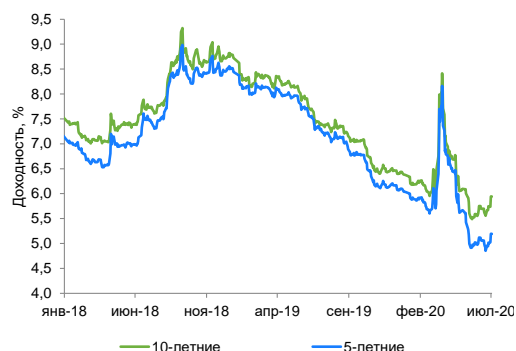


2 июля 2020

### Динамика ОФЗ



Источник: ММВБ, ВТБ Капитал

Периодическое издание

## Валютный рынок и ставки

2 июля 2020

### Обзор рынков

**Рубль: восстановление валют развивающихся рынков.** Рисковые активы вчера росли в цене на фоне обнадеживающих результатов исследований новой вакцины от коронавируса и более сильного, чем ожидалось, значения индекса ISM производственного сектора США. Последний вырос почти на 10 пунктов, с 43,1 в мае до 52,6 в июне – максимального уровня за 14 месяцев – при этом заметно опередив консенсус-прогноз Bloomberg (49,8). Субиндекс новых заказов подскочил с 31,8 до 56,4, занятости – с 32,1 до 42,1, закупочных цен – с 40,8 до 51,3. Однако интересно отметить, что большинство респондентов высказывались в очень осторожном ключе относительно дальнейших перспектив восстановления активности. Как отмечает ISM, несмотря на очевидные признаки повышения активности, пока восстановление происходит очень медленно. Индекс производственного сектора еврозоны от Markit вырос сильнее ожиданий, однако остался ниже отметки в 50, разделяющей рост и снижение экономической активности (47,4 против 46,9 в мае и такого же консенсус-прогноза Bloomberg). Индекс Caixin в производственном секторе Китая составил 51,2 против майского значения в 50,7 и консенсуса аналитиков в 50,2. Также вчера был опубликован протокол последнего заседания FOMC. Его участники отметили, что не видят контроль кривой доходности в любой его форме в качестве инструмента денежно-кредитной политики в ближайшее время. Многие из них были озабочены практической реализацией данной меры, в частности – управлением размером и компонентами баланса ФРС, особенно при выходе из политики управления кривой. Все участники отметили, что использование подобных нестандартных мер требует дальнейшего анализа. Также, согласно протоколу, члены FOMC обсудили возможность расширения стимулирующих мер – многие из них высказали опасения, что дно рецессии, возможно, еще не было пройдено в апреле.

### Аналитика по облигациям



[Рыночный комментарий](#)



[Интерактивные графики \(онлайн\)](#)



[Карта рынка \(PDF\)](#)



[Книга спредов \(PDF\)](#)

**Максим Коровин**, стратегия  
+7 495 663 46 96 // [maxim.korovin@vtbcapital.com](mailto:maxim.korovin@vtbcapital.com)

**Игорь Рапохин**, CFA, стратегия  
+7 495 663 46 39 // [igor.rapokhin@vtbcapital.com](mailto:igor.rapokhin@vtbcapital.com)

**Петр Гринцер**, стратегия  
+7 495 663 47 79 // [petr.grintser@vtbcapital.com](mailto:petr.grintser@vtbcapital.com)

Настоящий материал является переводом обзора [FX and Rates Comment – 2 July 2020](#) от 02.07.2020.

Настоящий документ предназначен для институциональных инвесторов и может не отвечать всем требованиям к независимости и полноте раскрытия информации, предъявляемым к аналитическим материалам по рынку долгового капитала, предназначенным для розничных инвесторов. Независимость настоящего материала от собственных интересов ВТБ Капитал не гарантируется. ВТБ Капитал может осуществлять торговлю ценными бумагами, являющимися предметом настоящего материала, в собственных интересах, а также, действуя по своему усмотрению, в интересах своих клиентов. Указанные интересы могут не соответствовать рекомендациям, содержащимся в настоящем материале. Все цены в настоящем обзоре представлены по состоянию на 01.07.20 (если не указано иное). Другая раскрываемая информация, включая данные по сертификатам аналитиков, содержится в разделе «Раскрытие информации» настоящего обзора. Дополнительную раскрываемую информацию, касающуюся компаний, которые упоминаются в настоящем обзоре, можно найти на веб-сайте <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

В динамике фондовых рынков единое направление вчера отсутствовало. Индекс рынков акций развивающихся стран MSCI EM поднялся на 0,6%, сводный индекс Шанхайской фондовой биржи прибавил 1,4%, в то время как Nikkei 225 снизился на 0,7%, DAX – на 0,4%, а FTSE 100 скорректировался на 0,2%. Индекс S&P 500 поднялся на 0,5%, а индекс волатильности VIX снизился на 1,8 пункта, до 28,6. Цена нефти Brent резко выросла на 2,1% на фоне улучшения общего аппетита к риску и неожиданной статистики товарных запасов нефти в США, объем которых за последнюю неделю сократился на 7 млн барр., хотя консенсус-прогноз Bloomberg указывал на их сохранение на прежнем уровне. Золото укрепилось в цене на 0,6%, до 1 770 долл. за унцию. Гособлигации Германии выросли в доходности на 3–6 бп, в том числе 10-летний бенчмарк закрылся с доходностью -0,395%. Кривая казначейских облигаций США сместилась вверх на 1–2 бп (доходность 10-летних UST достигла 0,66%).

Индекс доллара вчера снизился на 0,2%. Евро укрепился по отношению к доллару на 0,2%, фунт стерлингов – на 0,6%, а японская иена – на 0,4%. Норвежская крона подорожала на 1% относительно евро. Среди валют развивающихся стран бразильский реал укрепился к доллару на 2,7%, южноафриканский ранд – на 1,8%, мексиканское песо – на 1,3%, а турецкая лира – на 0,1%. Азиатские валюты показали более слабый результат: индонезийская и индийская рупии, а также китайский юань ослабили относительно доллара на 0,1%, а тайский бат подешевел на 0,4%. Рубль укрепился к доллару на 0,73%, до 70,68, почти на 50% восстановившись после произошедшей во вторник коррекции на 1,6%. Оборот торгов на российском валютном рынке был небольшим ввиду праздничного выходного.

**Денежный рынок: предложение от банков на депозитном аукционе ЦБ оказалось значительно ниже установленного лимита.** Во вторник Банк России неожиданно повысил лимит на недельном депозитном аукционе с 1,16 трлн руб. до 1,27 трлн руб. (мы ожидали, что с учетом высокого уровня ставок овернайт регулятор установит лимит в пределах 700–800 млрд руб.), но в итоге банки разместили на депозитах в ЦБ только 774 млрд руб. Тем временем банки привлекли 92 млрд руб. в рамках однодневного репо с Федеральным казначейством (из предложенных 300 млрд руб.) и полностью выбрали лимит (100 млрд руб.) на аукционе 36-дневного репо. Сегодня, помимо аукциона однодневного репо со стандартным лимитом 400 млрд руб., Казначейство проведет два депозитных аукциона (на срок 14 и 56 дней) на сумму по 50 млрд руб. каждый. Мы полагаем, что на аукционе более длинных депозитов лимит будет выбран полностью, в то время более короткий инструмент будет пользоваться определенным спросом, но существенного объема заявок мы не ожидаем.

Короткие ставки денежного рынка во вторник продолжали торговаться на повышенных уровнях, однако ближе к концу дня, исходя из имеющихся данных, снизились. Индекс RUSFAR поднялся на 5 бп (до 4,60%), но мы полагаем, что этот результат мог быть следствием технического фактора, связанного с тем, что индекс рассчитывается исходя из транзакций, произведенных до 12:30 по московскому времени. Ставка RUONIA, по нашим оценкам, осталась вблизи ключевой ставки ЦБ, в то время как средняя ставка однодневного валютного свопа опустилась до 4,26% (-16 бп). Мы ожидаем, что в ближайшие дни короткие ставки заметно снизятся вследствие притока большого объема ликвидности по бюджетному каналу в конце июня. Дополнительно снижению ставок будет способствовать высвобождение 400 млрд руб. ликвидности в результате расчетов по недельным депозитам в Банке России.

Более длинные процентные ставки во вторник выросли. Котировки 3x6 и 9x12 FRA подскочили на 13 бп и 7 бп, до 4,53% и 4,47% соответственно. Кривая процентных свопов также сместилась вверх: годовая и 5-летняя ставки IRS повысились на +3 бп и 9 бп, до 4,64% и 5,30% соответственно. Кросс-валютные ставки двигались аналогично: годовая ставка NDF (OIS) поднялась на 9 бп (до 3,99%), а 5-летняя ставка кросс-валютного свопа выросла на 10 бп, до 3,92%.

**ОФЗ: наименьшее размещение на аукционах с апреля; угол наклона кривой увеличился.** На аукционе во вторник Минфин предложил инвесторам 5-летний ОФЗ-ПД ОФЗ-26234 и 4-летний флоутер ОФЗ-24021. Спрос на ОФЗ-26234 составил 20,4 млрд руб., в 1,8 раза превысив фактическое размещение (11,4 млрд руб.). Доходность выпуска по цене отсечения составила 5,17%, что соответствовало премии по доходности в 8 бп к уровню закрытия предыдущих торгов. Всего было удовлетворено 34 заявки, на пять крупнейших из которых пришлось 62% общего объема размещения. Доля неконкурентных заявок составила 30,2%. Отметим, что как спрос, так и фактическое размещение данного выпуска оказались наименьшими с апреля для аукционов среднесрочных ОФЗ с фиксированным купоном, а предложенная премия по доходности – наоборот, самой высокой с апреля. На аукционе флоутера ОФЗ-24021 заявок было подано на 133,9 млрд руб., а в итоге было размещено бумаг на 16,6 млрд руб. (соотношение спроса и фактического размещения 8,1х). Цена отсечения составила 99,25 пп, что на 0,75 пп ниже цены на момент закрытия торгов в понедельник. Было удовлетворено 37 заявок, из которых пять крупнейших – на общую сумму 9 млрд руб. Доля неконкурентных заявок составила 12%. Мы полагаем, что в обоих аукционах приняли участие только локальные инвесторы.

На вторичном рынке длинные и среднесрочные облигации с фиксированным купоном во вторник выросли в доходности на 15–20 бп на фоне ослабления рубля, более слабых, чем ожидалось, результатов регулярных аукционов и ребалансировки инвесторами позиций, типичной для конца квартала. В том числе 19-летний ОФЗ-26230 закрылся с доходностью 6,24%, 10-летний ОФЗ-26228 – на отметке 5,92%, а доходность 5-летнего ОФЗ-26229 составила 5,31%. Наиболее слабый результат показал 6-летний ОФЗ-26226 (УТМ 5,43%), поднявшийся в доходности на 25 бп. Короткие бумаги (сроком обращения менее 3 лет) оказались более устойчивыми, закрывшись ростом доходностей всего на 3–5 бп. Флоутер ОФЗ-24021 после аукциона скорректировался по цене вниз на 0,3 пп. Оборот торгов в секции ОФЗ на МосБирже подскочил до 59 млрд руб., в 1,6 раза превысив среднедневной показатель за последний месяц. Наиболее активно торговался 5-летний ОФЗ-26229, объем сделок с которым составил 19 млрд руб.

Во 2к20 Минфин разместил ОФЗ на общую сумму 1,1 трлн руб. Таким образом был превышен предыдущий рекорд квартальных заимствований в 874 млрд руб., установленный по состоянию на 2к19. Валовое размещение облигаций за период с начала текущего года составило 1,6 трлн руб., а чистое – 1,2 трлн руб. (против 1,37 трлн руб. и 1,0 трлн руб. соответственно за 1п19). С апреля Минфин нарастил средний объем заимствований до 92 млрд руб. в неделю, в два раза по сравнению с периодом с июля 2019 по февраль 2020 г. Ранее министерство сообщило о том, что объем размещения ОФЗ в этом году может на величину до 2 трлн руб. превысить первоначальный план, предусматривающий чистые и валовые заимствования в размере 1,7 трлн руб. и 2,3 млрд руб. соответственно. Такие планы Минфина предполагают, что до конца года среднее недельное размещение будет превышать 100 млрд руб. в неделю. Во вторник Минфин озвучил предварительный план заимствований на 3к20, составляющий 1 трлн руб. Учитывая, что в этом квартале будет 13 недель, когда Минфин будет проводить аукционы, недельное размещение облигаций на сумму 77 млрд руб. в неделю.

## Раскрытие информации

### Подготовка и распространение аналитических материалов ВТБ Капитал за пределами США

Информация и мнения, содержащиеся в аналитических материалах ВТБ Капитал, подготовлены аналитиками, связанными с АО ВТБ Капитал, VTB Capital plc и аффилированными с ними структурами, зарегистрированными за пределами США (совместно и в отдельности именуемыми соответственно «Группа ВТБ» и «Структура Группы ВТБ»), фамилии которых указаны на первой странице настоящего аналитического материала ВТБ Капитал. Аналитические материалы, подготовленные структурами Группы ВТБ, распространяются под логотипом ВТБ Капитал (каждый такой материал, именуемый «Аналитический материал ВТБ Капитал»). Настоящий аналитический материал ВТБ Капитал распространяется за пределами США структурами Группы ВТБ.

### Распространение аналитических материалов ВТБ Капитал среди инвесторов на территории США

Настоящий аналитический материал ВТБ Капитал распространяется среди инвесторов на территории США компанией Xtellus Capital Partners Inc. («Xtellus»), являющейся брокером-дилером, зарегистрированным Комиссией по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission – «SEC»), и членом Службы регулирования отрасли финансовых услуг США (Financial Industry Regulatory Authority – «FINRA»). Компания Xtellus не принимала участия в подготовке настоящего аналитического материала ВТБ Капитал и распространяет его среди инвесторов на территории США в качестве «аналитического материала, подготовленного третьей стороной» («third-party research report») в определении Правила 2242(a)(17). Xtellus принимает на себя ответственность за содержание настоящего аналитического материала ВТБ Капитал в степени, необходимой в соответствии с указанием SEC согласно Правилу 15a-6.6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами (США, 1934 г.). Согласно Правилу 15a-6, операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны осуществляться структурами Группы ВТБ с инвесторами из США через компанию Xtellus. Инвесторы, базирующиеся на территории США и желающие связаться с аналитиками ВТБ Капитал, являющимися авторами настоящего аналитического материала, либо намеревающиеся совершить какие-либо операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны связаться с компанией Xtellus.

### Взаимоотношения ВТБ и Xtellus

Xtellus является правопреемником компании VTB Capital Inc, брокера-дилера, имевшего регистрацию SEC и аффилированного с Группой ВТБ. 31 августа 2018 г. Группа ВТБ продала свою долю в VTB Capital Inc. вновь созданной холдинговой компании Kherpi Capital, LLC, принадлежащей ряду учредивших ее сотрудников VTB Capital Inc. В рамках сделки компания VTB Capital Inc. была переименована в Xtellus. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, Xtellus продолжает оказывать услуги структурам Группы ВТБ. В частности, Xtellus (i) в соответствии с Правилем 15a-6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами выступает в качестве агента структур Группы ВТБ в части исполнения операций с ценными бумагами, осуществляемых структурами Группы ВТБ с инвесторами из США, и (ii) является эксклюзивным дистрибутором аналитических материалов ВТБ Капитал на территории США. Xtellus получает комиссионное вознаграждение за подготовку аналитики и предоставление посреднических услуг структурам Группы ВТБ в соответствии с требованиями Правила 15a-6, в том числе за предоставление права распространения аналитических материалов Xtellus за пределами США. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, ввиду договоренностей, действующих между Группой ВТБ и Xtellus в отношении распространения аналитических материалов и предоставления услуг в соответствии с Правилем 15a-6, настоящий аналитический материал ВТБ Капитал содержит раскрытие информации, соответствующее требованиям Правил FINRA 2241(h)(4) и 2242(g)(3), применимым к структурам Группы ВТБ, как если бы таковые являлись лицами, аффилированными с Xtellus. Тем не менее данное раскрытие информации не должно расцениваться как указание на аффилированность какой-либо из структур Группы ВТБ с Xtellus.

### Раскрытие информации о потенциальном конфликте интересов

Настоящий документ предназначен для институциональных инвесторов и не подпадает под действие стандартов независимости аналитического освещения и раскрытия информации, установленных Правилем FINRA 2242 для аналитических материалов по рынку долга, предназначенных для розничных инвесторов.

Структуры Группы ВТБ находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с эмитентами, упоминаемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал. Как следствие, полная независимость настоящего материала от собственных интересов ВТБ Капитал не всегда может быть гарантирована. ВТБ Капитал торгует ценными бумагами и финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, на собственный счет и в отдельных случаях от имени некоторых клиентов. Такие торговые интересы могут противоречить рекомендациям, содержащимся в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал. В связи с этим инвесторы должны понимать, что у Группы ВТБ

может возникнуть конфликт интересов, который может повлиять на объективность настоящего аналитического материала ВТБ Капитал. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим материалом. В случаях, когда аналитический материал ВТБ Капитал по экономике или рынку инструментов с фиксированной доходностью содержит инвестиционную рекомендацию в отношении конкретной ценной бумаги или финансового инструмента, раскрытие информации, требуемое в соответствии с последней редакцией Распоряжения (ЕС) № 596/2014 и других применимых правил и положений, можно найти на следующих веб-страницах:

**Раскрытие информации** - <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx>.

**Инвестиционные рекомендации** – <https://www.vtbcapital.com/about/information-disclosure/investment-recommendations/>

Информацию о предыдущих инвестиционных рекомендациях в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, указанных в настоящем материале, можно найти, загрузив таблицу Инвестиционные рекомендации по рынку инструментов с фиксированной доходностью и отфильтровав столбец «Эмитент». Информацию об инвестиционных рекомендациях в отношении долевых ценных бумаг эмитентов, упоминаемых в настоящем материале, можно найти в соответствующей таблице инвестиционных рекомендаций.

Если на вышеуказанных страницах и в соответствующих таблицах информация об эмитенте, упоминаемом в аналитическом материале ВТБ Капитал по экономике или рынку инструментов с фиксированной доходностью, отсутствует, это означает и отсутствие каких-либо инвестиционных рекомендаций в определении последней редакции Распоряжения (ЕС) № 596/2014 и других применимых правил и положений в отношении ценных бумаг данного эмитента.

Дополнительную информацию об эмитентах, упоминаемых в настоящем материале, можно получить, обратившись в один из офисов ВТБ Капитал (контактная информация приведена на последней странице настоящего материала). Для получения 1) краткого описания базы оценки или методологии, допущений, использованных в рамках оценки финансового инструмента или эмитента, а также сведений о любых изменениях в оценке, методологии или использованных допущениях; 2) подробной информации об оценке или методологии либо допущениях, использованных в любых несобственных моделях ВТБ Капитал; или 3) значимой информации о собственных моделях ВТБ Капитал; пожалуйста, обратитесь к аналитическому порталу ВТБ Капитал (<https://research.vtbcapital.com>) либо к авторам настоящего документа.

## Раскрытие информации об эмитенте (эмитентах)

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке <https://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

## Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи фамилии указаны на первой странице настоящего аналитического материала ВТБ Капитал, в соответствии с Распоряжением Комиссии по ценным бумагам и биржам США о требованиях к подтверждению аналитиков (SEC Regulation AC) подтверждают следующее: 1) все взгляды, изложенные в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, в точности отражают их личную точку зрения в отношении ценных бумаг и эмитентов, являющихся предметом данного аналитического материала; 2) никакая часть вознаграждения аналитиков ВТБ Капитал не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал.

Вознаграждение аналитиков, чьи фамилии указаны в аналитических материалах ВТБ Капитал, формируется с учетом различных факторов, в том числе совокупной выручки Группы ВТБ, часть которой Группа получает в результате своей инвестиционно-банковской деятельности.

## Методология оценки

Аналитики ВТБ Капитал по рынку инструментов с фиксированной доходностью выносят рекомендации по долговым ценным бумагам или финансовым инструментам, основываясь на своем мнении о кредитном качестве эмитента и/или ожидаемой доходности соответствующих долговых ценных бумаг или финансовых инструментов в сравнении с соответствующим индексом, сектором или другим бенчмарком. В рамках нашей фундаментальной кредитной оценки эмитента мы учитываем динамику его кредитных метрик, общую кредитоспособность и способность обслуживать свои долговые обязательства. Среди прочего мы оцениваем способность компании генерировать денежные потоки и анализируем стандартные кредитные мультипликаторы, такие как общая и чистая долговая нагрузка, коэффициент покрытия процентных платежей и коэффициенты ликвидности. Кроме того, мы сравниваем анализируемые компании с

компаниями-аналогами с точки зрения их финансовых показателей и динамики котировок/доходностей, используя соответствующие оценочные мультипликаторы. Мы также сравниваем историческую динамику анализируемых облигаций с динамикой облигаций того же сектора, базовых ставок и других бенчмарков, которые мы считаем релевантными.

## Инвестиционные рекомендации

Инвестиционные рекомендации аналитиков ВТБ Капитал по рынку инструментов с фиксированной доходностью имеют следующие значения:

### Торговые идеи на основе относительной стоимости

**ЛУЧШЕ РЫНКА:** мы ожидаем, что на горизонте ближайших шести месяцев рекомендуемая позиция по своей динамике опередит соответствующий индекс, сектор или бенчмарк.

**НЕЙТРАЛЬНО:** мы ожидаем, что на горизонте ближайших шести месяцев динамика рекомендуемой позиции будет соответствовать динамике соответствующего индекса, сектора или бенчмарка.

**ХУЖЕ РЫНКА:** мы ожидаем, что на горизонте ближайших шести месяцев рекомендуемая позиция по своей динамике будет отставать от соответствующего индекса, сектора или бенчмарка.

### Самостоятельные инвестиционные рекомендации

**ПОКУПАТЬ:** мы ожидаем, что на горизонте ближайших шести месяцев цена рекомендуемой позиции вырастет до целевого уровня.

**ПРОДАВАТЬ:** мы ожидаем, что на горизонте ближайших шести месяцев цена рекомендуемой позиции снизится до целевого уровня.

**ПЕРЕСМОТР РЕЙТИНГА (применимо к Самостоятельным инвестиционным рекомендациям и Торговым идеям на основе относительной стоимости):** В случае, когда известно, что в обозримом будущем планируется обнародование существенной информации об эмитенте, или есть основания ожидать появления такой информации, либо аналитику требуется время для анализа недавно появившейся существенной информации, касающейся эмитента, он/она может поставить рекомендацию по данному эмитенту на пересмотр. Это означает, что аналитик приостанавливает действие ранее опубликованных финансовых прогнозов и инвестиционных рекомендаций, чтобы скорректировать их с учетом полученной и/или ожидаемой информации, после чего они утрачивают силу.

Если прямо не указано иное, инвестиционная рекомендация относится только к инструменту или ценной бумаге, которые являются предметом конкретного аналитического материала, и не распространяется на другие инструменты или ценные бумаги того же эмитента или любого другого эмитента, независимо от того, имеют ли они аналогичный кредитный рейтинг, купон или срок погашения.

В случае Самостоятельных инвестиционных рекомендаций аналитики ВТБ Капитал не выносят рекомендаций в отношении инструментов или ценных бумаг, используемых в качестве бенчмарка для расчета ожидаемой доходности рекомендуемой ценной бумаги (далее – «бенчмарк-инструмент»).

В случае Торговых идей на основе относительной стоимости рекомендации выносятся как в отношении бенчмарк-инструмента, так и в отношении инструмента или ценной бумаги, которые, по мнению аналитика, должны показать опережающую динамику относительно бенчмарк-инструмента (далее – «рекомендуемый инструмент»). Рекомендация по бенчмарк-инструменту выносится исключительно на относительной основе, то есть на основании его ожидаемой динамики в сопоставлении с рекомендуемым инструментом. Это означает, что рекомендации не выносятся в отношении самих по себе бенчмарк-инструментов, и в течение действия Торговой идеи на основе относительной стоимости цена бенчмарк-инструмента может вырасти. Ожидаемая результативность торговой идеи, то есть динамика рекомендуемого инструмента относительно бенчмарк-инструмента, измеряется с использованием релевантных индикаторов, таких как цена, доходность или спред (см. столбец «Релевантные метрики» таблицы Инвестиционные рекомендации по рынку инструментов с фиксированной доходностью).

Как в случае Самостоятельных инвестиционных рекомендаций, так и в случае Торговых идей на основе относительной стоимости соответствующий бенчмарк указывается в аналитическом материале и в столбце «Бенчмарк» таблицы Инвестиционные рекомендации по рынку инструментов с фиксированной доходностью.

## Временные рамки

Инвестиционные рекомендации действительны на дату публикации аналитического материала, за исключением тех случаев, когда в нем прямо указывается конкретный момент или условие для открытия соответствующей позиции (например, некоторые торговые идеи в качестве условия открытия позиции могут иметь исполнение колл-опциона). По умолчанию временной горизонт для инвестиционных рекомендаций составляет шесть месяцев, если в рекомендации не

оговорено отменительное условие (например, достижение целевого значения спреда или уровня стоп-лосса). При наступлении отменительного условия (если таковое имеется) либо по истечении шестимесячного периода рекомендация и соответствующие прогнозы считаются утратившими силу. Информацию о временных рамках действия конкретных рекомендаций можно найти в столбце «Период действия», загрузив таблицу Инвестиционные рекомендации по рынку инструментов с фиксированной доходностью. Истечение шестимесячного периода или наступление отменительного условия сами по себе не означают вынесения новой инвестиционной рекомендации или НЕЙТРАЛЬНОГО рейтинга по инструменту или ценной бумаге.

Иногда, в частности при вынесении краткосрочных торговых рекомендаций, ВТБ Капитал может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой. Помимо этого, результатом вынесения краткосрочных торговых рекомендаций могут быть краткосрочные ценовые движения, противоречащие рекомендациям, содержащимся в аналитических материалах ВТБ Капитал.

По умолчанию все инвестиционные рекомендации публикуются на разовой основе и не предусматривают обязательного обновления или пересмотра.

## Факторы риска

Различные факторы и события могут негативно влиять на результативность любой торговой идеи, а в случае облигаций могут, помимо прочего, иметь следствием невыплату купонов и убытки по телу долга. К таким факторам риска относятся общие макроэкономические и политические условия, действия центрального банка или любые другие факторы, непосредственно влияющие на общий уровень аппетита к риску. Кроме того, на результативность торговой идеи могут влиять действующий в секторе регуляторный режим, изменения рейтингов или методологии их присвоения, а также любые другие факторы, прямо или косвенно влияющие на кредитное качество, условия операционной деятельности и/или рефинансирования конкретного эмитента.

## Распределение рекомендаций ВТБ Капитал по инструментам с фиксированной доходностью

Распределение инвестиционных рейтингов			Распределение рейтингов по компаниям, с которыми ВТБ Капитал находится в деловых отношениях		
Лучше рынка	3	27%	Лучше рынка	1	33%
Нейтрально	1	9%	Нейтрально	0	0%
Хуже рынка	0	0%	Хуже рынка	0	0%
Покупать	7	64%	Покупать	2	67%
Продавать	0	0%	Продавать	0	0%
Пересмотр рекомендации	0	0%	Пересмотр рекомендации	0	0%
	<b>11</b>			<b>3</b>	

Источник: ВТБ Капитал по состоянию на 31 мая 2020 г.

Распределение рекомендаций по рынку инструментов с фиксированной доходностью представлено в разрезе отдельных финансовых инструментов, а не в разрезе эмитентов. Соответственно, случаи вынесения рекомендаций в отношении более чем одного финансового инструмента одного эмитента учитываются отдельно.

## Управление конфликтами интересов

Аналитические материалы ВТБ Капитал публикуются в соответствии с принципами управления конфликтами интересов, которые доступны по ссылке <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Files/Col+Arrangements+Research.pdf>.

## Аналитический отдел VTB Капитал

<b>Москва</b>	<b>Лондон</b>
Тел.: +7 495 660 4253 <a href="mailto:research@vtbcapital.com">research@vtbcapital.com</a>	Тел.: +44 (0) 20 3334 8557 <a href="mailto:research@vtbcapital.com">research@vtbcapital.com</a>

## Офисы VTB Капитал

АО VTB Капитал	VTB Capital plc	VTB Capital plc
123100, Россия, Москва Пресненская наб., д. 12 Башня Запад Комплекс Федерация Тел.: +7 495 960 9999 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>
<b>VTB Capital Hong Kong Limited</b>		
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 <a href="http://www.vtbcapital.com">www.vtbcapital.com</a>		

Структуры Группы VTB находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических материалах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего материала. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим материалом.

VTB Капитал не является инвестиционным советником и не осуществляет инвестиционное консультирование или предоставление индивидуальных инвестиционных рекомендаций получателям или любым другим лицам в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом материале, ни любая другая информация, касающаяся темы данного материала, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем материале, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые Группа VTB считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий материал, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы VTB не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом материале. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательство в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем материале. Любая информация, содержащаяся в настоящем материале, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы VTB не берет на себя обязательство по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического материала или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в материале фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно пригодности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем материале, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический материал предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с применимым законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы VTB. Настоящий аналитический материал не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического материала строго запрещено. Члены Группы VTB и/или их руководители, директора и сотрудники (включая, помимо прочего, лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического материала) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не согласующейся с данными настоящего аналитического материала, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в качестве директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или соменеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем материале. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста настоящего аналитического материала. Члены Группы VTB могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащиеся в настоящем материале, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий материал, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, деноминированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном материале, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиции. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем материале, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы VTB. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического материала, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом материале. Принятие данного аналитического материала подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В России публикация настоящего аналитического материала VTB Капитал утверждается и/или осуществляется АО VTB Капитал, являющимся профессиональным участником рынка ценных бумаг, деятельность которого регулируется Банком России.

В Великобритании публикация настоящего материала утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация материала осуществляется в соответствии с положениями Управления по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках (Financial Conduct Authority, FCA) и Управления пруденциального надзора (Prudential Regulation Authority, PRA) с санкции последнего. Настоящий материал предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FCA как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

Настоящий аналитический материал предназначен для распространения VTB Capital plc в Сингапуре исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), профессиональных инвесторов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или непрямого распространения среди иных лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим материалом, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital plc. Деятельность сингапурского подразделения VTB Capital plc регулируется Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore).

Данный аналитический материал распространяется в Гонконге VTB Capital Hong Kong Limited, лицензированной корпорацией (рег. №: AXF967), Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Hong Kong Securities and Futures Commission) только среди профессиональных инвесторов (professional investors) в соответствии с определением в Постановлении и нормативных актах Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга.

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компаний, являющихся предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке: <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx>; также вы можете получить ее, обратившись к вашему контактному лицу в Аналитическом департаменте VTB Капитал.

© 2020 VTB Капитал. Все права защищены. Пожалуйста, указывайте ссылку на источник при цитировании.