

Новые вводные

Ситуация на глобальных долговых рынках в сентябре оставалась напряженной. Несмотря на интервенции Минфина США, доходность гособлигаций продолжила рост и к началу октября для десятилетних бумаг превысила уровень 5,3% годовых, который последний раз наблюдался в начале века. Схожая тенденция наблюдалась и на рынках стран ЕС, а также Японии. В совокупности с повышенным инфляционным фоном, а также значительными дефицитами бюджетов большинства стран это создает основание для беспокойства среди инвесторов, которое при прочих равных будут только нарастать.

На российском рынке ключевым событием последних недель стала публикация проекта бюджета на 2027-29 гг., а также его скорректированной версии на 2026 г. Как и ожидалось, размер дефицита был увеличен по сравнению с более ранними проектировками, однако он оказался ниже оценок ЦБ РФ, которые тот заложил в свои прогнозы в июле. При этом власти решили провести еще один раунд повышения налоговой нагрузки как на корпоративный сектор, так и на физических лиц, а также предусмотрели более значительную индексацию тарифов. Основным источником финансирования дефицита остаются заимствования на локальном рынке, объем которых в 2026 г. был увеличен на 1 трлн руб., а в 2027 г — на 2,3 трлн руб. Рост предложения на фоне ограниченного спроса предопределил рост доходности на вторичном рынке.

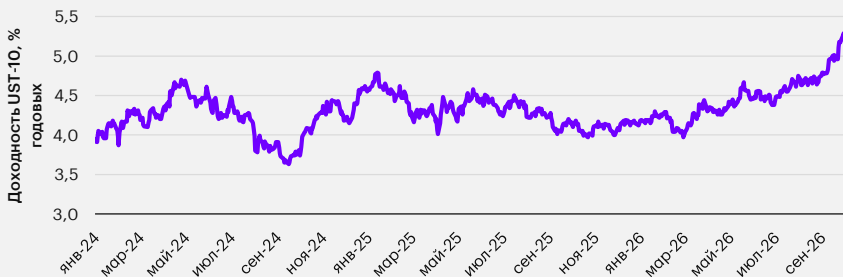
Долговая спираль закручивается



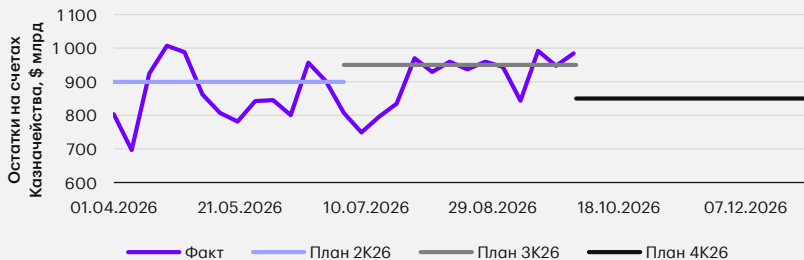
- Ситуация на глобальных долговых рынках развивается по неблагоприятному сценарию. Рост цен на нефть спровоцировал повышение оценок инфляции на 2026-27 гг. и, как следствие, рост ожиданий в части ужесточения монетарной политики ведущими мировыми центробанками. Частично эти опасения стали сбываться уже в сентябре, когда ЕЦБ, ФРС и Банк Японии повысили ставки. Большинство инвесторов полагают, что проблемы с моторным топливом сохранятся на протяжении еще, как минимум, нескольких месяцев. Следовательно, вероятность дальнейшего повышения ставок только растет.
- Эти ожидания накладываются на бюджетные проблемы, которые обострились в последние годы на фоне новой гонки вооружений. Необходимость финансировать более значительный объем дефицита обуславливает рост предложения гособлигаций при том, что спрос на них в лучшем случае остается стабильным.
- Комбинация этих факторов стала основной причиной для роста доходности гособлигаций развитых стран в последние недели. В частности, значение данного показателя для 10-летних US Treasuries достигало отметки 5,3%, которая в последний раз наблюдалась в начале века. Доходности госбумаг во многих других странах либо вернулись на уровни кризиса 2007-09 гг., либо и вовсе переписали максимумы XXI века. Любопытно, что попытки Минфина США стабилизировать ситуацию при помощи интервенций на открытом рынке имели результат противоположный задуманному. Многие инвесторы расценили это как проявление слабости, что только усилило продажи. Тем не менее, учитывая «запас» Минфина примерно в \$100 млрд, можно предположить, что эти попытки продолжатся.

Источник: Cbonds, FRED

Доходность гособлигаций быстро растет



Денежный резерв Минфина избыточен, что позволяет проводить интервенции



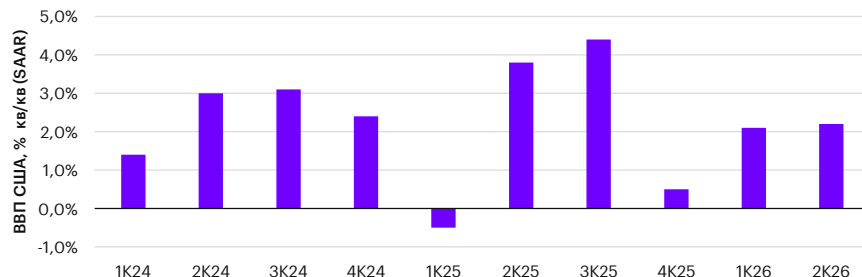
Экономика оставляет пространство для маневра



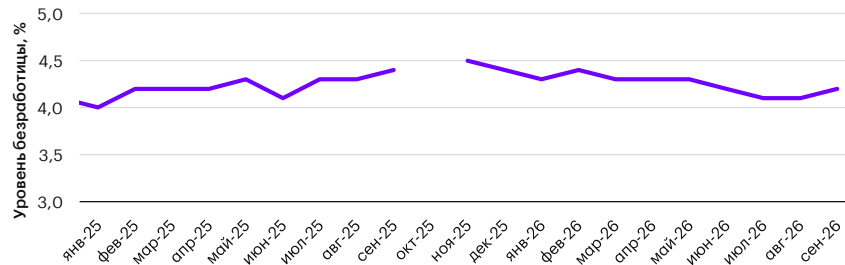
- Ключевым фактором для облигационного рынка по-прежнему остается политика ФРС США, которая подвержена действию разнонаправленных факторов. С одной стороны, регулятор обеспокоен ростом инфляционного давления и уже продемонстрировал свою готовность к повышению ставок. С другой стороны, динамика долгового рынка внушает определенные опасения и поднимает вопрос о необходимости поддержания финансовой стабильности. Все это накладывается на политическое давление и желание г-на Уорша сократить баланс ФРС США. С учетом все этих факторов можно предположить, что монетарная политика в США в ближайшее время скорее будет источником дополнительной волатильности для рынка.
- Экономическая ситуация в США выглядит неоднозначной. С одной стороны, ВВП демонстрирует неплохие темпы роста. Так, во 2K26 он увеличился на 2,2% кв/кв (против ожидавшихся 1,5%). С другой стороны, данные по рынку труда зафиксировали рост безработицы до 4,2% и более низкий показатель роста новых рабочих мест. Тем не менее, мы полагаем, что пока ФРС США будет уделять более пристальное внимание динамике инфляции, нежели чем данным по рынку труда. Динамика ВВП пока не вызывает больших опасений и, в целом, у регулятора остается достаточно большое пространство для маневра.
- В преддверии промежуточных выборов в США мы ожидаем роста числа попыток ограничить темпы роста цен на топливо тем или иным способом, однако во многом решение этой проблемы лежит в геополитической плоскости.

Источник: FRED

ВВП США продолжает расти



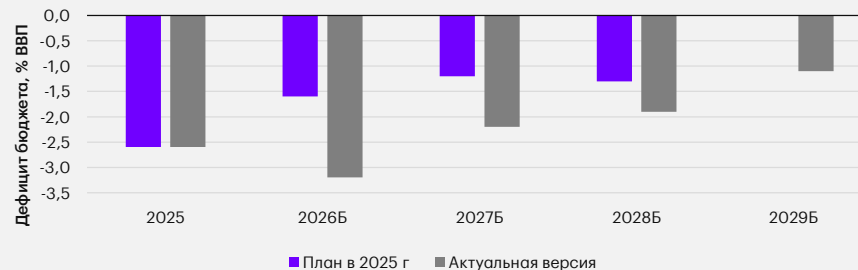
На рынке труда ситуация ухудшилась



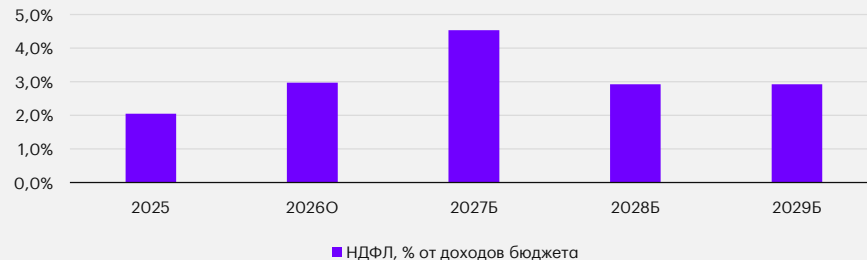
Бюджетные сюрпризы (1)

- Ключевым событием сентября стала публикация скорректированной версии бюджета на 2026 г., а также проектировок на 2027-29 гг. Судя по всему, основным приоритетом для правительства остается стабильность государственных финансов, что транслируется в намерение удерживать дефицит в пределах разумного. По оценкам Минфина, он будет составлять 2,2% ВВП в 2027 г. и 1,9% ВВП в 2028-29 гг. В этом же году ведомство ожидает его на уровне 3,2% ВВП (или 7,3 трлн руб.), тогда как изначально он планировался в размере 3,8 трлн руб.
- Снижение дефицита в 2027 г. требует действий, направленных на увеличение доходной части. В частности, правительство предложило перевести налогообложение «пассивного» дохода (к которому относятся дивиденды и купоны по ценным бумагам, операции по покупке/продаже недвижимости) на основную базу (ступенчатая ставка от 13 до 22%), что может принести бюджету в 2027 г. порядка 700 млрд руб. (с учетом изменения порядка его взымания).
- Помимо этого, планируется ввести налог на сверхдоходы (windfall tax) для производителей цветных металлов и удобрений (в размере 30%), а также золотодобытчиков (на уровне 20%). Поступление из этого источника правительство оценивает в 200 млрд руб. ежегодно в течение 2027-29 гг. Еще 500 млрд руб. правительство рассчитывает изыскивать ежегодно за счет обеления экономики. Наконец, планируется распространить ставку НДС 22% на онлайн-торговлю. Из новаций важных для финансовой индустрии стоит выделить идею налогообложения пассивных доходов ПИФов на уровне 15%, но, учитывая позицию ЦБ РФ, эта идея может подвергнуться модификации.

Дефицит бюджета остается значительным



НДФЛ остается одним из ключевых источников налоговых поступлений

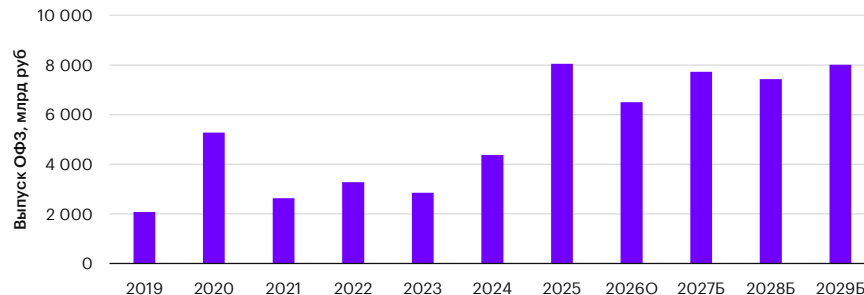


Бюджетные сюрпризы (2)

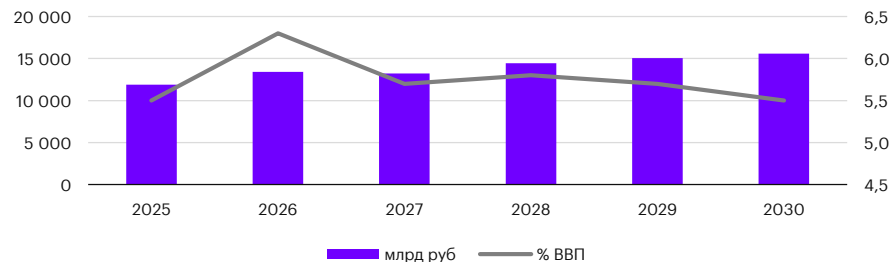
- В целом логика правительства заключается в поддержании относительного баланса государственных финансов путем использования всех имеющихся ресурсов в надежде на возобновление экономического роста. Согласно обновленной версии макроэкономического прогноза Минэкономразвития, рост ВВП в 2027 г. должен ускориться до 1,4% г/г, а к 2029 г. — до 2,4% г/г. Важным элементом данной конструкции является ожидание снижения инфляции до 4% уже к концу 2027 г, что должно позволить ЦБ РФ снизить процентную ставку. Однако, этому может помешать много факторов, включая более существенный рост тарифов (в 2027 г. их планируется повысить на 11%, тогда как ранее ожидалось, что они вырастут на 8,7%).
- Пока же государству придется выискивать средства для финансирования дефицита бюджета. В 2026 г. при росте дефицита на 3,5 трлн руб., всего 1 трлн руб. будет покрыт за счет увеличения программы заимствований, а оставшаяся часть — за счет использования остатков на счетах Казначейства, а также за счет добровольных взносов бизнеса. В следующем же году, выпуск ОФЗ становится ключевым элементом финансирования дефицита бюджета. Запланированный объем эмиссии должен вырасти на 2,3 трлн руб. по сравнению с проектировками 2025 г.
- Стоит отметить, что правительство рассчитывает продолжить накопление средств в ФНБ, чему будет способствовать снижение цены отсечений нефти в рамках бюджетного правила с \$59 до \$50 за баррель. Обратной же стороной данного процесса стало формирование дополнительного дефицита бюджета в рассматриваемый период времени.

Б---проект бюджета Источник: Минфин РФ

Программа заимствований, как обычно, амбициозна



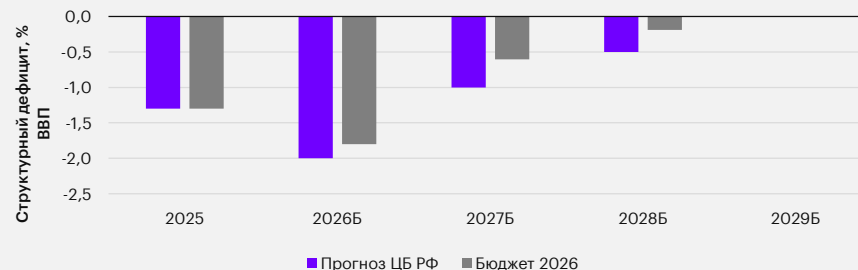
Правительство рассчитывает увеличить «подушку безопасности»



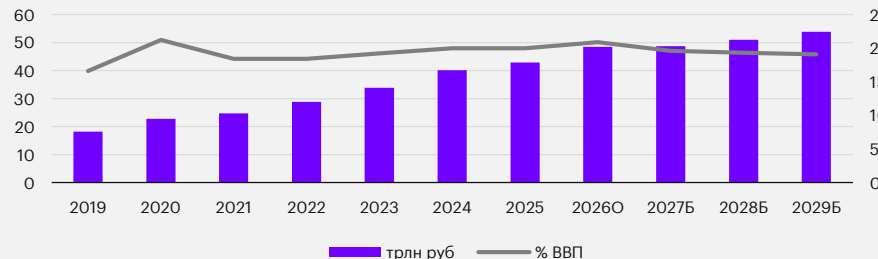
Что скажет ЦБ?

- ЦБ РФ в июле впервые представил собственную оценку структурного первичного дефицита бюджета. По его прогнозу, он должен составить порядка 2% ВВП в 2026 г., 1% ВВП в 2027 г. и 0,5% в 2028 г. Оценки Минфина выглядят более оптимистично. Ведомство полагает, что в нынешнем году он составит 1,8% ВВП или меньше, а в 2027 г. — 0,6% ВВП. Формирование более скромного дефицита, теоретически, должно ослабить инфляционное давление и дать регулятору дополнительные аргументы для снижения ключевой ставки — по крайней мере, рынок рассчитывал на такой сценарий.
- На практике же, ЦБ РФ после обнародования указанных параметров обратил внимание/отметил, что они не сильно отличаются от его июльских прогнозов и заметно превышают более ранние оценки. На наш взгляд, это скорее указывает на то, что регулятор не считает эти данные достаточными для корректировки своей политики. В определенной степени его скепсис объясняется тем, что в последние годы Минфину не удается выдержать параметры дефицита бюджета на запланированном уровне (по вполне объективным причинам). Более того, если взглянуть на прогноз расходной части в 2027 г., то окажется, что она предполагает практический нулевой рост, что существенно отличается от опыта последних лет. В этом свете возможный рост дефицита бюджета в 2027 г. не выглядит невероятным сценарием.
- На наш взгляд, ЦБ РФ в ближайшее время будет учитывать бюджетную компоненту скорее как нейтральную, а основное внимание сосредоточит на иных факторах, совокупность которых предполагает скорее сохранение ставки на ближайшем заседании 23 октября.

Структурный дефицит, скорее всего, будет ниже прогнозов ЦБ



Сможет ли Минфин обеспечить динамику расходов?



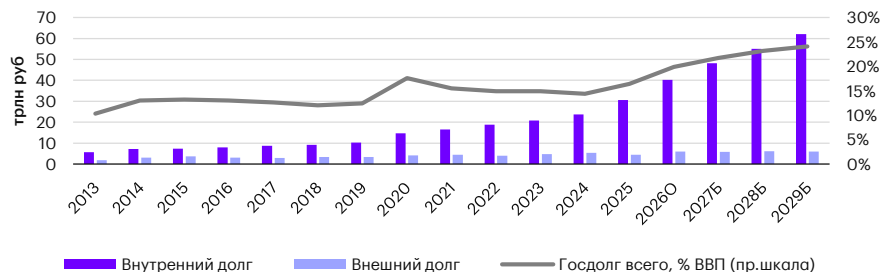
Насколько устойчив госдолг?



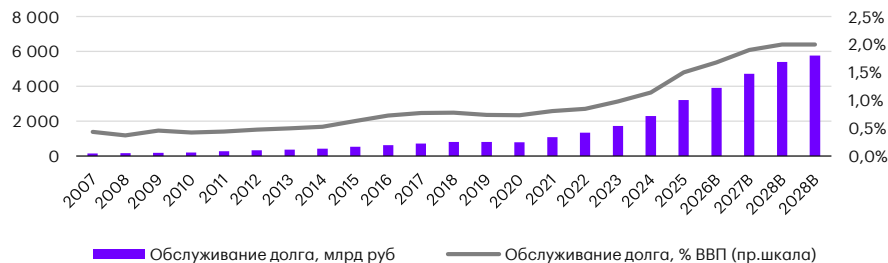
- Использование рынка ОФЗ как основного источника для финансирования дефицита бюджета в ближайшие годы предполагает рост долговой нагрузки. По оценкам Минфина, отношение госдолга к ВВП в период с 2026 по 2029 гг. вырастет с 19,9% до 24,1%. Тем не менее, этот уровень не выглядит критическим и оставляет возможность для его дальнейшего наращивания в случае необходимости.
- Однако, расходы на обслуживание госдолга постепенно растут как в номинальном, так и в относительном выражении. Если в 2025 г. они составляли 1,5% ВВП, то в 2028-29 гг. они достигнут отметки 2% ВВП. Стоит отметить, что этот уровень также не является запретительным и позволяет Минфину чувствовать себя достаточно комфортно (для сравнения, аналогичная статья расходов в США «весит» почти в два раза больше). Однако при сохранении высоких процентных ставок и быстром росте заимствований именно этот параметр может стать одним из основных ограничителей для правительства.
- Также стоит упомянуть, что увеличение доли «флоатеров» в структуре заимствований Минфина повышает размер процентного риска, который он принимает на свой баланс. С учетом того, что глобальная инфляция имеет тенденцию к ускорению, это обстоятельство может рассматриваться как структурный риск, и при прочих равных условиях ведомство наверняка предпочло бы выпускать преимущественно бумаги с фиксированной ставкой. Тем не менее, в сложившихся условиях доля облигаций с плавающей ставкой на первичном рынке в 2027 г. вполне может превысить 30%, а, возможно, и приблизиться к 50%.

Источник: Минфин

Совокупный объем госдолга постепенно растет...



...как и расходы на его обслуживание



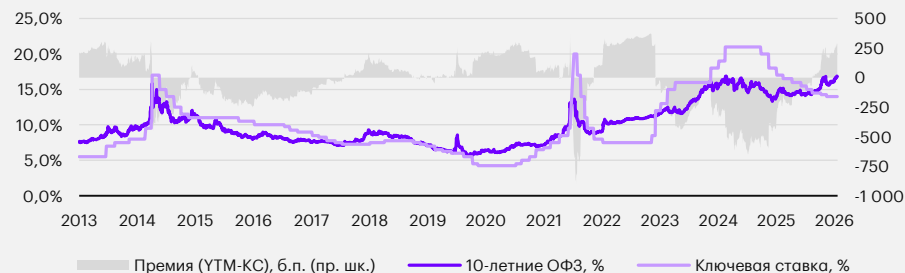
Рынок долга под давлением



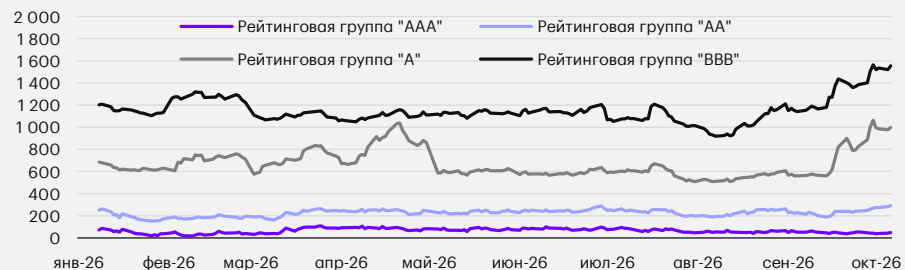
- На российском рынке облигаций сохраняется повышенная волатильность. В сентябре ЦБ прервал цикл снижения ключевой ставки, продолжавшийся с середины 2025, и сохранил ее на уровне 14%. Решение было ожидаемым, но ужесточение риторики регулятора усилило опасения, что смягчение ДКП замедлится, и это отразилось на динамике длинных ОФЗ. Дополнительное давление на кривую оказал Минфин, который довольно быстро вернулся к размещению выпусков с фиксированным купоном с доходностью выше 16% годовых.
- Ключевой темой для рынка стал проект федерального бюджета на 2027–2029, предполагающий структурный первичный дефицит ниже ожиданий ЦБ, однако, на наш взгляд, инвесторы обеспокоены существенным расширением программы заимствований на ближайшие годы. Перспективы спроса на госдолг при этом выглядят неоднозначными из-за ужесточившейся ДКП. Неопределенность относительно дальнейшей тактики Минфина также не способствует снижению доходностей ОФЗ. К началу октября доходность долгосрочных гособлигаций приблизилась к 17% годовых, а спред к ключевой ставке увеличился до ~300 б. п. Текущие ценовые уровни в ОФЗ выглядят весьма привлекательно, однако мы не видим краткосрочных драйверов для их позитивной переоценки, поэтому доходности могут оставаться повышенными как минимум до октябрьского заседания ЦБ, на котором регулятор представит обновленный макропрогноз.
- В корпоративном сегменте растет кредитная напряженность и разрыв между качественными и стрессовыми эмитентами. В низких рейтинговых группах происходит стремительная переоценка кредитного риска и расширяются спреды, что серьезно ограничивает возможности рефинансирования на публичном долговом рынке. Смещение спроса в наиболее качественные бумаги, в свою очередь, сжимает премии первого эшелона до минимальных уровней.

Источник: Cbonds, оценки АТОН

Динамика доходности ОФЗ и ключевой ставки, %



Кредитный спред в корпоративных выпусках, б. п.

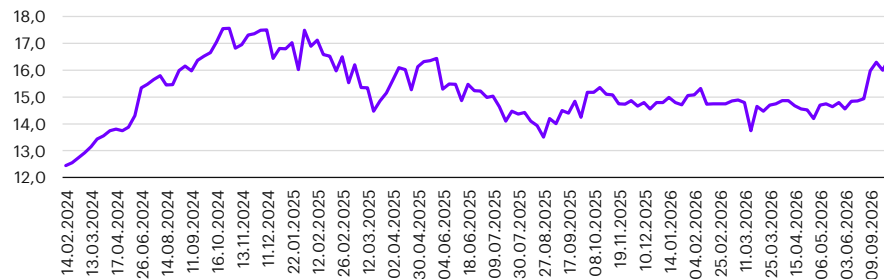


Фактор предложения выходит на передний план

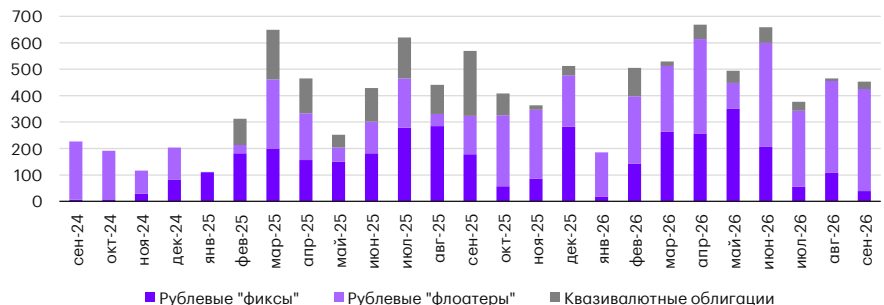


- После успешного размещения «флоатера» на 1 трлн рублей в начале сентября Минфин быстро переключился на классические выпуски с фиксированным купоном и привлек за их счет еще 316 млрд руб., что, однако, потребовало дать инвесторам максимальную с мая 2025 доходность. Спрос, вероятно, поддержало погашение ОФЗ-26219 на 362 млрд руб. По нашим оценкам, основными покупателями «фиксов» выступили банки. Тем не менее квартальный план заимствований выполнить не удалось, и в 4-м квартале ведомство рассчитывает привлечь 2,45 трлн руб. Учитывая негативную рыночную конъюнктуру, исполнение плана посредством ОФЗ-ПД выглядит проблематичным, поэтому Минфину, скорее всего, вновь придется прибегнуть к эмиссии «флоатеров».
- Более важным фактором для средне- и долгосрочных ОФЗ является тактика Минфина на будущий год. Программа чистых заимствований увеличится до 6,4 трлн руб., и ее реализация выглядит крайне амбициозной задачей. ЦБ занимает более консервативную позицию, а сомнения относительно перспектив быстрого снижения ставки сохраняются, что ограничивает спрос на процентный риск, особенно со стороны небанковских инвесторов. Таким образом, значимость «флоатеров» для покрытия дефицита бюджета в 2027 может возрасти.
- По нашим оценкам, объем размещения рыночных корпоративных облигаций в сентябре составил 454 млрд руб. (-3% м/м; -20% г/г). В рублевом сегменте показатель вырос на 31% г/г до 425 млрд руб., а доля «флоатеров» превысила 90%. До конца года корпоративным заемщикам (за исключением банков и финансовых институтов) предстоит погасить облигации и пройти пт-оферт на сумму более 700 млрд рублей, в связи с чем активность первичного рынка останется высокой. С учетом нарастающего кредитного стресса и значительных потребностей Минфина в заимствованиях кредитные премии могут расширяться, особенно в сегменте «флоатеров».

Доходность долгосрочных ОФЗ на аукционах, %



Объем размещения корпоративных облигаций⁽¹⁾, млрд рублей

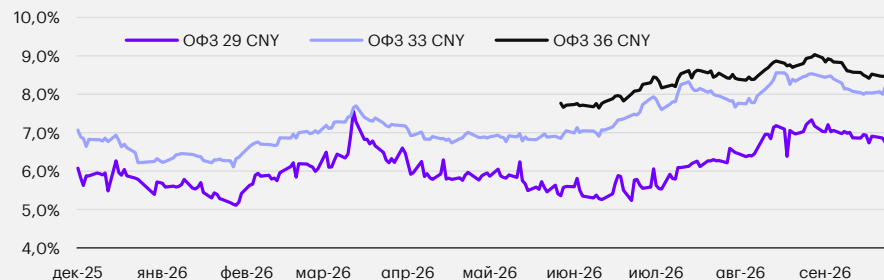


В сегменте валютных бумаг настроения быстро меняются

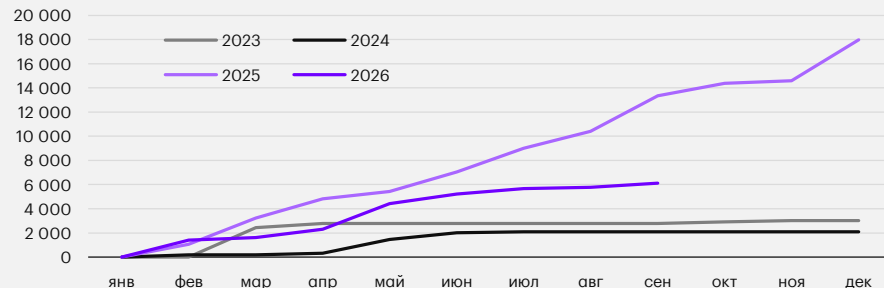


- В сентябре, после нескольких месяцев устойчивой коррекции, рынок локальных валютных облигаций показал признаки восстановления. Котировки ОФЗ, номинированных в юанях, выросли на 1-3% м/м. Доходности юаневых корпоративных облигаций первого эшелона с дюрацией более 2 лет завершили месяц в диапазоне 8,5-9,0% годовых, долларовых – 9,0-9,5% годовых. Тем не менее уже в начале октября сегмент валютных бумаг вновь перешел к коррекции. Вероятно, сказывается общая слабость долгового рынка, а также продажи отдельными крупными держателями.
- В сентябре состоялась первая с июля сделка в первом эшелоне: «Атомэнергопром» разместил выпуск сроком 1,5 года объемом 2,1 млрд юаней со ставкой купона 8,5% годовых. Это на 1 п. п. выше, чем в его предыдущей сделке сопоставимого срока двумя месяцами ранее. Тем не менее говорить о полноценном восстановлении спроса преждевременно. Пока предложение сконцентрировано на коротком отрезке кривой, и, по нашим оценкам, основной спрос формируют банки-организаторы, хотя исторически книгу заявок в валютных облигациях в большей степени формировали именно розничные инвесторы. На сохраняющуюся осторожность в отношении валютных бумаг указывает и динамика новых выпусков на вторичных торгах. С начала года объем валютных размещений, с учетом суверенных выпусков, сократился на 54% г/г до \$6,1 млрд по номиналу. В корпоративном сегменте падение составляет порядка 65%.
- Мы считаем, что текущие уровни доходности валютных облигаций по-прежнему представляют привлекательную точку входа для формирования среднесрочных позиций.

Доходность юаневых ОФЗ, %



Динамика размещений с начала года⁽¹⁾, млн долл. США



Рынок облигаций: новые вводные



Ситуация на глобальных долговых рынках развивается по неблагоприятному сценарию. Рост цен на нефть спровоцировал повышение оценок инфляции на 2026-27 гг. Большинство инвесторов полагают, что проблемы с моторным топливом сохранятся на протяжении еще, как минимум, нескольких месяцев. Следовательно, вероятность дальнейшего повышения ставок только растет.

На рынке долга фактор предложения выходит на передний план. Инвесторы обеспокоены существенным расширением программы заимствований Минфина на ближайшие годы, что в условиях неоднозначных перспектив быстрого смягчения ДКП вызвало бурный рост доходностей долгосрочных ОФЗ.

Ключевым событием сентября стала публикация скорректированной версии бюджета на 2026 г., а также проектировок на 2027-29 гг. Минфин закладывает более низкий уровень структурного дефицита по сравнению с прогнозами ЦБ РФ, но в текущих условиях это вряд ли окажет существенное воздействие на монетарную политику и траекторию ключевой ставки.

В корпоративном сегменте растет кредитная напряженность и разрыв между качественными и стрессовыми эмитентами. В низких рейтинговых группах происходит стремительная переоценка кредитного риска и расширяются спреды, что серьезно ограничивает возможности рефинансирования на публичном долговом.

Рынок ОФЗ рассматривается как основной источник средств для финансирования дефицита бюджета, при этом общая долговая нагрузка будет расти. К концу 2029 г. отношение госдолг/ВВП может преодолеть планку в 24%, а расходы на обслуживание госдолга составят 2% ВВП. Тем не менее, государственные финансы остаются в устойчивом положении.

В сентябре, после нескольких месяцев устойчивой коррекции, рынок локальных валютных облигаций показал признаки восстановления, что открыло окно возможностей на первичном рынке. Тем не менее уже в начале октября продажи возобновились.

Контактная информация



Аналитический департамент



Александр Кудрин

Главный стратег

+ 7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)
alexander.kudrin@aton.ru



Алексей Товстогань

Старший Аналитик, Fixed Income

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
aleksey.tovstogan@aton.ru



Тимур Пугоев

Аналитик, Fixed Income

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
timur.pugov@aton.ru

Раскрытие информации



Настоящий отчет (далее по тексту – «настоящий Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются личным суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Настоящий Отчет служит только информационным целям и не представляет собой fiduciary отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, не должна рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. Ценные бумаги и финансовые инструменты, указанные в настоящем Отчете, могут не соответствовать инвестиционному профилю получателя настоящего Отчета. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям и риск-аппетиту.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя.

Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов.

Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляя собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в нелегкие ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Если ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или иметь интерес в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) могут действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в настоящем Отчете, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», ни в ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов.

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем материале, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».

© ООО «АТОН», 2026. Все права защищены.