текущем году: в пределах 100-110 \$/баррель по марке Brent. При этом в отдельные дни цена нефти марки Brent превышала 115 \$/баррель. Нельзя не отметить, что, наряду с геополитической напряженностью, поддержкой высоких цен на углеводородное сырье остается сохранение относительно высокого спроса в США, в Европе, со стороны Китая. Принимая во внимание приближение нового отопительного сезона, можно ожидать сохранения цен на нефть как минимуму в прежнем диапазоне (в случае мирного разрешения ситуации в Сирии). Таким образом, стабильный уровень цен на нефть и ее рост на фоне обострения конфликтов на Ближнем Востоке – один из главных факторов поддержки российских финансовых рынков, в первую очередь, на валютном рынке.

**Цена нефти Brent, долл. США / баррель**



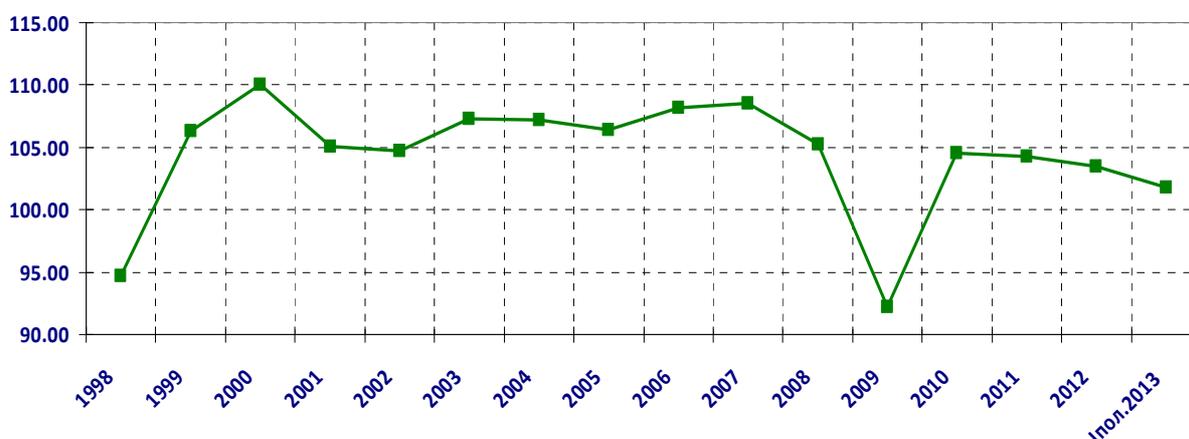
### Влияние внутренних факторов

**Ухудшение экономической ситуации в России может стать одним из факторов негативного влияния на финансовые рынки в целом и на долговой рынок в частности.**

Ухудшение экономической ситуации в России может стать одним из факторов негативного влияния на финансовые рынки в целом и на долговой рынок в частности. По итогам первого полугодия 2013 г. рост ВВП составил 1,4% к началу году и 1,8% к середине 2013г., что стало существенно худшим показателем, чем первоначально ожидало Минэкономразвития и было зафиксировано по итогам аналогичного периода прошлого года (4,5%). Очевидно, что такой результат может стать причиной снижения прогноза роста ВВП по итогам всего года, который в настоящее время оценивается на уровне 2,8%. Вместе с тем,

ускорение роста экономики во втором полугодии может обеспечено низкой базой второй половины прошлого года и хорошим урожаем в текущем году по сравнению с 2012 годом. Кроме того, как показали результаты июля т.г., положительное влияние на динамику ВВП оказало возобновление роста инвестиционной активности, связанное с ростом в строительстве, а также сохранение роста потребления, в том числе за счет восстановления положительной динамики платных услуг населению. Со стороны производства усиливается положительный эффект, связанный с динамикой сельского хозяйства, при этом основное отрицательное влияние на общеэкономическую динамику оказало снижение промышленного производства.

**Индекс физического объема ВВП (в % год к году)**



**Высокий уровень инфляционных ожиданий пока не позволяет Банку России снизить уровень ставки рефинансирования**

**С 16 сентября 2013г. Банк России вводит новую «ключевую» ставку для операций с банками и меняет роль ставки рефинансирования**

Несмотря на ухудшение экономической ситуации в стране и ожидания многих представителей, как участников финансовых рынков, так и предприятий реальной экономики, Банк России сохраняет с сентября 2012г. ключевую ставку рефинансирования на прежнем уровне 8,25%.

На своем заседании 13 сентября 2013 г. Совет директоров Банка России в рамках перехода к режиму таргетирования инфляции принял решение о реализации комплекса мер по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики. Данные меры включают:

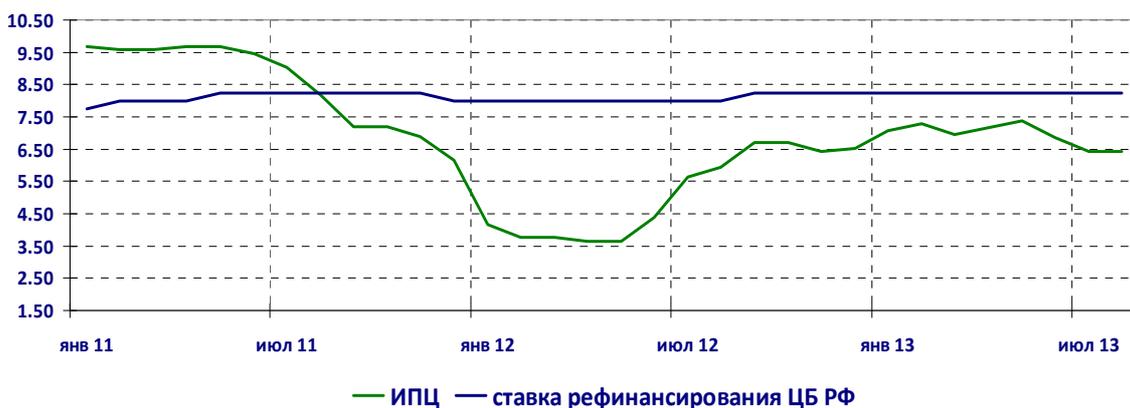
- 1) введение ключевой ставки Банка России путем унификации процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя;
- 2) формирование коридора процентных ставок Банка России и оптимизацию системы инструментов по регулированию ликвидности банковского сектора;
- 3) изменение роли ставки рефинансирования в системе инструментов Банка России.

Указанные мероприятия позволят по мнению Банка России повысить прозрачность денежно-кредитной политики и улучшить ее понимание субъектами экономики, что будет способствовать усилению действенности процентного и информационного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и достижению конечной цели по обеспечению ценовой стабильности.

Банк России объявил ключевой ставкой денежно-кредитной политики процентную ставку по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя (5,50 процента

годовых на 13 сентября 2013 года). Банк России намерен использовать ключевую ставку в качестве основного индикатора направленности денежно-кредитной политики, что по мнению Банка будет способствовать улучшению понимания субъектами экономики принимаемых Банком России решений. К 1 января 2016 года Банк России скорректирует ставку рефинансирования до уровня ключевой ставки. До указанной даты ставка рефинансирования будет иметь второстепенное значение.

**Изменение индекса потребительских цен (в % год к году) vs ставка рефинансирования ЦБ РФ**



**Дальнейшее ослабление рубля не выгодно ни рублевому долговому рынку, ни экономике стране в целом**

К началу сентября т.г. ослабление рубля к доллару достигало 10,2%, что достаточно существенно, но гораздо ниже, чем во многих развивающихся рынках. Основной причиной такой динамики российского рубля, несмотря на сохранение высоких цен на нефть, является продолжающийся высокий отток капитала из страны. Если в 2012 году, по оценке ЦБ, чистый отток капитала из России замедлился до \$54,1 млрд. с \$80,5 млрд. годом ранее. То на 2013 г. Банк России прогнозирует отток капитала из РФ в \$67 млрд., в 2014 году – в \$30 млрд. по базовому сценарию, в 2015 году – в \$15 млрд., в 2016 году – \$5 млрд. Прогноз ЦБ РФ на текущий год чуть оптимистичнее ожиданий Минэкономразвития. Министерство в конце августа ухудшило прогноз-2013 по чистому оттоку капитала из РФ более чем вдвое - до \$5 млрд.. На 2014 год прогнозы обоих ведомств совпадают и более оптимистичны, чем на текущий, что может положительно сказаться на стабилизации курса рубля.

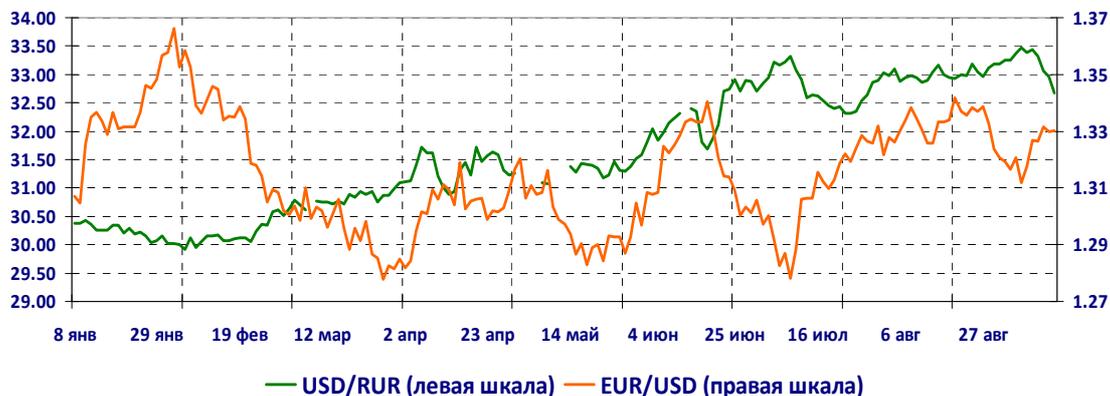
Необходимость регулярных интервенций на валютном рынке со стороны Банка России определило дальнейшее расширение и повышение границ коридора бивалютной корзины. С начала 2013г. было проведено уже 15 изменений. Нижняя граница была повышена с 31,65 до 32,25 руб., а верхняя граница с 38,65 до 39,25 руб.

На второй неделе сентября наблюдалось резкое укрепление рубля к доллару (снижение с начала года сократилось до 7,6%), что могло стать результатом повышения интереса к нашей валюте после прошедшего в Санкт-Петербурге саммита G20, усиления роли России в урегулировании ситуации в Сирии, высокий спрос (более чем втрое превысивший предложение) на суверенные еврооблигации РФ и дальнейший рост на фондовом рынке и рынке ОФЗ.

Вместе с тем, очевидно, что дальнейшее ослабление рубля не выгодно ни рублевому долговому рынку (где существенно снижается спрос со стороны инвесторов - нерезидентов), ни экономике стране в целом (где

также может снизиться интерес иностранных инвесторов к вложениям в российскую экономику, уменьшиться потребление со стороны населения).

**Динамика курса рубля и евро к доллару США в 2013г.**



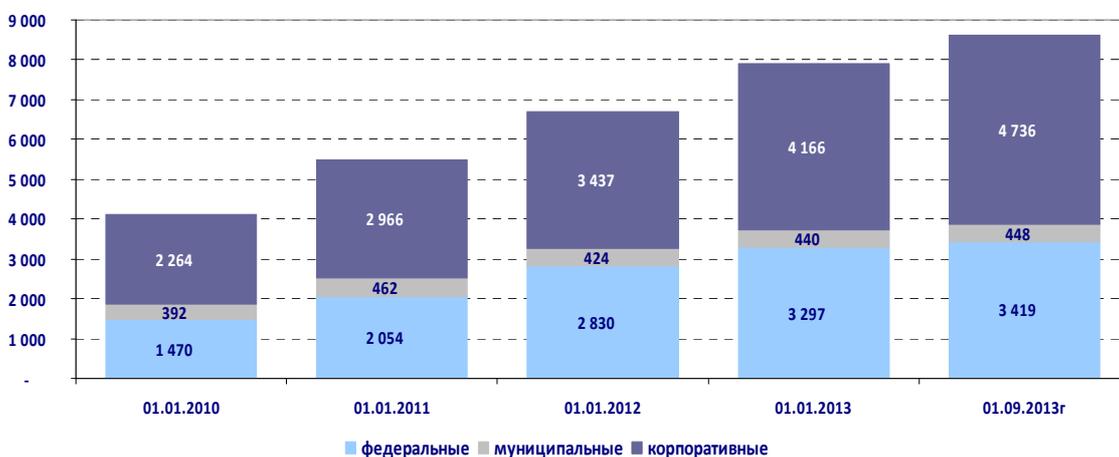
**Рынок рублевых облигаций**

Рост рынка рублевых облигаций составил около 8,9%, но в годовом исчислении сохранил свои средние темпы последних лет на уровне порядка 20%

По состоянию на 1 сентября 2013г. объем рынка рублевых облигаций в обращении составил более 8 603,4 млрд. руб. по номинальной стоимости. Рост с начала года составил 8,9%, к 1 сентября 2012г. – порядка 20% (что сопоставимо с показателем прошлого года, составившего 18,1%).

Рынок ОФЗ вырос с начала года на 3,7% (+15% год к году) и составил более 3 419,4 млрд. руб. Доля федеральных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций составила на начало сентября 39,7% против 41,7% на начало года, что связано с неблагоприятной конъюнктурой, наблюдаемой в течение текущих 8 месяцев и отсутствием спроса на долгосрочные бумаги, которые предлагал Минфин РФ.

**Объем рынка рублевых облигаций, млрд. руб.**



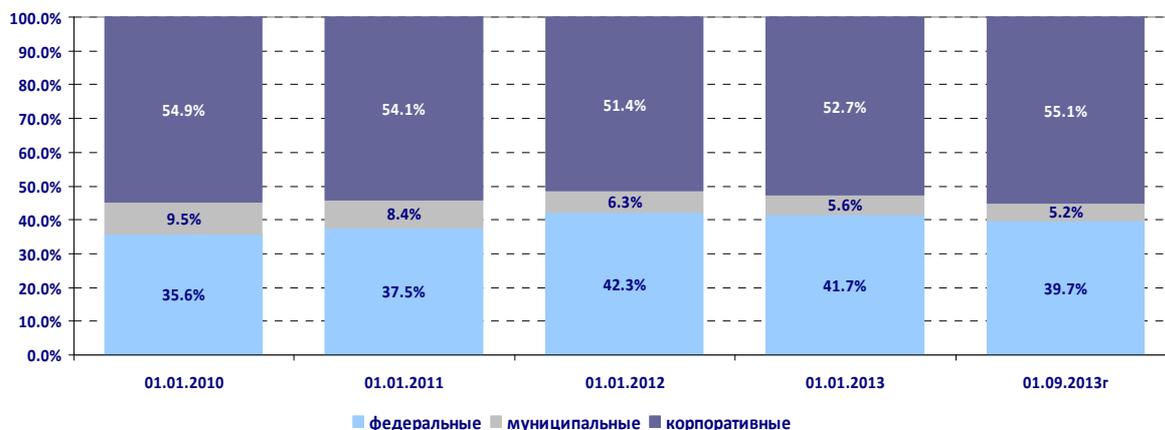
**Рост активности субъектов РФ на облигационном рынке традиционно ожидаем в 4-м квартале каждого года**

Рынок муниципальных облигаций вырос с начала года на 1,9% (+10% к сентябрю 2012г.) и составил более 447,8 млрд. рублей. Доля муниципальных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций составила на начало сентября т.г. 5,2% против 5,6% на начало 2013 года, что связано с относительно низким количеством эмитентов – субъектов РФ, которые используют для финансирования инструменты публичного долга. В тоже время регионы традиционно активизируют свою деятельность по размещению новых выпусков в 4-м квартале каждого года для покрытия дефицита бюджета.

**Корпоративные заемщики – лидеры на облигационном рынке: с наиболее высокими темпами роста и с долей более 55%**

Рынок корпоративных облигаций вырос с начала года на 13,7% (+25% к сентябрю 2012г.) и составил более 4 736,2 млрд. рублей. Доля корпоративных облигаций в общем объеме рынка рублевых облигаций достигла своих исторических максимумов и составила на начало сентября т.г. 55,1% против 52,7% на начало 2013 года. Это связано, по нашему мнению, с относительно высоким количеством эмитентов, которые имеют приемлемого уровня рейтинги от международных кредитных агентств и предлагают рынку относительно «короткие» (от 1 года до 3-х лет) облигации с относительно высокими ставками относительно федеральных и муниципальных облигаций.

**Структура рынка рублевых облигаций, %**



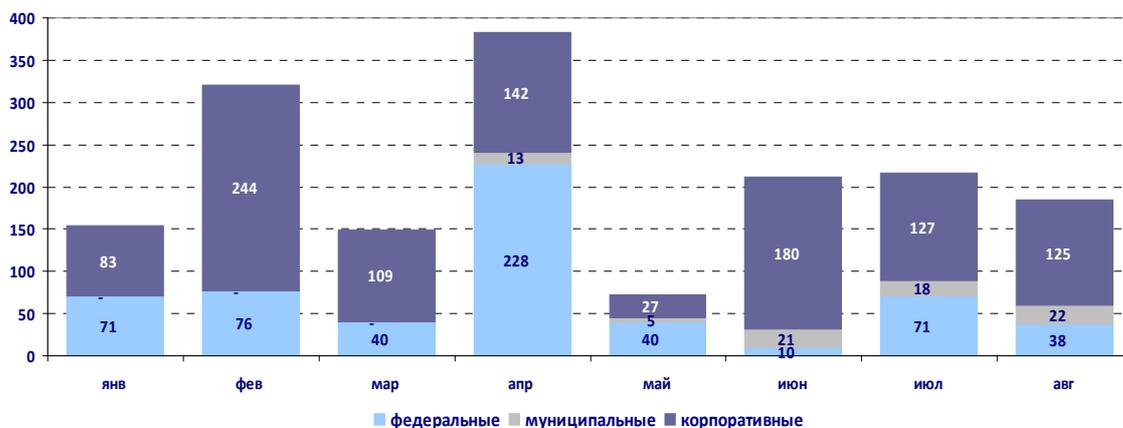
Совокупный объем размещений рублевых облигаций на первичном рынке по итогам января - августа 2013г. составил более 1 693 млрд. руб., что на 56,1% больше чем за восемь первых месяцев предыдущего года. В 2012 г. совокупный объем размещения составил более 2 135 млрд. руб.

**За первые 3 кв. 2013г. Минфин РФ смог разместить только 65% от запланированной суммы из-за плохой конъюнктуры рынка в отдельные периоды**

На рынке ОФЗ объем размещений составил 576 млрд. руб., что на 33,6% выше объема за аналогичный период предыдущего года. В тоже время достигнутый результат был на 34,3% ниже уровня запланированного на 3 квартала 2013г. объема размещения Минфином РФ (875,603 млрд.). Основной причиной отставание от плана отсутствие спроса со стороны инвесторов на долгосрочные выпуски во время неблагоприятной конъюнктуры. Так, например, в мае не состоялся один аукцион, а остальные проходили при низком спросе, в июне удачно прошел единственный (по трехлетним облигациям) из двух проведенных аукционов. Самым удачным стал июль текущего года, когда общий объем

размещения составил более 228 млрд. руб. или 40% от общего объема размещения с начала года. В тоже время, нельзя не отметить, что ситуация на рынке может измениться очень быстро и разнонаправлено. Так, например, 28 августа Минфин РФ не смог разместить ни одной бумаги выпуска 26211 с погашением в январе 2023г., а 11 сентября спрос на эти облигации в 4 раза превысил предложение, которое было удовлетворено эмитентом полностью. Для выполнения плана до конца сентября Минфину РФ необходимо разместить облигаций еще почти на 280 млрд. руб.

**Объем первичного размещения рублевых облигаций в 2013г., млрд. руб.**

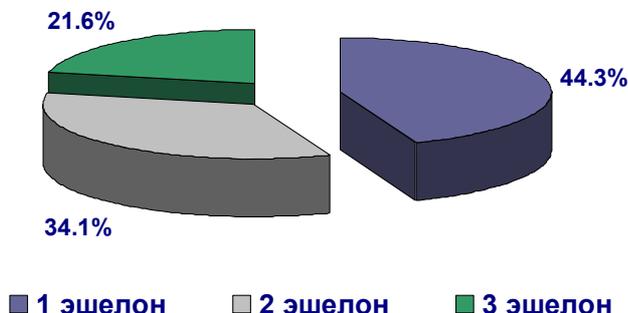


Субъекты РФ разместили за январь – август 2013г. облигаций на общую сумму порядка 79 млрд. руб., что почти в два раза выше показателя за аналогичный период прошлого года, но на 35,6% ниже объема размещений за весь 2012г.

**Объем размещений корпоративных облигаций почти на 72% выше уровня за аналогичный период прошлого года. Широкий круг качественных эмитентов и относительно небольшие сроки заимствования позволят показать очередной рекорд по итогам текущего года в целом**

На рынке корпоративных облигаций объем первичных размещений в январе – августе 2013г. составил более 1 038 млрд. руб., что на 72% выше показателя за аналогичный период прошлого года и всего на 15% ниже объема за весь 2012г. При этом порядка 37% пришлось на классические облигации, а остальной объем – на биржевые облигации, которые стали гораздо привлекательнее после изменения в законодательстве (возможность увеличения срока, внебиржевые сделки, начало вторичных торгов в день размещения и т.д.). В феврале 2013г. объем первичных размещений превысил 244 млрд. руб., что стало вторым показателем за месяц за всю историю рынка (максимальный объем размещения был зафиксирован в октябре 2012г. – около 285,5 млрд. руб.). Вторым месяцем по объему размещений был июнь текущего года, однако примерно половина из них носила «нерыночный» характер. В июле – августе т.г. активность на первичном рынке сохранилась на относительно высоком уровне – ежемесячный объем продаж – порядка 125-127 млрд. руб. Надо отметить, что в отличие от долгосрочных ОФЗ у более чем 54% размещенных облигаций срок обращения составлял до трех лет (в т.ч. около 20% - до 1 года). При этом более 44% от объема размещения корпоративных облигаций пришлось на облигации 1 эшелона (наиболее качественных заемщиков). Еще порядка 34% в общем объеме размещения корпоративных облигаций занимали бумаги компаний 2-го эшелона.

**Структура первичного размещения корпоративных облигаций в 2013г. по эшелонам**

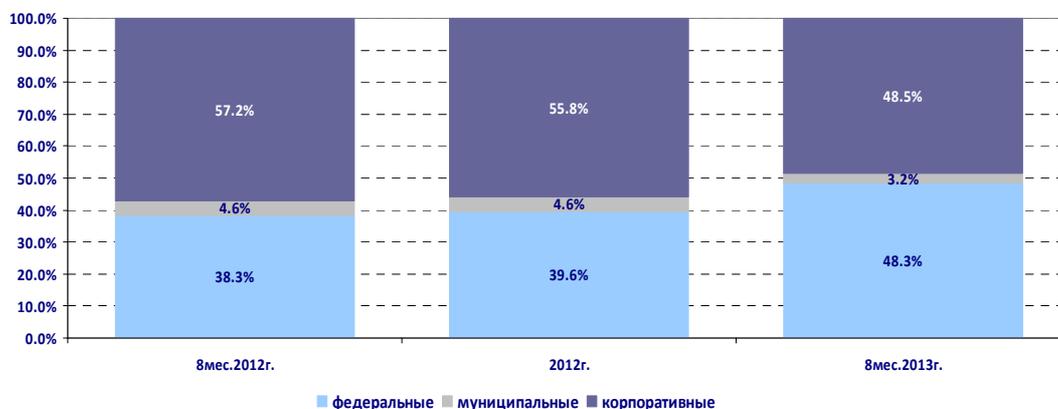


Суммарный биржевой объем сделок с рублевыми облигациями в январе – августе 2013г. превысил 8,94 трлн. руб., что на 56% больше показателя за аналогичный период прошлого года и всего на 17% ниже показателя за весь 2012г.

**Либерализация рублевого долгового рынка стала причиной стремительного роста объема операций с ОФЗ на вторичном рынке в результате активных действий инвесторов – нерезидентов по наращиванию и продаже своих портфелей в отдельные периоды года**

Столь высокие результаты обусловлены стремительным ростом объема вторичных торгов с ОФЗ, который удвоился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил более 4,32 трлн. руб. Объем торгов с ОФЗ за 9 месяцев текущего года уже превысил на 1,3% показатель за 2012г. в целом. В суммарном объеме доля операций с ОФЗ выросла до 48,3% (с 38,3% годом ранее) и практически сравнялась с долей корпоративных облигаций, которая снизилась до 48,5% в текущем году по сравнению с 57,2% по итогам 8 месяцев прошлого года. Очевидно, что рост активности на вторичном рынке стал результатом либерализации рынка ОФЗ. Активные действия нерезидентов по наращиванию своих портфелей наблюдались в начале текущего года, и еще более активные действия по их продаже в июне т.г.

**Структура биржевых вторичных торгов рублевыми облигациями в 2012- 2013г., %**

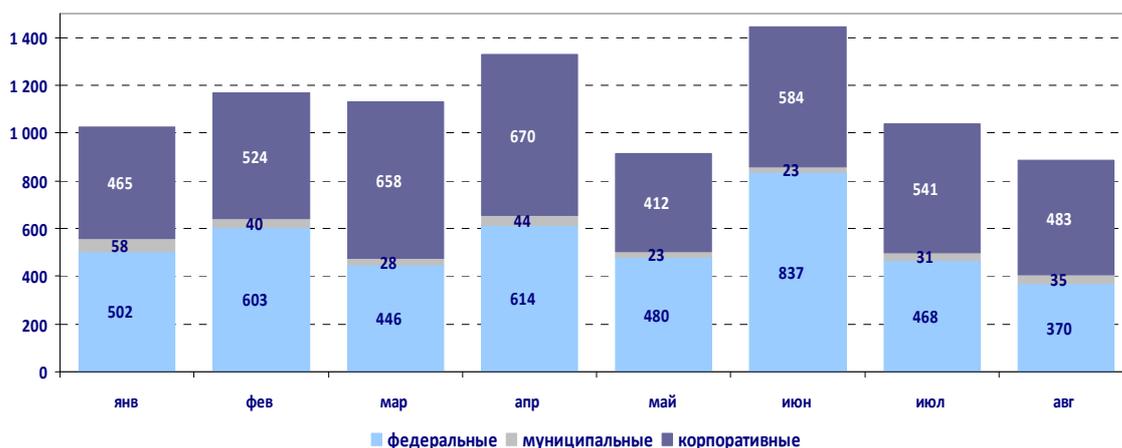


На фоне резкого роста активности в других сегментах рынка малоактивные торги с муниципальными облигациями существенно снижают их долю на вторичном рынке. Муниципальные облигации покупают и держат преимущественно «до погашения»

Объем сделок с муниципальными облигациями в январе – августе 2013г. составил порядка 282 млрд. руб., что на 8% выше показателя за аналогичный период прошлого года и на 43% меньше показателя за весь 2012г. Доля в суммарном обороте снизилась до 3,2% против 4,6% по итогам прошлого года. Относительно низкий оборот на вторичном рынке обусловлен небольшим общим объемом облигаций в обращении и преимущественно инвестиционный характер их покупки (т.е. купить до погашения) со стороны инвесторов (таких как УК, банки).

Объем сделок с корпоративными облигациями в январе – августе 2013г. вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 32,5% и составил около 4,339 трлн. руб. За весь 2012г. корпоративными облигациями наторговали на ФБ ММВБ на сумму более 6 трлн. руб. Рост объема сделок в текущем году наблюдался до мая, в июле и августе мы видим спад, что очевидно связано с разгаром летних отпусков, приходящихся обычно на эти месяцы.

Объем биржевых вторичных торгов рублевыми облигациями в 2013г., млрд. руб.



Высокая волатильность наблюдалась в долгосрочных выпусках ОФЗ, «короткий» сектор был относительно стабилен

В течение января – сентября 2013 г. единой тенденции в движении процентных ставок на рынке рублевых облигаций не наблюдалось на фоне изменения конъюнктуры на мировых финансовых рынках. Относительно стабильное состояние в начале года в мае – июне сменилось резким ростом процентных ставок. Особенно высокая волатильность наблюдалась в долгосрочных выпусках ОФЗ с дюрацией от 5 лет и больше: рост доходности составлял в пределах 1,5-2,0 п.п. (изменение цен составляло до 10-12 п.п.). Столь существенные колебания цен и доходности объясняется, прежде всего, наличием большой доли иностранных инвесторов на «долгосрочном» конце кривой. В тоже время на более «коротком» участке кривой ОФЗ ситуация была более спокойной: движение ставок не превышало 0,25-0,5 п.п. Так, после снижения в начале года средней доходности годовых государственных облигаций до 5,2-5,5% годовых, в дальнейшем их доходность колебалась в узком диапазоне (+/- 0,15-0,25 п.п.) вокруг отметки в 6% годовых.

Средняя доходность ОФЗ с различной дюрацией в 2013г., % годовых



**Волатильность в муниципальном и корпоративном сегментах рублевого облигационного рынка гораздо ниже, но риск потери ликвидности при неблагоприятной ситуации очень велики**

Если посмотреть на среднюю динамику доходности муниципальных и корпоративных облигаций, то нельзя не отметить, что волатильность в этих сегментах рублевого облигационного рынка гораздо ниже, чем в сегменте государственных облигаций. Хотя надо признать, что в критические моменты неблагоприятной ситуации рынок муниципальных и корпоративных облигаций практически теряет свою ликвидность, т.е. продать облигации, снизив как на рынке ОФЗ цену, практически не возможно.

«Cbonds» индексы средневзвешенной эффективной доходности в 2013г., % годовых



**Спрэд к ОФЗ муниципальных облигаций составляет порядка 150-220 б.п., корпоративных облигаций 1-го эшелона 120-140 б.п.**

В настоящее время большая часть муниципальных облигаций торгуется на вторичном рынке со спрэдом к ОФЗ на уровне 150-220 б.п. Корпоративные облигации 1-го эшелона торгуются на вторичном рынке со спрэдом к ОФЗ порядка 120-140 б.п., облигации 2-го эшелона - со спрэдом порядка 200-300 б.п., а 3-го эшелона - со спрэдом от 250-300 б.п. и выше.

## Перспективы рынка рублевых облигаций

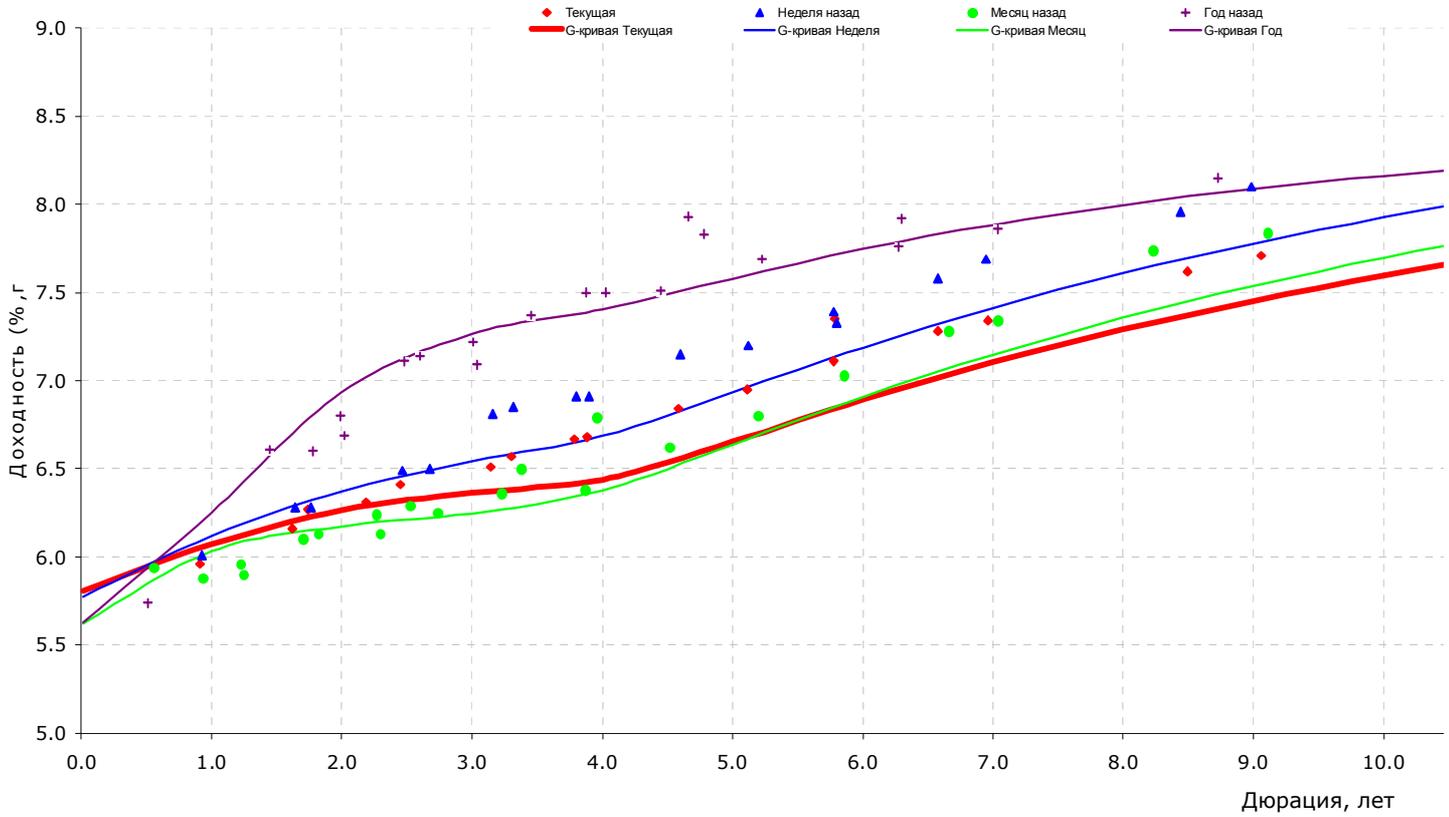
По нашим оценкам ФРС США может начать сворачивание программы по выкупу активов уже осенью текущего года, однако снижение выкупа будет достаточно плавным и может продлиться до конца текущего или середины следующего года. Наличие определенности в действиях ФРС США скорее может стать положительным фактором для рынка, чем негативным. Кроме того, мы не ожидаем ужесточения денежно-кредитной политики (с точки зрения увеличения процентных ставок) ФРС США как минимум в течение ближайших 1-2 лет, учитывая медленное восстановление американской экономики в настоящее время и необходимость определенного времени для достижения поставленных ориентиров по рынку труда.

Мы ожидаем сохранения относительно высоких и стабильных цен на нефть минимум до конца текущего или середины следующего года в связи с возможным ростом спроса на фоне начала отопительного осенне-зимнего сезона, а также с учетом перспектив оживления экономики в Америке, Европе и в других странах.

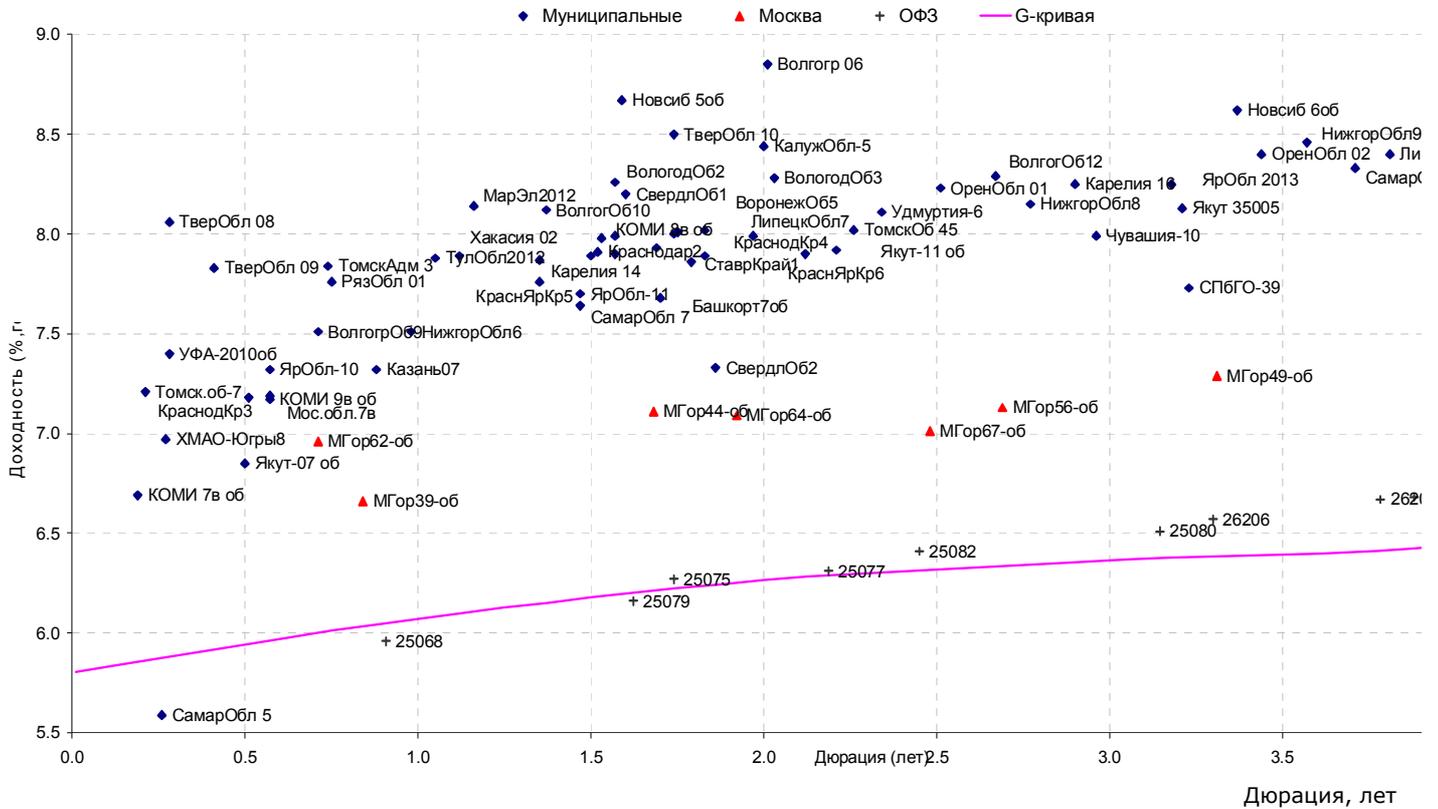
На фоне стабильности цен на нефть можно ожидать стабилизации курса рубля, принимая во внимание прогнозы по снижению оттока капитала из страны уже начиная со следующего года. Вместе с тем в ближайшее время государственные меры по стимулированию экономики могут дать свои первые плоды. Намечившаяся в последние месяцы тенденция к снижению инфляции может сохраниться и в следующем году, учитывая решение о «замораживании» тарифов естественных монополий до конца 2014г. Возможно, что введение Банком России коридора процентных ставок (4,5-6,5%) для рефинансирования банковской системы и дальнейшие действия по развитию системы предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на различные сроки будут способствовать снижению процентных ставок.

Таким образом, стабильность валютного курса, снижение инфляции, совершенствование механизма рефинансирования банковской системы - все эти факторы могут стать драйвером роста рынка рублевых облигаций на фоне повышения интереса к нему как со стороны эмитентов - субъектов реальной экономики, так и со стороны российских (банки, управляющие и страховые компании, НПФ и т.п.) и иностранных инвесторов.

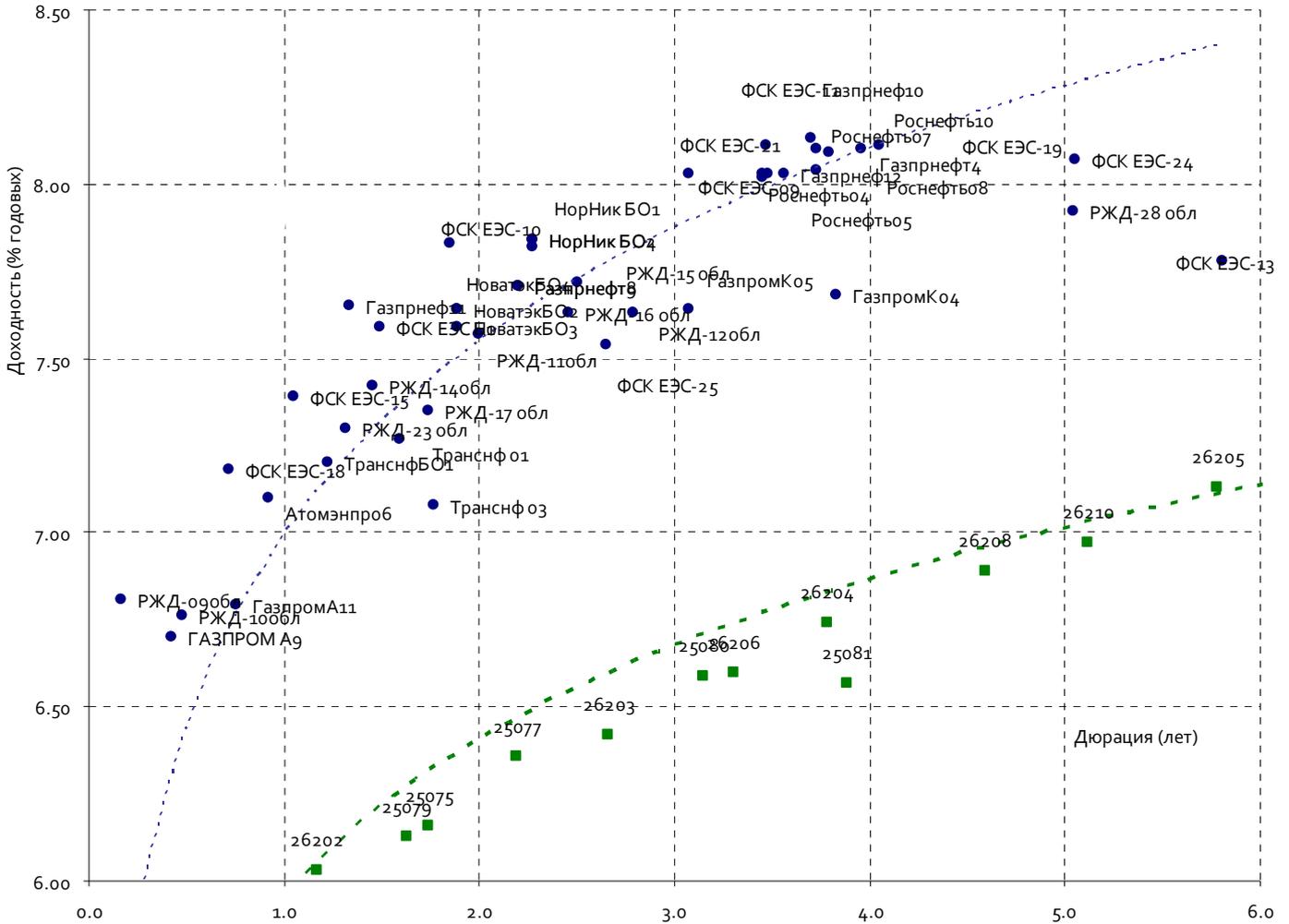
Приложение 1. «Кривая» доходности ОФЗ



**Приложение 2. «Кривая» доходности муниципальных облигаций**



Приложение 1. «Кривая» доходности корпоративных облигаций 1-го эшелона



## ГРУППА КОМПАНИЙ «РЕГИОН»

**Адрес:** г. Москва, ул. Шаболовка, д.10, корпус 2,  
бизнес-центр «Конкорд»

**Многоканальный телефон:** (495) 777 29 64

**Факс:** (495) 7772964 доб. 234

[www.region.ru](http://www.region.ru)

REUTERS: REGION  
BLOOMBERG: RGNM



## ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### Рублевый облигационный рынок

Артур Аракелян	(доб. 659, <a href="mailto:arakelyan@region.ru">arakelyan@region.ru</a> )
Владислав Владимировский	(доб. 268, <a href="mailto:vlad@region.ru">vlad@region.ru</a> )
Дарья Грищенко	(доб. 185, <a href="mailto:grischenko@region.ru">grischenko@region.ru</a> )
Павел Денисов	(доб. 483, <a href="mailto:denisov@region.ru">denisov@region.ru</a> )
Василий Домась	(доб. 244, <a href="mailto:domas@region.ru">domas@region.ru</a> )
Петр Костиков	(доб. 471, <a href="mailto:kostikov@region.ru">kostikov@region.ru</a> )
Екатерина Шиляева	(доб. 253, <a href="mailto:shilyaeva@region.ru">shilyaeva@region.ru</a> )

### Рынок еврооблигаций

Александр Никонов	(доб. 246, <a href="mailto:nikonov@region.ru">nikonov@region.ru</a> )
Максим Швецов	(доб. 402, <a href="mailto:shvetsov@region.ru">shvetsov@region.ru</a> )

### Вексельный рынок

Богдан Крищенко	(доб. 580, <a href="mailto:krischenko@region.ru">krischenko@region.ru</a> )
Павел Голышев	(доб. 460, <a href="mailto:golyshev@region.ru">golyshev@region.ru</a> )
Аркадий Бородин	(доб. 539, <a href="mailto:borodin@region.ru">borodin@region.ru</a> )

### Организация облигационных займов

Александр Борисов	(доб. 291, <a href="mailto:borisov@region.ru">borisov@region.ru</a> )
-------------------	---

### Аналитика по долговым рынкам

Александр Ермак	(доб. 405, <a href="mailto:aermak@region.ru">aermak@region.ru</a> )
-----------------	---

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.