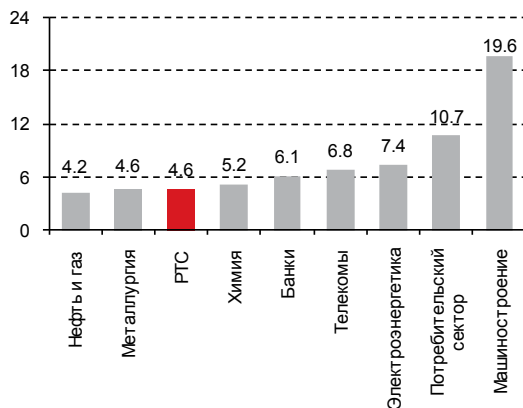


## Ожидаем существенной переоценки российских акций в 2012 г.

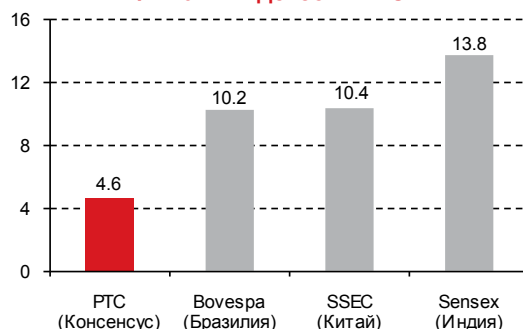
### Макрофакторы и прогноз РТС на 2012 г.

Сценарий	Пессимист.	Базовый	Оптимист.
Нефть Brent	\$80	<b>\$120</b>	\$140
ВВП	2.0%	<b>4.2%</b>	5.4%
ИПЦ	5.0%	<b>8.0%</b>	7.0%
Курс \$/рубль	33	<b>29</b>	28
РТС	1000	<b>1900</b>	2300

### Р/Е 2011 индекса РТС и ключевых секторов экономики



### Р/Е 2011 индексов BRIC



### Фавориты

#### Умеренные риски

Роснефть  
 Лукойл  
 Сбербанк  
 Газпром  
 Сургутнефтегаз

#### Средние риски

Новатэк  
 Башнефть  
 Уралкалий  
 Акрон  
 ВСМПО-Ависма  
 Распадская  
 Э.ОН Россия

#### Высокие риски

Нижнекамскнефтехим

Прошедший 2011 г. оказался очень непростым для финансовых рынков. Опасения того, что европейский долговой кризис подорвет рост мировой экономики, привели к бегству инвесторов из рискованных активов, что негативно отразилось на динамике ведущих фондовых индексов. Между тем, во втором полугодии отмечено улучшение макроэкономической информации, поступающей из США, ведущих стран Азии. Статданные из стран Еврозоны носили неоднородный характер, однако текущие цены европейских финансовых активов, на наш взгляд, с запасом учитывают ухудшение прогнозов экономического роста и не отражают влияния фактора принимаемых мер стимулирования инвестиционной активности.

Ведущие мировые ЦБ практически одновременно включаются в процесс активного стимулирования инвестиций на финансовых рынках и в реальной экономике. Для этого выбран момент, когда долговые риски корпоративного частного сектора США и ЕС значимым образом сократились относительно своих долгосрочных средних значений. У корпоративного частного сектора ведущих стран есть потенциал для наращивания инвестиций и долговой нагрузки. Конструктивный тренд в экономике развитых стран, при успехе намеченных в рамках G20 мер по снижению рыночных рисков, будет носить устойчивый и длительный характер. Мы считаем, что 2012 г. станет годом поддержки процесса восстановления мировой экономики и финансовых рынков.

**Хотя ряд рисков для мировой и российской экономики по-прежнему в силе...** Основными рисками для российского рынка акций по-прежнему остаются внешние факторы. Это сохраняющаяся нестабильность внешних рынков, дальнейшее усиление инфляционного давления, сохраняющаяся угроза разрастания европейского долгового кризиса и обострения геополитических конфликтов. Внутренний фактор риска, связанный с политической нестабильностью после декабрьских выборов в Госдуму, на наш взгляд, утратит свое значение после выборов президента в марте будущего года.

**... мы придерживаемся оптимистичного взгляда на рынок до конца года.** Акции российских компаний выглядят очень дешево по всевозможным мультипликаторам по сравнению с аналогами как с развитых, так и развивающихся рынков. Российская экономика показывает хорошую динамику, цены на нефть достаточно высоки, а перспективы роста прибыли за пределами нефтегазового сектора вполне оптимистичны. Таким образом, все предпосылки для существенной переоценки российских акций, на наш взгляд, – налицо. Среди потенциальных внутренних драйверов роста можно назвать возможное укрепление позиций России на глобальных рынках в результате вступления в ВТО и создания Единого Экономического Пространства. Поддержанию производственной активности в 2012 г. будет также способствовать выполнение крупного оборонного заказа и продолжающаяся реализация масштабных инфраструктурных проектов. Мы ожидаем, что при улучшении ситуации на мировых рынках российский рынок акций будет расти опережающими темпами.

**В прошедшем году российский нефтегазовый сектор выступил в роли защитного,** снизившись за год лишь на 2% по сравнению с падением индекса ММВБ на 18%. Учитывая сохраняющуюся стабильность нефтяных цен, мы ожидаем, что защитные свойства акций нефтегазовых компаний сохранятся как минимум и в 1-м квартале 2012 г. Поэтому мы рекомендуем войти в 2012 г., имея в инвестиционном портфеле высокую долю бумаг наиболее качественных и ликвидных компаний нефтегазового сектора, а именно, Роснефти, Лукойла, Газпрома и Новатэка. Мы также считаем, что активным спросом у инвесторов в начале следующего года будут пользоваться хорошие дивидендные бумаги, и рекомендуем включить в портфель привилегированные акции Сургутнефтегаза, обыкновенные и привилегированные акции Башнефти. Кроме того, мы позитивно оцениваем перспективы ряда бумаг компаний из других секторов. Это компании, которые являются самыми эффективными в своем секторе, а также обладают понятными среднесрочными драйверами роста. Среди таких бумаг мы выделяем обыкновенные акции Сбербанка, Распадской, ВСМПО-Ависма, Уралкалия, Акрона, Э.ОН Россия и НКНХ.

## **Рынок акций: существенное снижение на фоне ухудшения ситуации в мировой экономике и обострения долгового кризиса в еврозоне**

**Прошедший год стал очень непростым для рынков акций.** Индекс MSCI World за год снизился на 7.6% на фоне ухудшения ситуации в мировой экономике и обострения европейских долговых проблем. Лидерами снижения стали развивающиеся рынки, которые больше всех пострадали от бегства инвесторов из рискованных активов. Данная тенденция не обошла стороной и российский фондовый рынок, который потерял с начала года более 20% своей капитализации. Относительным «островком стабильности» можно считать американский рынок акций, которому удалось завершить год символическим повышением на 0.5% по индексу S&P 500.

**Начался год для российского фондового рынка очень оптимистично.** Воодушевленные ростом цен на нефть, улучшением перспектив экономики России и относительной недооцененностью российских компаний, инвесторы с удовольствием вкладывались в российские акции. Как результат, к середине апреля индекс РТС вырос почти на 20%, при этом приток средств в фонды, инвестирующие в российский фондовый рынок, в январе-апреле достиг величины в \$4.4 млрд., хотя из большинства крупных фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки, деньги в это время выводились.

Однако ситуация кардинально изменилась в начале мая, когда европейский долговой кризис, долгое время остававшийся в тени, вышел на первый план. Появилась реальная угроза того, что Греция может объявить дефолт или другим странам ЕС придется ее спасать. Опасения, что европейский долговой кризис подорвет рост мировой экономики, а вместе с ним и спрос на сырьевые товары, отпугнули инвесторов от активов с высоким риском, что вылилось в массовые распродажи акций компаний с развивающихся рынков. Дополнительным разочарованием для российского фондового рынка стали данные по ВВП РФ за 2-й квартал, показавшие существенное снижение темпов роста после хороших результатов 1-го квартала.

Дальнейшие события в мировой экономике не способствовали возвращению доверия инвесторов к рискованным активам. Европейский долговой кризис продолжил набирать обороты на фоне неспособности властей ЕС представить согласованный внятный план по выходу из кризиса, при этом в число «проблемных» стран вошла Италия со своим огромным госдолгом. Бюджетный кризис в США привел в конце лета к утрате страной высшего кредитного рейтинга со стороны агентства S&P. Экономическая статистика по ведущим странам в середине года стала существенно ухудшаться, замаячила реальная угроза сползания мировой экономики в рецессию. Как результат, с середины мая наблюдался непрерывный вывод средств из российских фондов, и к концу года отрицательное сальдо составило около \$100 млн. При этом индекс РТС с апрельского максимума потерял более 40%, став лидером падения среди основных мировых фондовых индексов. И даже цены на нефть, которые весь год оставались на очень высоком уровне из-за усиления политической нестабильности в странах Ближнего Востока и Северной Африки, не смогли помочь российским акциям.

**Отметим, что помимо внешних факторов, оказывающих влияние на российский рынок акций,** в конце года появился новый внутренний. Неожиданным сюрпризом в российской внутренней политике, где, казалось бы, «застой» воцарился надолго, стали результаты прошедших в декабре парламентских выборов. Заметное снижение результатов Единой России по сравнению с выборами 2007 г. и массовые протесты против фальсификации выборов показали, что ситуация начинает меняться. И теперь властям все больше придется считаться мнением хотя и лояльных, но все же оппозиционных партий. Инвесторы, многие годы считавшие политическую стабильность одним из преимуществ инвестиций в российские активы, увидели в этом возрастание политических рисков, что способствовало усилению оттока средств с российского рынка акций в декабре. По всей вероятности, фактор политической нестабильности в стране будет сохраняться как минимум до президентских выборов в марте будущего года, и

многие инвесторы в этот период, рассматривая вопрос вложений в российский фондовый рынок, будут вести себя крайне осторожно.

## Наши ожидания и рекомендации

**Мы ожидаем, что наступающий год станет годом разворота негативной тенденции на российском рынке акций**, наблюдаемой со второй половины 2011 г. Акции российских компаний выглядят очень дешево по всевозможным мультипликаторам по сравнению с аналогами как с развитых, так и развивающихся рынков. Российская экономика показывает хорошую динамику, цены на нефть достаточно высоки, а перспективы роста прибыли за пределами нефтегазового сектора вполне оптимистичны. Таким образом, все предпосылки для существенной переоценки российских акций, на наш взгляд, – налицо. Среди потенциальных внутренних драйверов роста можно назвать возможное укрепление позиций России на глобальных рынках в результате вступления в ВТО и создания Единого Экономического Пространства. Поддержанию производственной активности в 2012 г. будет также способствовать выполнение крупного оборонного заказа и продолжающаяся реализация масштабных инфраструктурных проектов. Наш базовый прогноз индекса РТС на конец 2012 г. составляет 1900 пунктов, что почти на 40% выше текущих уровней.

**Между тем, чтобы очевидный потенциал роста российских акций материализовался**, необходимо значительное улучшение глобальной конъюнктуры. Прошедший год был годом корректировки финансовых, бюджетных и политических рисков. Однако, только сдерживая формирование рисков, глобальную долговую проблему не решить, необходимы меры стимулирования инвестиционной активности. Чтобы противодействовать будущим шокам, требуется значительное увеличение капитала, существенное улучшение финансовых балансов корпоративного сектора, домашних хозяйств. Мы ожидаем, что 2012 г. станет годом поддержки процесса восстановления.

Задача регуляторов – обеспечить рекапитализацию и рост доходов в период, когда у государственных властей есть ресурсы для стимулирования спроса. Политические трения в развитых странах сдерживали реализацию этой задачи. Между тем, отсутствие инвестиционной активности трансформируется в макроэкономические угрозы, а они, в свою очередь, вызовут ухудшение финансовых прогнозов и новый раунд спада на долгом рынке.

Несмотря на имеющиеся политические противоречия, данная ситуация находит свой отклик в действиях финансовых властей ведущих стран. В конце 2011 г. крупнейшие экономики вновь активизировали меры денежно-кредитной и налоговой поддержки спроса. В 2012 г. оптимизация бюджетных расходов в развитых странах будет проходить менее активно, чем в 2011 г. В ведущих азиатских странах запланировано монетарное и бюджетное экономическое стимулирование. В частности, КНР в течение пяти ближайших лет направит в экономику целевые госинвестиции в размере 25% ВВП.

Инфляционные риски снизились, реагируя на меры административной и денежно-кредитной политики, скорректировавшей темпы среднесрочного прироста цен сырьевого рынка. Корпоративный сектор по-прежнему обладает значительными ресурсами нераспределенной прибыли и стремлением к усилению финансовых показателей в условиях возросшей конкуренции за счет выкупа долей собственности, слияний и поглощений, инвестиций, направленных на рост производительности труда. Уровни стоимости акций выглядят привлекательно с точки зрения средне- и долгосрочной статистики финансовых мультипликаторов.

Ведущие мировые ЦБ практически одновременно включаются в процесс активного стимулирования инвестиций на финансовых рынках и в реальной экономике. Для этого выбран момент, когда долговые риски корпоративного частного сектора США и ЕС значимым образом сократились относительно своих долгосрочных средних значений. У

корпоративного частного сектора развитых стран есть потенциал для наращивания инвестиций и долговой нагрузки. Конструктивный тренд в экономике развитых стран, при успехе намеченных в рамках G20 мер по снижению рыночных рисков, будет носить устойчивый и длительный характер.

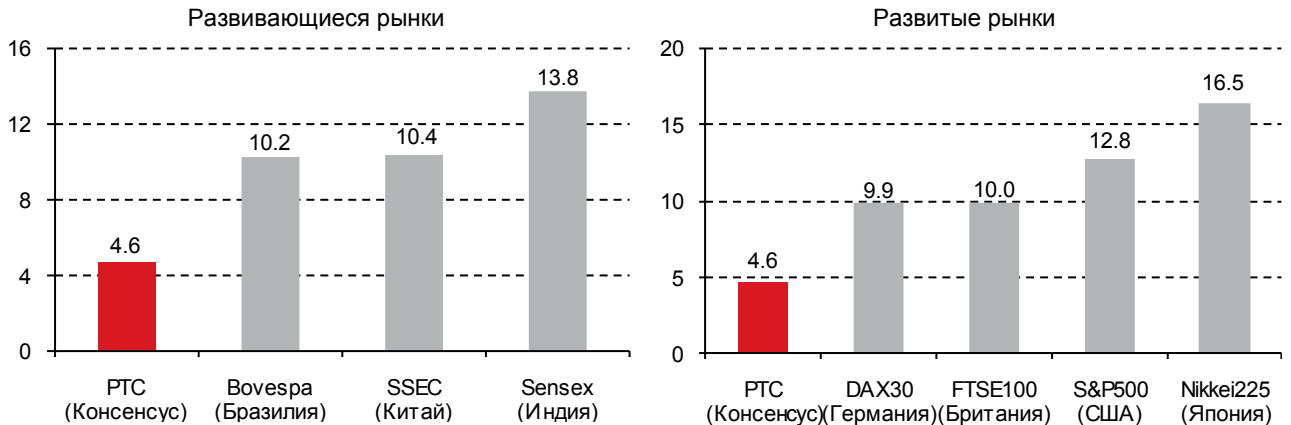
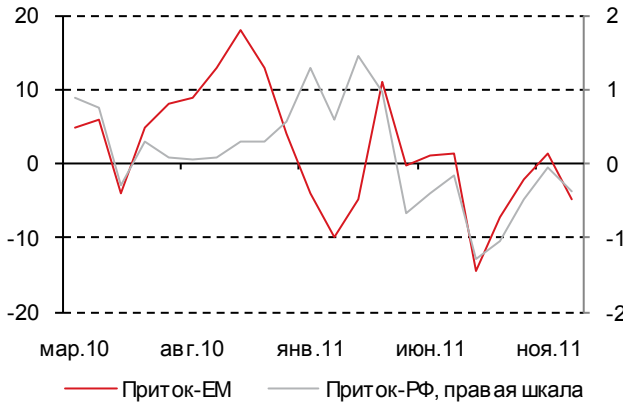
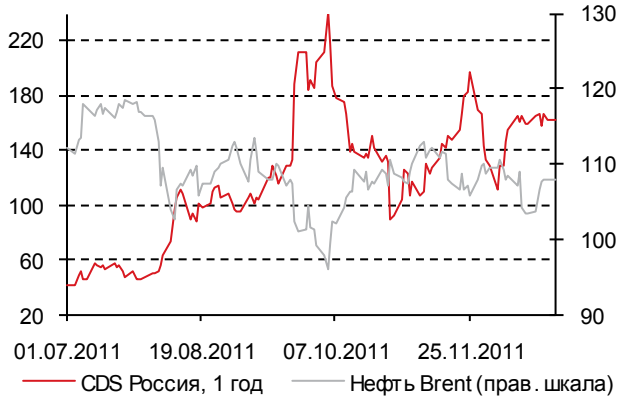
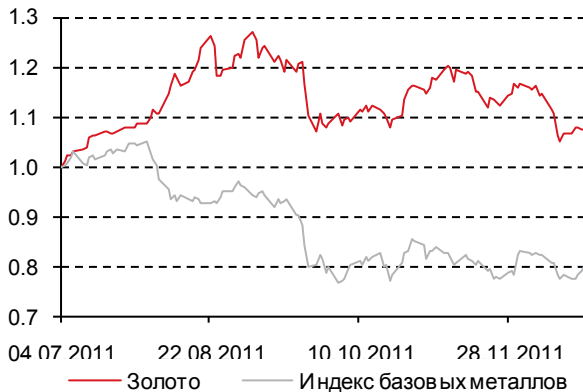
**В то же время мы ожидаем, что в ближайшие кварталы на рынке продолжится активное регулирование спроса на «риск»** в целях предотвращения средне- и долгосрочных угроз процессу восстановления мировой экономики. В преддверие выборов в ряде ведущих стран сохраняют актуальность внешне- и внутривнутриполитические факторы нестабильности.

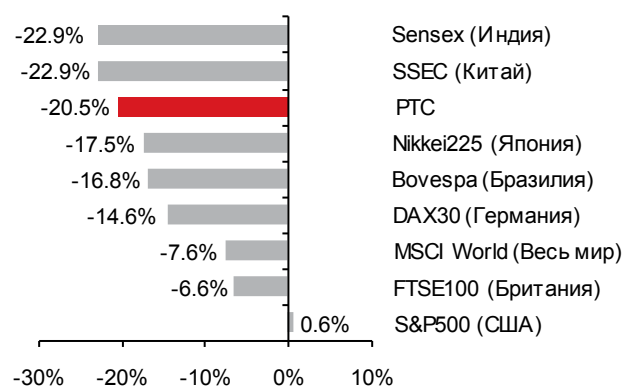
Проводящееся сейчас в развитых странах «смягчение» кредитно-монетарной политики повышает риски инвестиций для национальных валют этих стран. При усилении таких рисков вся политика поддержки долгового рынка ЕС, США рискует оказаться неэффективной. Поэтому нынешний этап восстановления сопровождается повышенным уровнем внешнеполитических рисков, усилением внутривнутриполитической напряженности и в России, и в странах Запада, ростом административного регулирования рынков, негативным информационным фоном в СМИ. Это необходимо для балансировки спроса и предложения на современных финансовых рынках. Однако надо отметить, что устойчивый рост политических, экономических рисков в мире чреват новым раундом «кризиса доверия», повышением кредитных ставок, ускорением инфляции, то есть тем, против чего направлены сейчас действия американских и европейских регуляторов. Так что текущее усиление напряженности, исходя из данных оценок, скорее всего не будет носить для России характера активной политической конфронтации в области внутренней и внешней политики.

**Внутриполитические риски в РФ будут оказывать сдерживающее влияние на рыночный спрос** в первом квартале. Однако шансы победы российской правящей партии на президентских выборах в марте представляются все же высокими, что обеспечит повышение капитализации российского рынка в случае возможного на тот момент формирования позитивной тенденции на внешних фондовых рынках.

С точки зрения перспективы нескольких ближайших лет возможным представляется усиление бюджетной нагрузки на наиболее рентабельные отрасли российской экономики при одновременном улучшении налогового климата для секторов промышленной обработки, малого бизнеса и АПК. Эта тенденция будет отражать схожие процессы в развитых странах, которые, как и Россия, нуждаются в реиндустриализации и диверсификации национальных экономик. Реализация такого сценария будет способствовать сглаживанию спроса на фондовом рынке. Однако на данном этапе подобные риски, на наш взгляд, с весьма существенной премией уже отражены в рыночных котировках.

**В прошедшем году российский нефтегазовый сектор выступил в роли защитного**, снизившись за год лишь на 2% по сравнению с падением индекса ММВБ на 18%. Учитывая сохраняющуюся стабильность нефтяных цен, мы ожидаем, что защитные свойства акций нефтегазовых компаний сохранятся как минимум и в 1-м квартале 2012 г. Поэтому мы рекомендуем войти в 2012 г., имея в инвестиционном портфеле высокую долю бумаг наиболее качественных и ликвидных компаний нефтегазового сектора, а именно, Роснефти, Лукойла, Газпрома и Новатэка. Мы также считаем, что активным спросом у инвесторов в начале следующего года будут пользоваться хорошие дивидендные бумаги, и рекомендуем включить в портфель привилегированные акции Сургутнефтегаза, обыкновенные и привилегированные акции Башнефти. Кроме того, мы позитивно оцениваем перспективы ряда бумаг компаний из других секторов. Это компании, которые являются самыми эффективными в своем секторе, а также обладают понятными среднесрочными драйверами роста. Среди таких бумаг мы выделяем обыкновенные акции Сбербанка, Распадской, ВСМПО-Ависма, Уралкалия, Акрона и НКНХ.

**Графики:**
**Рис. 1-2.** Оценка P/E 2011 индекса PTC, а также фондовых индексов развитых и развивающихся стран

**Рис. 3.** Динамика притоков в фонды, \$ млрд.

**Рис. 5.** Динамика CDS России и цены нефти марки Brent (\$/баррель)

**Рис. 7.** Динамика цены золота и индекса цен базовых металлов

**Рис. 4.** Сравнит. динамика индексов PTC и PTC-2

**Рис. 6.** Изменение индекса PTC и ведущих мировых индексов за месяц

**Рис. 8.** Динамика индекса доллара США и доходности 10-летних гособлигаций США


**Глобальная экономика: Во втором полугодии отмечено улучшение макроэкономической информации, поступающей из США и крупнейших стран Азии. Инфляционные показатели ведущих экономик стабилизировались или демонстрировали снижение. Многие государства планируют или уже активно применяют меры по стимулированию экономического спроса.**

## **США**

Во втором полугодии 2011 г. наблюдалось улучшение основных показателей американской макроэкономики. Прирост ВВП США в 3-м квартале 2011 г. увеличился до 1.8% г/г против 0.4% и 1.3% г/г в 1-м и 2-м кварталах, соответственно. Вероятным представляется дальнейшее повышение данного показателя в 4-м квартале. Годовой прирост годового американского ВВП в 2011 г., вероятно, составит 1.6-1.7%.

Реальный прирост промышленного производства и розничных продаж, по данным на конец ноября 2011 г., составлял 4.1% г/г. Прирост объема банковского кредитования коммерческого и промышленного сектора равнялся 9.3% г/г. В последние месяцы активно восстанавливается сектор потребительского кредитования: по данным на конец ноября его прирост составлял 2.4% г/г. Указанные уровни прироста соответствуют цифрам периода 2002-2007 гг., когда прирост ВВП США равнялся в среднем 2-4% г/г. Основным среднесрочным драйвером сохранения положительной динамики американского ВВП остается политика ФРС, а также сохранение тенденции плавной оптимизации бюджетных расходов. В 2012 г. планируется сокращение бюджетного дефицита США на 0.7% ВВП до 9.3% от Валового Продукта. В 2009 г. это сокращение составляло 1.1%, в 2011 г. сокращение бюджетного дефицита США ожидается на уровне 0.7% от ВВП.

Действия ФРС на кредитном и денежном рынке в 2008-2011 гг. обеспечили формирование значительной «подушки денежной ликвидности» в корпоративном и государственном секторе. Объем денежной базы США к середине 2010 г. вырос до \$2,6 трлн и существенно превышает объем годового дефицита бюджета, равного \$1,2 трлн. Принятый в июле 2011 г. новый лимит заимствований позволяет Казначейству США рефинансировать операции до середины 2013 г. Это позволит американским регуляторам контролировать проблему бюджетного платежного дефицита. Новый раунд количественного ослабления вероятен в случае существенного ослабления спроса на американский долг со стороны финансового сектора США, международных финансовых институтов. Как показывает практика последних лет, в периоды стабильного роста американской и мировой экономик этот спрос носит также стабильный характер. Решающую роль в данном случае продолжает играть международная кооперация ведущих стран в рамках антикризисной политики.

Объем избыточных резервов банков на депозитах ФРС на конец ноября 2011 г. равнялся \$1.5 трлн. Посленалоговая прибыль корпораций США в 3-м квартале 2011 г. составила также \$1.5 трлн. по сравнению со своим пиковым докризисным значением в \$1.3 трлн. в 4-м квартале 2007 г. Действия ФРС в рамках «операции твист» ведут к повышению требуемого уровня доходности вложений, ускорению денежного обращения на фоне роста кредитования, инвестиций и потребления.

Параллельно усиливаются меры административного регулирования стоимости ресурсов. В 2012 г. в США планируется сократить возможности крупных операторов товарного рынка в наращивании длинных позиций в сырьевом сегменте, будет увеличиваться «прозрачность» таких сделок. В то же время принятые в июне 2011 г. новые правила и ограничения фактически «выдавливают» с рынка небольшие американские инвестиционные компании, оставляя крупным игрокам широкое поле для расширения бизнеса и, соответственно, роста объема вложений. С 12 октября 2011 г., в связи с новым регулированием рынков в рамках закона Додда-Франка, в США для граждан и корпораций были введены ограничения на внебиржевые сделки на валютном и сырьевом рынке. С точки зрения оценок эффективности такой политики административно-монетарного

регулируемая характерным представляется сохранение технической «привязки» капитализации американского фондового рынка к ценам на нефть (см. рис. ниже).

Динамика индекса Dow Jones, выраженная в стоимости барреля нефти марки Light.

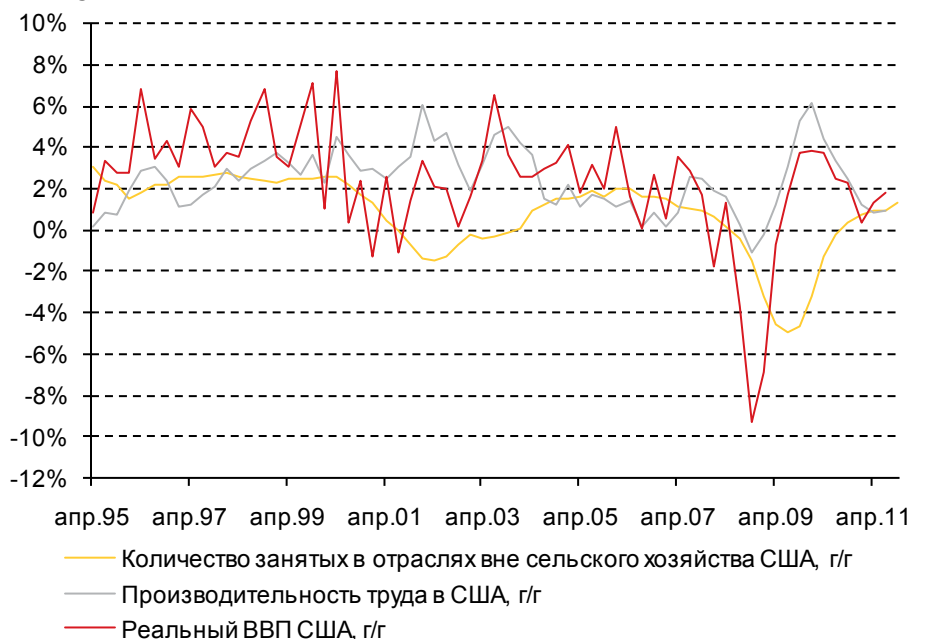
Наблюдаемый в последние годы значительный спад изменчивости соотношения курсов американских фондовых индексов и цен на нефть, возможно, отражает усиление рыночного регулирования.



Долгосрочным фактором риска является сдержанный характер спроса на рынке труда США. В ближайшие годы слабость рынка труда будет оставаться фактором, сдерживающим темпы увеличения американского ВВП, но при этом улучшится качество экономического спроса. Это нормальная ситуация, отражающая процесс структурной перестройки экономики развитых стран, который будет сопровождаться ростом доли инвестиций в ВВП при снижении «закредитованности». При этом, с точки зрения среднесрочного периода текущие темпы роста рынка занятости и динамика производительности труда в США свидетельствуют в пользу ускорения темпов прироста американского ВВП (см. рис. ниже).

Сравнение динамики числа занятых в отраслях вне сельского хозяйства США, а также производительности труда и реального ВВП в США.

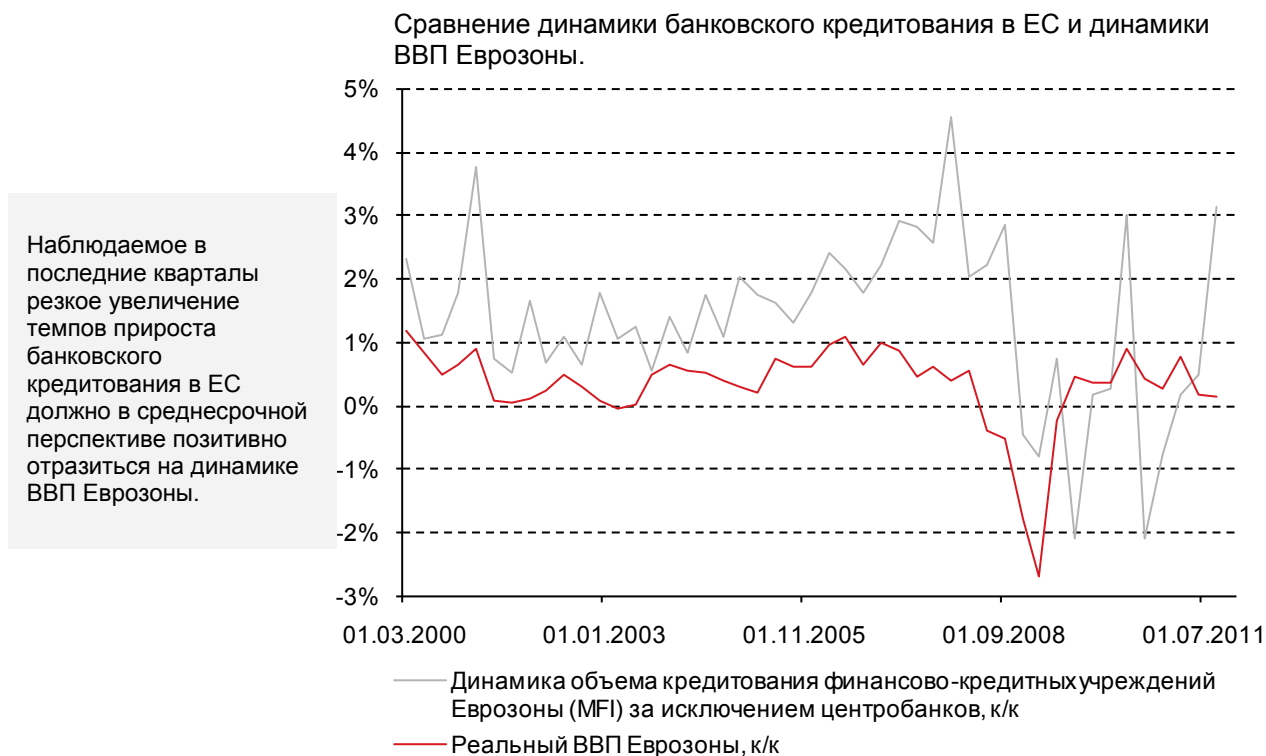
Сокращение уровней инвестиционных рисков будет способствовать ускорению темпов прироста ВВП США, динамика которого пока не в полной мере отражает хорошие темпы прироста рынка труда и производительности.



Республиканская фракция Конгресса США уступила требованиям однопартийцев из Сената и давлению администрации США и согласилась на двухмесячное, до 29 февраля 2012 г., продление налоговых льгот на заработную плату и финансовые дотации. Противостояние ведущих политических американских фракций остается для рынка одним из основных негативных факторов. Тем не менее, в предвыборный период сохраняется возможность того, что ключевые для среднесрочного восстановления американской экономики законы – продление периода сокращений налогов на доходы и закон о компенсациях для безработных и врачей – будут всё же американскими законодателями одобрены. Если этого не произойдет, негативный экономический эффект для ВВП США будет частично нивелирован эффектом от «операции твист» и программы выкупа ФРС ипотечных бондов. Однако в случае реализации подобного сценария шансы активного роста американских и мировых фондовых рынков в ближайшие кварталы ухудшатся.

## Еврозона

Прирост реального ВВП Еврозоны в 3-м квартале 2011 г. замедлился до 1.4% г/г против 1.7% г/г во 2-м квартале. Основной причиной в данном случае послужила сравнительно высокая база предыдущего года. Поквартальный прирост реальных инвестиций и потребления в 3-м квартале 2011 г. ускорился. К середине 4-го квартала за счет сентябрьского роста объем кредитования в Еврозоне увеличился на 3.8% г/г, что является позитивным среднесрочным фактором, стимулирующим улучшение динамики ВВП (см. рис. ниже). Однако политические перестановки в зоне евро вызвали в конце года новый раунд ослабления финансовых рынков и реального спроса.



В последние месяцы европейские политические лидеры достигли прогресса в обсуждении мер финансовой стабилизации в зоне евро. В то же время решение ряда важных технических вопросов, касающихся формирования новой законодательной структуры Еврозоны, стимулирования экономики и снижения финансовых рисков, было перенесено на 30 января 2012 г., дату проведения следующего саммита ЕС. Мы рассчитываем на усиление в ближайшие кварталы в ЕС политической линии, направленной на активизацию процессов восстановления. Во-первых, в «периферийных» странах к власти пришли партии, чьи программы и интересы в наибольшей мере

соответствуют интересам сегодняшнего государственного руководства Германии и Франции. Такая ситуация повышает ответственность нынешнего правящего «крыла» в ЕС за ситуацию в экономике. Выросли шансы политических компромиссов в Еврозоне.

Европейскими политиками неоднократно высказывалось мнение, что в одиночку проблемы долговой нестабильности странам, входящим в зону евро, решить не удастся. При гипотетическом распаде Еврозоны, «периферийные» страны столкнутся с торговыми и валютными войнами. Наиболее финансово-устойчивые страны будут страдать от чрезмерного спроса на национальные валюты, и в обоих случаях рынок Европы ожидает значительное ускорение инфляции. Распад Еврозоны завершился бы поиском новых аналогичных союзов, региональных и в рамках G20, то есть поиском тех структур, которые уже есть на данный момент. Усиление «спроса на власть» в Европе косвенно свидетельствует о возможной потенциальной эффективности мер экономического стимулирования, которые предпринимались и предпринимаются ведущими странами в последние месяцы. При этом давление на европейских политиков в целях наиболее быстрого решения вопросов, связанных с созданием европейской системы стабильности, усиливается как со стороны внутривнутриполитических оппонентов, так и со стороны других ведущих стран. Это давление также проявляет себя и в комментариях рейтинговых агентств, и в оценках крупнейших исследовательских структур, и в заявлениях лидеров других развитых стран.

Важно отметить, что варианты решения европейской и глобальной долговых проблем с помощью «затягивания поясов» по прежнему рассматриваются Еврозоной, G20 и МВФ только в качестве «точечных», ограниченных по характеру действий. Характерным здесь представляется принятый новым правительством Италии план бюджетной оптимизации. В нем две третьих сокращения бюджетных расходов непосредственно снижают дефицит бюджета, но одна треть сокращенных расходов фактически перенаправляются в сферу бюджетных инвестиций. Стимулируя внутренний инвестиционный спрос, итальянские власти, очевидно, заинтересованы в наличии благоприятной ситуации на финансовых рынках в среднесрочном периоде. В октябре руководство МВФ специально отмечало в своих обзорах, что борьба с рекордным дефицитом бюджета в странах Еврозоны не должна проводиться за счет экономического роста. То, что МВФ будет проводить мониторинг финансовой политики Италии, означает, что европейское руководство разделяет такое мнение. Мы ожидаем, что меры по усилению бюджетной экономии в странах зоны евро не будут носить чрезмерно активного неблагоприятного для восстановления характера.

В то же время, для решения проблемы докапитализации банковского сектора необходимо, чтобы банки справились с задачей привлечения капитала от частных инвесторов и не были вынуждены прибегать к распродаже активов и сокращению инвестиций. Для этого также требуется сохранение среднесрочной позитивной тенденции финансовых рынков. Для инвесторов в данном случае формируется беспрецедентный, четкий сигнал поддержки «бычьего» тренда финансовых активов со стороны регуляторов, которым многие игроки, вполне возможно, воспользуются.

Согласно информации Европейского совета, все этапы работы над бюджетным пактом, предварительно согласованным на саммите Евросоюза в Брюсселе 9 декабря 2011 г., должны быть завершены в марте 2012 г. Новое бюджетное соглашение предусматривает юридическую ответственность европейских государств за невыполнение программы проведения согласованной налоговой и бюджетной политики, что будет отражено на законодательном уровне через поправки к существующим европейским конвенциям. Согласно обнародованной на декабрьском саммите ЕС инициативе, руководство стран, подписавших пакт, должно взять на себя обязательство утверждать только сбалансированные бюджеты. Уточняется, что под определение «сбалансированный» в данном случае попадает бюджет с годовым структурным дефицитом не более 0.5% от номинального ВВП. Наряду с этим допускается, что страны с государственным долгом менее 60% от ВВП могут незначительно превышать указанную отметку. Данное решение означает ужесточение контроля над единой политикой в рамках европейской финансовой

системы и является важным движением в направлении интеграции ЕС, снижения бюджетных, долговых рисков. Сроки введения бюджетных ограничений должны быть определены в январе-марте 2012 г.

В бюджетный альянс войдут 23 страны из 27 членов ЕС. Для стран, не вошедших в альянс, а это не входящие в зону евро Великобритания, Венгрия, Швеция и Чехия, сохранятся прежние нормы членства в ЕС, что означает для них прежний уровень рыночной свободы и рисков. Создание бюджетного союза, тем не менее, ориентировано на долгосрочную перспективу, оно позволит инвесторам принимать положительные долгосрочные решения в отношении инвестиций в госдолг ЕС. С точки зрения кратко- и среднесрочного периода европейскими финансовыми регуляторами созданы и продолжают усиливаться финансовые механизмы, достаточные для стабилизации финансовых рынков.

Объем свободных средств фонда EFSF с учетом денег, предоставленных странами Еврозоны в качестве кредита МВФ, в ближайшие недели составит около 400 млрд. евро. С июля 2012 г. начнет функционировать фонд стабильности ESM объемом в 500 млрд. евро. Таким образом, на данный момент базовый объем гарантий фондов стабильности Еврозоны составляет более \$1.3 млрд. и позволяет гарантировать более 50% всего объема будущих эмиссий «периферийных» стран в течение 10 лет. Это очень существенная поддержка. Для сравнения, ФРС, проводя QE1 и QE2, выкупил лишь порядка 8-10% рынка государственных и агентских облигаций США. Отметим, что «продавливать» такую систему поддержки весьма рискованно, проще и надежнее наращивать инвестиции в рамках проводимой регуляторами политики.

Кроме того, вероятно дальнейшее расширение данных фондов за счет средств частных и государственных инвестиционных структур. Страны ЕС в декабре 2011 г. впервые официально обратились к участникам G20 с просьбой «поддержать совместные усилия по поддержке глобальной финансовой стабильности». Ранее заявление о потенциальной возможности такой поддержки сделала Россия, обозначив сумму в \$20 млрд. Правительство Южной Кореи недавно заявило о том, что будет активно участвовать в переговорах стран «Большой двадцатки», посвященных увеличению ресурсов МВФ в целях поддержки финансов Еврозоны.

Возможности европейских банков и инвестфондов позволяют в значительной степени контролировать рынок госбондов ЕС. Их объемы инвестиций в этом сегменте в последние кварталы стабильны, а их доля на рынке превышает 50%. ЕЦБ, проводя интервенции в секторе государственных бондов, контролирует оставшуюся часть рынка, при этом поддержку ему оказывают действия ЦБ ведущих стран на рынке валютных свопов.

Размер госдолга европейской «периферии» составляет менее \$4 трлн. Исходя из ставки в 6% годовых, средней сейчас для Испании и Италии, а также учитывая проводящуюся в ЕС политику оптимизации бюджетов, средний объем новых размещений «периферии» в ближайшие 10 лет будет составлять порядка \$200-300 млрд. в год. Из этой суммы 50% будут, исходя из текущего тренда, вероятно, приобретать стабильные, внутренние европейские инвесторы рынка госдолга – банки, инвестиционные и пенсионные фонды. Оставшаяся сумма в большей мере нуждается в гарантиях, поскольку спрос в данном случае должен обеспечиваться международными инвесторами, деятельность которых может носить спекулятивный характер.

Дополнительными элементами поддержки европейских финансов выступает ряд других акций ЕЦБ и МВФ на кредитном и долговом рынке ЕС. ЕЦБ продолжает проводить политику монетарной поддержки сегмента госдолга Греции, Ирландии, Португалии, Италии и Испании. Объем накопленных ЕЦБ активов в рамках программы поддержки финансов «периферийных» стран Еврозоны (Securities Markets Programme, SMP) составил, по данным на 23 декабря, 211 млрд. евро. Исходя из оценок EBA, BIS и Morgan Stanley, это эквивалентно 9.3% рынка «периферийного» госдолга. Данная величина сопоставима с американскими программами количественного смягчения, которые

соответствовали доле от 6% для рынка облигаций американских федеральных агентств до 12% для рынка государственных облигаций США. Параллельно МВФ объявил о начале программы предоставления ликвидности странам «периферии» ЕС. Для Италии и Испании размер этой программы соответствует дополнительным 5-6% от объема долгового рынка.

Еще одним ключевым фактором, стимулирующим финансовый спрос в экономике Еврозоны, является начало в декабре 2011 г. размещения ЕЦБ денежной ликвидности в рамках операций LTRO. Согласно этой программе кредиты выдаются под залог низколиквидных активов, таких как долговые обязательства малого бизнеса и государственные облигации «периферийных» стран. На первом аукционе ЕЦБ разместил трехлетние кредиты под 1% на сумму в 439 млрд. евро, или \$575 млрд., что почти равно всему объему средств, инвестированных ФРС США в рамках второго раунда количественного смягчения. Между тем, сумма денежных средств в активах финансово-кредитных институтов Еврозоны к концу октября 2011 г. выросла до 4.6 трлн. евро, или 14% от объема активов. С учетом запланированных на ближайшие месяцы других операций ЕЦБ в рамках аукциона LTRO этот показатель превысит 6 трлн. евро и составит почти 18% активов. Для сравнения, весь объем долговых обязательств кредитно-финансовых учреждений Еврозоны без учета Центробанков в октябре 2011 г. составлял 15% от пассивов. Объем внешних обязательств банков равнялся 12%. С учетом сроков кредитования средства, предоставляемые ЕЦБ в рамках аукционов LTRO, позволяют банкам стабильно рефинансировать свою задолженность в среднесрочном периоде.

Наконец, последним необходимым условием для стабилизации ситуации в финансах Еврозоны является благоприятная для инвестиционных прогнозов динамика основных макроэкономических показателей региона. В текущем году прирост реального ВВП Еврозоны составит, исходя из текущего тренда и по оценкам OECD, приблизительно 1.6% г/г. Прогнозы значимого сокращения прироста данного показателя в следующем году представляются чрезмерно негативными. В 2011 г. сокращение дефицита бюджета стран Еврозоны составило 2.3% г/г. В 2012 г., по оценкам Организации Экономического Сотрудничества и Развития (OECD), сокращение бюджетных расходов составит лишь 1.1% и будет сопровождаться реализацией ряда проектов государственного стимулирования. При этом, исходя из сделанных выше оценок, ситуация на долговом рынке ЕС в 2012 г. существенно улучшится по сравнению с прошедшим годом. Произойдет заметное снижение инфляции, по крайней мере, в первом полугодии, за счет замедления темпов роста товарных рынков, отложенного эффекта от ужесточения политики ряда центробанков в начале и середине прошлого года. Дополнительную поддержку экономическому спросу в Еврозоне окажет практически одновременное проведение ведущими мировыми ЦБ и рядом правительств крупнейших стран политики финансового стимулирования.

Однако в данной ситуации есть риск, что цели обеспечения политического перевеса в Германии и Франции накануне президентских и парламентских выборов будут играть ключевую роль в действиях финансовых властей ЕС. «Слишком» большая поддержка экономики сейчас усилит позиции политических конкурентов правящих фракций Франции и Германии в случае прихода этих сил к власти в 2012 и 2013 гг. Но недостаточная поддержка экономики создаст финансовые риски, о которых справедливо указывают рейтинговые агентства и ведущие мировые аналитические структуры. Европейские политики ищут сбалансированное решение с точки зрения своих политических интересов, но сейчас не самое подходящее время для таких действий.

Европейские банки нуждаются в рекапитализации. Европейское Банковское Агентство (ЕВА) в декабре 2011 г. повысило на 8% до 114.7 млрд. евро свои оценки необходимого увеличения капитала кредитных организаций стран ЕС. Целью является повышение уровня достаточности капитала банковской системы ЕС к 2013 г. до целевого уровня в 9%.

При сохранении низких оценок банков на фондовом рынке, очевидно, будет усиливаться их стремление к укреплению балансов за счет продажи активов, сокращения кредитования. Такая ситуация находится в противоречии с политикой стимулирования восстановления, новый раунд которой начался сейчас в ЕС и других ведущих странах. «Полумеры» в рамках политики укрепления европейского банковского капитала будут отыграны в долгосрочном периоде новой фазой роста региональных политико-экономических рисков. Наличие таких рисков, в свою очередь, будет стимулировать прогресс в поиске активных совместных антикризисных мер стран Еврозоны.

Активная монетарная экспансия ЕЦБ создает мощный дополнительный фактор влияния на политиков европейского консервативного «крыла». Слабость административно-политических мер поддержки рынка может вызвать новый раунд роста рыночных долговых, кредитных ставок, что в условиях избытка ликвидности чревато резким ускорением инфляции.

### **Япония, Китай**

Прирост ВВП Японии в 3-м квартале 2011 г. увеличился до 5.6% г/г. Индекс потребительских цен, после роста до 0.3% г/г в 3-м квартале, в ноябре снизился до -0.2% г/г. Правительство Японии понизило прогноз динамики реального ВВП с учетом сезонных изменений за текущий финансовый год, заканчивающийся в апреле 2012 г., до -0,1% г/г. Однако с учетом применяемых в данном случае расчетов, японский Минфин ожидает ускорения среднего прироста реального ВВП Японии в поквартальном выражении в 4-м квартале 2011 г. и 1-м квартале 2012 г. до 0.7% к/к. Для сравнения в 1-3 кварталах 2011 г. данное изменение в среднем составляло -0.2% к/к. В финансовом году, заканчивающемся в апреле 2013 г., правительство Японии ожидает ускорения повышения реального ВВП до 2.2% г/г. Это близкий к максимальному уровень прироста ВВП Японии за последние 15 лет. Правительство ожидает, что повышение ВВП в определяющей мере обеспечат инвестиции. В 2012-2013 финансовых годах их рост запланирован на уровне 5.1% г/г, рост частного потребления в этот же период, по прогнозам Кабинета министров Японии, составит 1.1%.

В конце декабря 2011 г. правительство Японии заявило о том, что намерено совместно с Банком Японии приложить все возможные усилия для вывода экономики из дефляции «как можно скорее». Правительственный фонд, предназначенный для интервенций на рынке Forex, при этом был увеличен до 30 трлн. иен, или \$390 млрд. В 2012 г. Банк Японии также продолжит программу покупки активов на общую сумму в 55 трлн. иен, или \$714 млрд., о расширении которой было объявлено сравнительно недавно, в октябре. Исходя из сравнительных размеров экономик, данный объем программы монетарного стимулирования японского Центробанка соответствует объему QE1 и QE2, проведенных ФРС.

МВФ в ноябрьском обзоре выразил существенную обеспокоенность текущим объемом и динамикой госдолга Японии. В то же время Фонд рассчитывает на рост японской экономики в 2012 г. и в перспективе ближайших лет. Долговые проблемы Японии, по мнению МВФ, в ближайшие годы должны решаться за счет увеличения налогов, которые в Японии одни из самых низких среди стран G20. Параллельно должна сохраниться стимулирующая политика Банка Японии, на чем глава МВФ К. Лагард в ходе своего выступления по итогам визита в эту страну сделала особый акцент.

Прирост реального ВВП КНР в 3-м квартале 2011 г. составил 9.1% г/г, что соответствует планам правительства по плавному «охлаждению» экономики. В период с 4-го квартала 2010 г. по 2-й квартал 2011 г. прирост данного показателя в среднем равнялся 9.65% г/г. Потребительская инфляция в Китае в ноябре зафиксировала существенное снижение, сократившись до 4.2% г/г против 6.1% г/г в среднем в июне-октябре. На этом фоне ежегодная экономическая конференция партийного и правительственного руководства КНР, прошедшая декабре, отразила активное смещение акцентов в политике в пользу

стимулирования роста. Партийно-правительственное руководство КНР в декабре 2011 г. заявило о плане государственных инвестиций в стратегические отрасли общим объемом в 25% ВВП (\$1.7 трлн.) и сроком на 5 лет. Банк Китая с 5 декабря 2011 г. сократил норму обязательных банковских резервов на 50 б.п. до 21%. Это первое смягчение политики НКБ в области банковского резервирования с 2008 года.

Резервный Банк Индии в декабре заявил о готовности начать смягчение денежно-кредитных условий в начале 2012 г., в том числе в рамках программы уже проводящегося им выкупа облигаций с открытого рынка.

## Россия

Показатели динамики ключевых российских макроэкономических индикаторов во втором полугодии продемонстрировали позитивную динамику и в целом сохранили тенденцию ускорения по сравнению со своей статистикой год назад. Прирост реального ВВП РФ в 3-м квартале составил 4.8% г/г против 3.1% г/г в 3-м квартале 2010 г., по итогам года данный показатель, вероятно, составит 4.2-4.5% г/г. Темпы роста оборота розничной торговли замедлились в ноябре до 8.6% в годовом выражении с 9.0% месяцем ранее, но остаются выше прошлогодних. Рост банковского кредитования в РФ в январе-сентябре составил 14.2% против 11.5% за весь 2010 г. В ноябре текущего года инвестиции в основной капитал в РФ достигли 1 трлн. 138 млрд. руб., что на 8.6% превышает показатель ноября 2010 г. Для сравнения, по итогам прошлого года инвестиции в основной капитал в России увеличились на 6% г/г. Приток прямых инвестиций в экономику РФ, по предварительной оценке Банка России, за три квартала 2011 г. превысил \$36 млрд. Для сравнения, в 2009 г. по данным ЦБР отмечался приток порядка \$36.5 млрд., в 2010 г. этот показатель поднялся до \$43 млрд.

Ключевые финансовые мультипликаторы фондового рынка РФ находятся на привлекательных уровнях с точки зрения средне- и долгосрочного периода. Индекс отношения капитализации к чистой прибыли (P/E) компаний, входящих в расчёт индикатора РТС по данным на последнюю декаду декабря 2011 г. равнялся 4.6, что соответствует близким к минимальным значениям данного показателя за последние 10 лет. Индекс соотношения чистого долга к EBITDA по данным на последнюю декаду декабря 2011 г. находился на уровне 0.6 против 1 по данным на начало 2009 г. и -0.2 по данным на 1-й квартал 2010 г. Текущие уровни рисков, связанных с долговой нагрузкой компаний, представленных на российском рынке акций, остаются низкими. Исключение составляют ряд эмитентов металлургической отрасли и сектора АПК. Однако, в отношении данных эмитентов в среднесрочном периоде, в случае ухудшения ситуации на долговом рынке, весьма вероятен сценарий корректировки ими инвестпрограмм и соглашений с кредиторами, что позволит существенно сократить финансовые риски.

В рамках базового сценария мы ожидаем повышения цен на нефть Brent и Юралз в следующем году до \$120 за баррель. В то же время, ожидаемое в 2012 г. вступление РФ в ВТО будет способствовать активизации внешней торговли и увеличению импорта. Риски здесь связаны с потенциальной оценкой влияния данного фактора на ВВП. В среднесрочном периоде оно не будет значительным. Для промышленных товаров уровень таможенной пошлины снижается в среднем на 3%, а по сельскохозяйственной продукции – на 4% в течение нескольких лет. По нашим оценкам, в рамках базового и оптимистического сценария профицит нетто экспорта обеспечит вклад в прирост реального ВВП в 2012 г. на уровне 0.1-0.6% г/г.

Бюджетная политика РФ сохранит и усилит свой стимулирующий характер в ближайшие несколько кварталов. На 2012 г. запланирован рост расходов бюджета на 14.1% г/г против увеличения на 9.7% г/г в 2011 г. Суммарный рост налоговой нагрузки на экономику будет небольшим для средне- и долгосрочного периода, составив 0.3% от ВВП. Учитывая небольшое возможное ускорение инфляции в следующем году, мы рассчитываем, что за

счет мер государственного бюджетного стимулирования ВВП РФ получит прирост в размере порядка 0.9% г/г.

Реальная зарплата в РФ выросла в ноябре 2011 г. на 7.1% г/г по сравнению с увеличением на 6.2% в октябре 2011 г. и на 2.6% г/г в ноябре 2010 г. Уровень безработицы снизился до близкого к докризисному уровню в 6.3%. Эти индикаторы являются, как правило, опережающими по отношению к динамике потребительских расходов. В то же время, отмеченное к концу 2012 г. снижение доли сбережений в располагаемых доходах до уровня в 6% будет оказывать ограничивающее влияние на динамику потребления в будущем. Аналогичное влияние на показатели потребления окажет ожидаемое ЦБР и необходимое для нормализации финансов банков сокращение темпов прироста рынка кредитования в 2012 г. Мы ожидаем увеличения реального частного потребления в РФ в следующем году на 3.5-4% г/г. Это обеспечит вклад данного индикатора в увеличение ВВП России по итогам следующего года в размере 1,75-2% г/г.

Согласно прогнозу социально-экономического развития РФ на 2012-2014 гг. инвестиции в основной капитал в 2011 г. вырастут на 6%, в 2012 г. – на 7.8%, в 2013 г. – на 7.1%, в 2014 г. – на 7.2%. Доля инвестиций в ВВП в перспективе 5-10 лет должна вырасти с 21% до 25-30%. Актуальность и важность реализации этого прогноза в декабре на съезде «Деловой России» вновь подтвердил премьер-министр РФ В. Путин. При отсутствии внешних шоков постепенное повышение цен на нефть в следующем году будет способствовать новому раунду ускорения прироста показателей валового накопления основного капитала и прямых иностранных инвестиций в РФ (см. рис. ниже). Мы ожидаем увеличения реального объема валовых инвестиций в основной капитал в 2012 г. на 7.8% г/г, что эквивалентно приросту ВВП приблизительно на 1.7% г/г.

Сравнение динамики валового накопления основного капитала и прямых иностранных инвестиций в РФ, а также динамики цен на нефть Brent. Данные на 2012 г. – прогнозы «ФИНАМа».

При отсутствии внешних шоков ожидаемое нами постепенное повышение цен на нефть в следующем году будет способствовать новому раунду ускорения прироста показателей валового накопления основного капитала и прямых иностранных инвестиций в РФ.

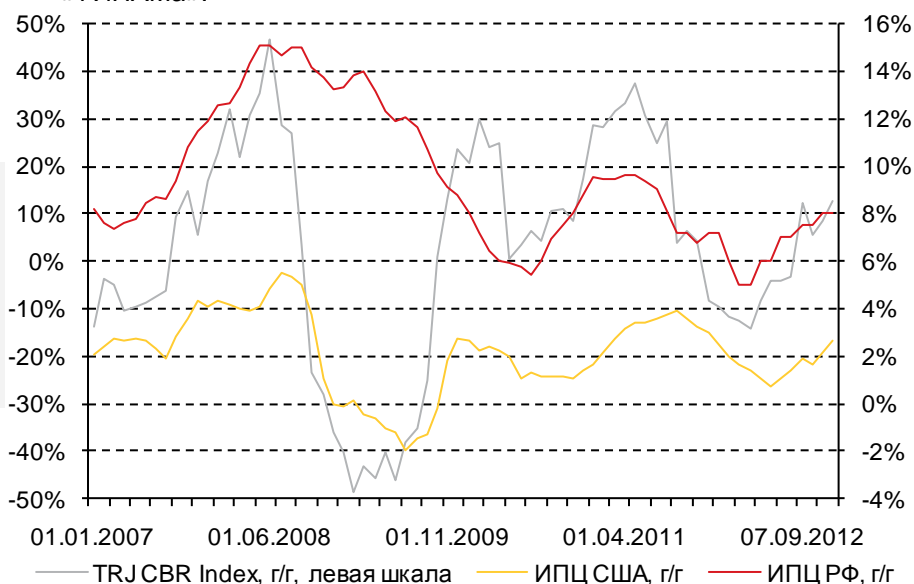


Наконец, объем запасов материальных оборотных средств в РФ в первом полугодии 2011 г. составил 2.6% ВВП, что соответствует средним значениям данного показателя в 2001-2008 гг. В рамках базового и оптимистичного сценария по итогам 2012 г. мы ожидаем близкого к нулевому итогового изменения запасов как доли в ВВП и формирования вклада данного показателя в итоговое годовое изменение Валового Продукта на уровне от -0.25% до 0.25% г/г.

В отношении прогнозов инфляции мы ожидаем постепенного выравнивания показателей динамики ИПЦ РФ и динамики основных денежных агрегатов, что, в среднесрочном периоде будет оказывать повышающее влияние на цены. Сдерживающим фактором в данном случае выступит тенденция мировых цен на сырье, где наметился циклический спад темпов прироста. Скажется и усиление государственного административно-бюджетного регулирования внутренних цен. В РФ такими мерами в 2011 г. являлись, в частности, ограничения, введённые на бензиновом и зерновом рынке, активизация кредитования АПК. Возможны и другие варианты регулирования инфляционных рисков, связанные, к примеру, с постепенной консолидацией сегмента посреднических услуг на оптовом рынке. По сути, усиление контроля над трансфертным ценообразованием, оттоком средств в оффшоры также является фактором, который косвенно должен работать на сокращение инфляционных рисков в долгосрочном периоде. Целью здесь является оптимизация бюджетных, экономических финансовых потоков и увеличение на этом фоне объема ресурсов, направленных на инвестиции, модернизацию и снижение издержек. Во втором полугодии возможно ускорение инфляции в РФ в рамках мировой тенденции (см. рис. ниже).

Сравнение динамики индекса товарных рынков и динамики потребительской инфляции в США и РФ. Данные за 2012 г. – оценки «ФИНАМа».

Мы ожидаем снижения темпов инфляции в РФ в первой половине 2012 г. и их ускорения во втором полугодии, в рамках мировой тенденции.



Проблемы российского банковского сектора в 2011 г. были связаны, прежде всего, с ситуацией на европейском кредитном рынке. Если европейские регуляторы будут проявлять слабую активность в претворении в жизнь антикризисных мер, развитие кризиса, угрожающего стабильности финансов российских банков, займет несколько месяцев или кварталов. Однако и в данном случае последствия будут для банковской системы РФ более «мягкими», чем в 2008-2009 гг. С учетом резервов на возможные потери капитала и средств Резервного фонда и без учета нераспределенной прибыли, российские банки обладают обеспечением для порядка 30% активов, взвешенных по уровню риска. Это весьма существенный показатель: на пике кризиса 2009 г. рейтинговые агентства оценивали доли проблемных кредитов российских банков в 40-60%, но даже в тех условиях сценарий такого масштабного роста «плохих» долгов банков не был реализован. В тот период оказалось достаточно увеличения капитала и резервов банков до 30-35% от активов с последующим частичным роспуском резервов.

Разумеется, можно «продать» и такую систему поддержки. Но и в этом случае, поскольку регуляторами накоплен значительный опыт административного противодействия влиянию предыдущего кризиса, а мировой рынок под действием политики ведущих ЦБ обеспечен избыточной денежной ликвидностью, последствия будут более предсказуемыми. По мере нарастания кризисных явлений роль государственного

планирования и распределения в экономике в рамках антикризисных мер будет усиливаться.

Кредитный сегмент банковского сектора переживает период активного роста. Сбербанк в конце ноября обратился к российским банкам с просьбой «прийти в себя», снизив темпы выдачи кредитов. Это, кстати, отражает степень влияния политики регуляторов, государства на банковский сектор. Оно находится на высоком уровне, как и доля квазигосударственных банков в общей сумме активов банковской системы.

Отношение активов, взвешенных по уровню риска, к объему капитала и резервов банков, снизилось за год с 28% до 22% при росте банковских активов в ноябре 2011 г. на высокие для средне- и долгосрочного периода 21% г/г. Показатель достаточности капитала и резервов банков остается существенно выше своих докризисных уровней, когда он равнялся 18%. Тем не менее, для поддержания низкого уровня оценочных рисков банковской системы банкам в следующем году, вероятно, придется снизить темпы роста кредитования с текущих 25% до 15-20% г/г. Высокая, ожидаемая на уровне в 800 млрд. руб., прибыль банковской системы за 2011 г., активные процессы консолидации банковского сектора и возможное снижение рисков на мировых финансовых рынках позволяют рассчитывать, что большего снижения темпов прироста кредитования в среднесрочном периоде не понадобится. В сущности, получим нормальный процесс сближения показателей кредитной активности с показателями роста номинального ВВП. При этом для банков будет возрастать спрос на долгосрочные инвестиции в реальном производственном секторе, менее доходные для бизнеса, но более надежные.

Резервный фонд на конец 2012 и 2013 гг. прогнозируется в объеме 2.22 трлн. руб. и 2.81 трлн. руб., соответственно, по сравнению с 1840 трлн. руб. на конец 2011 г. Резервный фонд может выступать в качестве фонда стабильности для банковского рынка, его наличие снижает ставки кредитования, что актуально для текущего периода восстановления. Создание фондов стабильности означает формирование «подушки» ликвидности, которая снизит риски регионального и федерального долговых рынков, в результате, в рамках базового сценария должны снизиться кредитные ставки, что эквивалентно получению дополнительных доходов бюджета, корпоративного и частного сектора.

В рамках негативного сценария, в случае снижения цен на нефть на мировом рынке до \$60-80 за баррель, неблагоприятное влияние данного фактора на ВВП будет смягчено благодаря дополнительным стимулирующим фискальным программам, стабильности инвестиционных программ квазигосударственных корпораций и банков, смягчению политики ЦБР, усилению административного регулирования и планирования. Согласно проекту бюджета РФ, в 2012-2014 гг. дефицит российского бюджетного баланса будет составлять от 0.7% до 1.5% ВВП. Профицит бюджета РФ за 11 месяцев текущего года составил 2.8% ВВП, или 1.343 трлн. руб. По результатам 2011 г., согласно оценкам ЦБР и Минфина, профицит бюджета РФ может составить 0.6-0.9% ВВП. В случае необходимости, у правительства есть возможность среднесрочного увеличения дефицита Казны до 4-5% ВВП в целях поддержки долгосрочного экономического спроса и структурных изменений в экономике.

### **Цены на нефть**

Оценивая среднесрочную динамику цен на нефть, надо отметить, что поддержку им оказывают средне- и долгосрочные монетарные и политические факторы, а также долгосрочные риски, связанные с дефицитом используемых ресурсов в ряде отраслей экономики. Судя по статистике индикаторов, отражающих динамику реального спроса и предложения, а также исходя из доминирующих на рынке прогнозов, мировая экономика восстанавливается и сохранит данный тренд в 2012 г. При этом, мировой спрос на нефть эластичен к финансовым шокам. В 2009 г., в период активной фазы кризиса, он снизился всего на 2% г/г. ОПЕК и МЭА прогнозируют увеличение мирового спроса на нефть в

2012 г. на 1.25-1.46% г/г. При этом МЭА делает поправку на неопределенность в связи с экономической ситуацией в зоне евро. Но даже с поправкой ожидаемый показатель прироста не слишком отличается от своего среднего уровня в 2000-2007 гг., когда он составлял в среднем 1.76% г/г. В 2009-2010 гг. прирост спроса на нефть составил 2.63% г/г. Заметим, что МЭА традиционно стремится снизить на рынке спекулятивные ожидания, поэтому его прогнозы могут заметно отклоняться вниз от тренда.

ОРЕК прогнозирует повышение спроса на нефть концу 2012 г. до 90.1 млн. баррелей в день. В 4-м квартале 2011 г. этот показатель равнялся 89.1 млн. баррелей в день. Прогноз предложения нефти странами, не входящими в ОРЕК, на 4-й квартал 2012 г. составляет 59.2 млн. баррелей в день против 58.5 млн. баррелей в день на конец 2011 г.

Квота ОПЕК на добычу, установленная до середины 2012 г., равна 30 млн. баррелей в день. Она приблизительно соответствует усредненному уровню добычи организации во второй половине текущего года и на 0.8% ниже среднего значения этого показателя в 2005-2011 гг. Усиливается контроль над исполнением данного норматива. В частности, Саудовская Аравия заявила о том, что не будет увеличивать добычу в случае, если санкции против Ирана вызовут сокращение его нефтяного экспорта. С учетом текущих прогнозов роста спроса на нефть в следующем году введение новых квот должно обеспечить текущие потребности рынка и позволить ему к середине 2012 г. постепенно нарастить существенно сократившиеся запасы. Представители Ирана, Алжира, ОАЭ выступают за сохранение цен на нефть не ниже \$80-100 за баррель.

С учетом установленных квот ОПЕК ожидает формирования положительного баланса спроса и предложения на нефтяном рынке в первой половине 2012 г. за счет сокращения спроса на нефть в странах Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР). Эта информация является краткосрочным неблагоприятным фактором для динамики нефтяных котировок. Однако, данные прогнозы, возможно, не реализуются. Во-первых, эффективность принимаемых сейчас мер экономического стимулирования в крупнейших странах приведет к повышению экономического спроса и спроса на сырьевом рынке. Во-вторых, ведущие экономики, вероятно, воспользуются принятым в рамках ОПЕК компромиссом по объему квот для пополнения запасов, которые сейчас находятся на пятилетних минимумах. Наконец, надо отметить, что, даже в периоды формирования положительных балансов на рынке нефти, динамика цен на нефть способна сохранять положительные, и достаточно высокие, темпы роста (см. рис. ниже).

Сравнение динамики баланса мирового спроса и предложения нефти и динамики цен на нефть. Данные за 2012 г. – прогнозы «ФИНАМа» на основе данных ОПЕК.

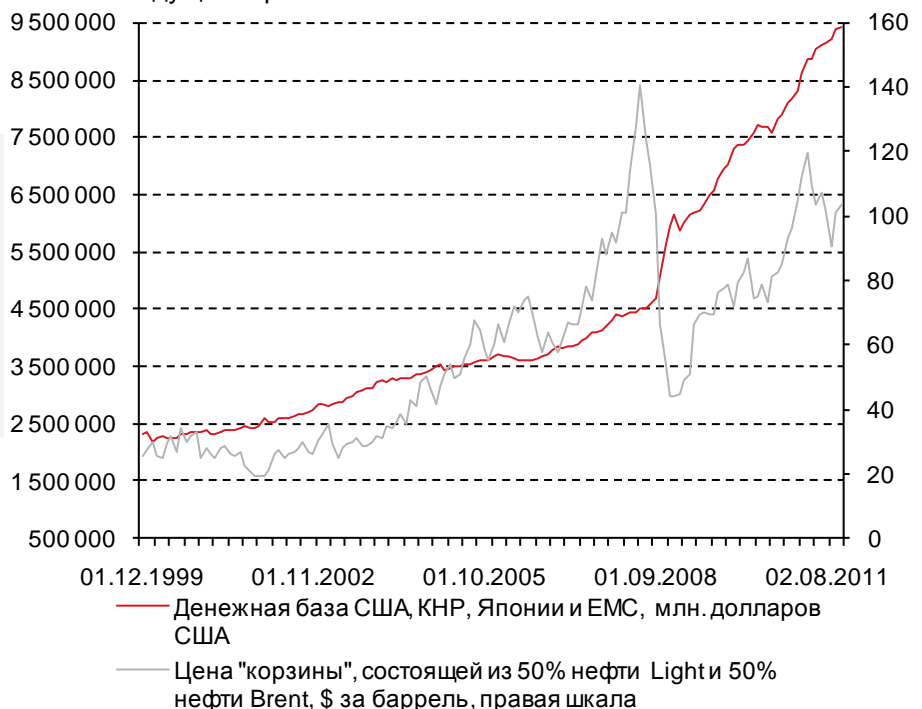
Цены на нефть способны расти высокими темпами даже при положительном балансе спроса и предложения на мировом рынке нефти.

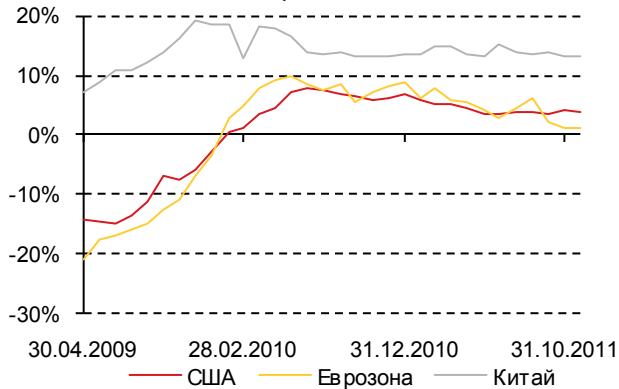
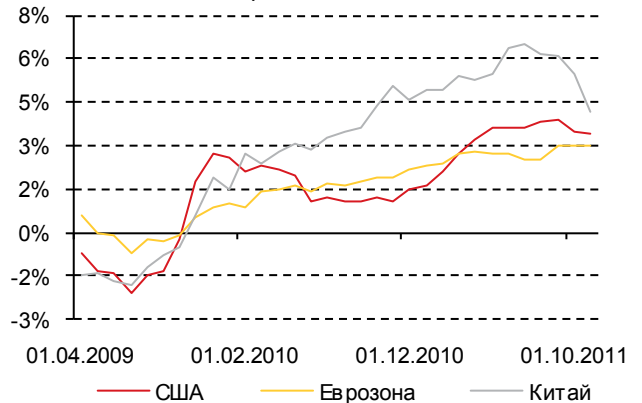
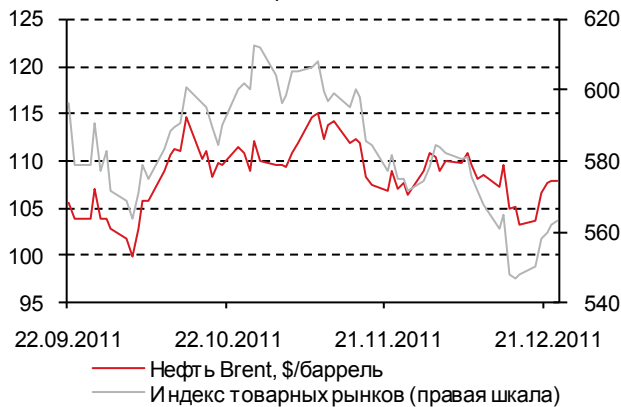


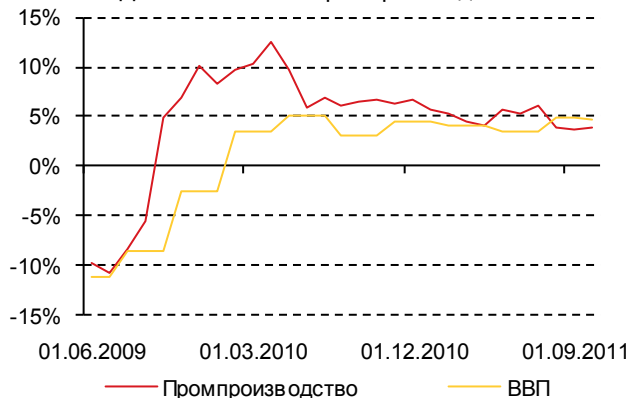
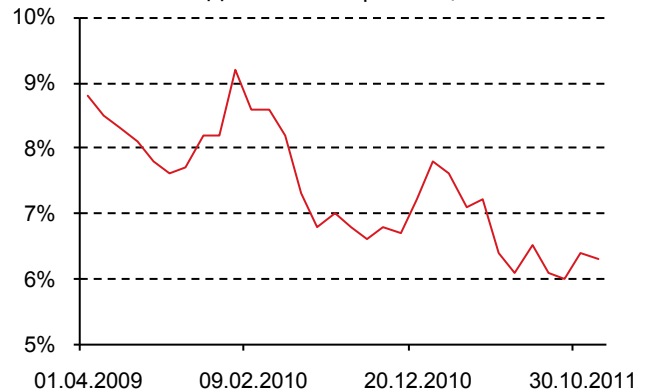
Стабильную поддержку ценам на сырьевом рынке, в том числе и на рынке нефти, оказывают монетарные факторы. В 2012 г. в ряде ведущих стран сохранится и усилится политика денежно-кредитного стимулирования. Темпы прироста денежной массы и денежной базы в мировой экономике останутся положительными. Такая ситуация позволяет рассчитывать на стабильность или рост нефтяных цен даже в условиях резкого роста рисков инвестиций (см. рис. ниже).

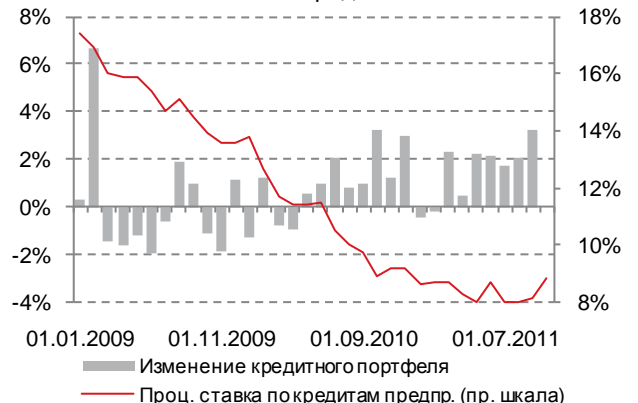
Сравнение динамики цен на нефть и динамики суммарной денежной базы ведущих стран.

Ожидаемый стабильный прирост денежной массы в мировой экономике будет оказывать поддержку нефтяным ценам даже в периоды резкого роста рыночных рисков.



**Графики:**
**Рис. 9.** Помесячная динамика промпроизводства г/г в США, Еврозоне и Китае

**Рис. 10.** Помесячная динамика инфляции г/г в США, Еврозоне и Китае

**Рис. 11.** Динамика цен на нефть и индекса товарных рынков

**Рис. 12.** Динамика стоимости бивалютной корзины и индекса доллара

**Рис. 13.** Динамика ВВП и промпроизводства г/г в РФ

**Рис. 14.** Динамика безработицы в РФ

**Рис. 15.** Динамика инфляции и денежной массы в РФ

**Рис. 16.** Динамика совокупного кредитного портфеля и ставок по кредитам в РФ


## Отраслевые инвестиционные идеи

### Нефть и газ

#### **Роснефть (целевая цена \$9.878; потенциал роста 46.3%)**

*Капитализация – \$71.5 млрд.; P/E 2011 – 5.5; EV/EBITDA 2011 – 3.8*

Роснефть является нашей топ-акцией среди наиболее ликвидных нефтяных компаний, несмотря на планы по увеличению капитальных затрат с целью модернизации сегмента переработки. На наш взгляд, Роснефть обладает высоким потенциалом в области новых проектов, при этом ее связи с правительством и ожидания будущей приватизации будут оказывать поддержку акциям. Ванкорское месторождение станет основным источником роста производственных показателей в среднесрочной перспективе, при этом производственная база с низким уровнем затрат дает компании преимущество перед аналогами. Налоговые льготы по крупному Юрубчено-Тахомскому месторождению и возможность сотрудничества с крупнейшими международными компаниями в сложных проектах могут стать дополнительными драйверами для Роснефти в ближайшие годы.

#### **Лукойл (целевая цена \$76.7; потенциал роста 46.6%)**

*Капитализация – \$44.5 млрд.; P/E 2011 – 3.7; EV/EBITDA 2011 – 2.6*

Недавно руководство Лукойла сообщило об открытии нового перспективного месторождения на шельфе Кот-д'Ивуар, это событие в сочетании с недавно принятой стратегией развития компании на 2012-2021 г. может стать краткосрочным и среднесрочным драйвером роста акций компании. Главной целью программы станет достижение устойчивого роста добычи как за счет новых проектов в Ираке, на Каспии, в Центральной Азии, Африке и ЯНАО, так и за счет увеличения коэффициента извлечения нефти на старых месторождениях. К 2021 г. планируется добывать 110 млн. тонн углеводородов, что соответствует среднегодовому темпу роста добычи на уровне не менее 3.5%. На наш взгляд, новая стратегия является позитивным сигналом для инвесторов, которые уже давно были сильно обеспокоены падающей добычей компании. При этом, уже в 2012 г. Лукойл планирует существенно увеличить дивидендные выплаты, что также должно быть положительно расценено участниками рынка.

#### **Газпром (целевая цена \$7.8; потенциал роста 44.1%)**

*Капитализация – \$129.3 млрд.; P/E 2011 – 2.7; EV/EBITDA 2011 – 2.4*

Согласно утвержденной недавно Советом директоров компании инвестиционной программе, Газпром может сократить свою инвестиционную программу в 2012 г. до 800 млрд. руб., то есть почти на 40% по сравнению с объявленными ранее цифрами. Этот факт также может стать положительным моментом с точки зрения восприятия Газпрома инвесторами, поскольку компания тем самым показывает, что она намерена повышать свою инвестиционную привлекательность путем борьбы со своей главной слабой стороной – низкой эффективностью расходов. Так же позитивным фактором для газового концерна является пересмотр в сторону увеличения дивидендных выплат. По словам руководства Газпрома, дивиденды за 2011 г. могут составить 200 млрд., или 8.39 руб. на акцию, что более чем в два раза выше дивидендов за 2010 г.

#### **Новатэк (справедливая цена \$15.2; потенциал роста 25.3%)**

*Капитализация – \$36.9 млрд.; P/E 2011 – 17.6; EV/EBITDA 2011 – 12.7*

Новатэк остается самой быстрорастущей компанией сектора. Компания продолжает проводить активную стратегию приобретения активов, что обеспечивает стремительный рост ключевых финансовых и производственных показателей. Недавно стало известно о том, что компания Интер РАО собирается расширить объем своего соглашения о закупке газа у Новатэка, то же самое планирует сделать и ОГК-3. Также руководство компании заявило о том, что считает возможным направлять 30% чистой прибыли на дивиденды. Эти новости могут оказать поддержку акциям компании в краткосрочной перспективе. В среднесрочном плане позитивным драйвером для акций компании являются сообщения

СМИ о намерении французской Total увеличить свою долю в Новатэке. Вместе с объявлением о новом партнере проекта Ямал СПГ на предстоящей презентации стратегии компании в январе данная новость будет поддерживать котировки акций Новатэка. В долгосрочной перспективе сильным катализатором роста стоимости компании может стать выход на зарубежные рынки природного газа.

**Сургутнефтегаз прив. (справедливая цена \$0.81; потенциал роста 59.8%)**

*Капитализация – \$32.2 млрд.; P/E 2011 – 4.7; EV/EBITDA 2011 – 1.9*

Сургутнефтегаз ввел в эксплуатацию Северо-Талаканское месторождение, которое станет одним из факторов увеличения операционных показателей в среднесрочной перспективе. Как ожидается, чистая прибыль компании по итогам 2011 г. составит 245-250 млрд. руб. В результате, владельцы привилегированных акций Сургутнефтегаза могут рассчитывать на дивиденды за текущий год в размере 2.3 руб., что соответствует дивидендной доходности по текущим котировкам на уровне 13%. В условиях сохраняющейся нестабильности на финансовых рынках мы считаем покупку привилегированных акций Сургутнефтегаза привлекательной защитной инвестицией на среднесрочную перспективу.

**Башнефть (справедливая цена \$64.6; потенциал роста 36.9%)**

*Капитализация – \$8.6 млрд.; P/E 2011 – 4.9; EV/EBITDA 2011 – 3.5*

Несмотря на ряд негативных новостей вокруг Башнефти, мы считаем акции данной компании одной из самых интересных идей в секторе. Мы ожидаем, что дивидендные выплаты по итогам 2011 г. могут составить около \$8 на акцию каждого типа, что соответствует доходности 12% по обыкновенным акциям и 15% по привилегированным. Такой дивиденд может оказать поддержку акциям в краткосрочном и среднесрочном плане. Основными долгосрочными драйверами роста Башнефти являются перспективы разработки крупного месторождения им. Титова и Требса совместно с Лукойлом, а также возможное партнерство с индийской ONGC. Кроме того, позитивным моментом для Башнефти является одобрение правительством РФ компенсации потерь от введения налоговой системы «60-66», которая действует с 1 октября этого года, в размере 10 млрд. руб. за пять лет.

**Угольный сектор****Распадская (справедливая цена \$4.7; потенциал роста 42.3%)**

*Капитализация – \$2.6 млрд.; P/E 2011 – 8.5; EV/EBITDA 2011 – 4.8*

Мы считаем, что текущая цена на акции компании сильно занижена. Минимум добычи пройден, и в течение последующих трех лет аварийная шахта будет полностью восстановлена. Согласно стратегическим планам Распадской, уже через несколько лет компания сможет практически утроить добычу с текущих 6.4 млн. тонн в год до 18.5 млн. тонн в год. В 2011 г. Распадской не удастся выполнить план по добыче (итоговый результат будет, вероятно, на 25% ниже плана), и, на наш взгляд, рынок сейчас чересчур пессимистично оценивает всю среднесрочную производственную программу компании. Мы же полагаем, что при доказанных и вероятных запасах угля в размере почти 2 млрд. тонн планы компании по добыче выглядят вполне реалистично, и считаем бумаги компании одними из лучших инвестиционных возможностей в расчете на долгосрочных рост российского рынка акций. Краткосрочную поддержку акциям Распадской будет оказывать объявленная в ноябре программа по обратному выкупу акций компании в объеме 10% от уставного капитала по цене 150 руб. за бумагу.

## Цветная металлургия

### **ВСМПО-Ависма (справедливая цена \$182.1; потенциал роста 12.3%)**

*Капитализация – \$2.1 млрд.; P/E 2011 – 30.4; EV/EBITDA 2011 – 8.1*

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе акции ВСМПО-Ависма будут продолжать пользоваться повышенным вниманием со стороны инвесторов на фоне высокого мирового спроса на титан. Долгосрочным драйвером роста акций компании остаются планы правительства РФ по созданию в 2012 г. ОЭЗ «Титановая долина», в которой ВСМПО-Ависма будет являться головной компанией.

## Банковский сектор

### **Сбербанк (справедливая цена \$3.8; потенциал роста 47.3%)**

*Капитализация – \$57.5 млрд.; P/E 2011 – 5.1; P/BV 2011 – 1.5*

Сбербанк по-прежнему остается одним из лидеров российского банковского сектора по темпам роста кредитования и эффективности бизнеса. Мы ожидаем роста чистой прибыли компании по МСФО по итогам года на 70% по сравнению с прошлым годом. Руководство банка перенесло продажу 7.6%-го госпакета акций на международных рынках на первую половину 2012 г., что окажет поддержку акциям компании в среднесрочном плане. Согласно недавнему заявлению главы Сбербанка Г. Грефа, акции будут проданы, если цена превысит 100 руб. за одну обыкновенную акцию.

## Удобрения

### **Уралкалий (справедливая цена \$8.7; потенциал роста 14.8%)**

*Капитализация – \$23.5 млрд.; P/E 2011 – 15.9; EV/EBITDA 2011 – 10.5*

Уралкалий является одной из самых привлекательных компаний сектора. Заключенные летом договора на поставку удобрений со всеми основными международными потребителями компании по повышенным ценам должны существенно улучшить финансовые показатели Уралкалия во втором полугодии 2011 г. Также недавно были существенно повышены цены для внутренних потребителей, что положительно скажется на финансовых результатах в первой половине 2012 г. Кроме того, программа расширения мощностей Уралкалия предусматривает модернизацию и расширение текущих мощностей, в том числе разработку проектов «с нуля»: так, недавно началась разработка нового Усть-Яйвинского рудника. По оценкам специалистов, этот проект является очень эффективным и позволит компании восполнить выбывающие запасы калия на старых месторождениях. В среднесрочной перспективе поддержку котировкам акций Уралкалия будут оказывать программа выкупа акций, а также планы по размещению бумаг на международных биржах.

### **Акрон (справедливая цена \$54.2; потенциал роста 23.1%)**

*Капитализация – \$2.1 млрд.; P/E 2011 – 5.0; EV/EBITDA 2011 – 4.4*

Благоприятная конъюнктура мирового рынка удобрений позволила Акрону показать отличные финансовые результаты в 2011 г. Между тем, цены на минеральные удобрения продолжают демонстрировать завидную устойчивость к общему ухудшению ситуации на товарных рынках, поэтому в 2012 г. мы также ожидаем хороших финансовых показателей. Компания выигрывает от ослабления рубля, а в середине следующего года должно быть запущено месторождение апатита «Олений ручей» в Мурманской области, что снизит зависимость компании от сторонних поставщиков сырья. Дополнительной поддержкой для бумаг Акрона в 2012 г. должно стать погашение казначейского пакета акций в размере 15% уставного капитала, а также ожидания высоких дивидендов. В более отдаленной перспективе драйвером роста стоимости котировок акций компании может стать SPO на Лондонской бирже.

## Электроэнергетика

### **Э.ОН Россия (справедливая цена \$0.12; потенциал роста 70.5%)**

*Капитализация – \$4.4 млрд.; P/E 2011 – 7.3; EV/EBITDA 2011 – 5.0*

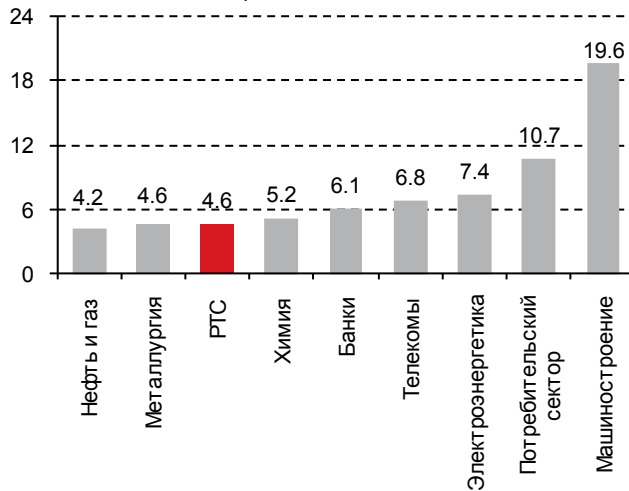
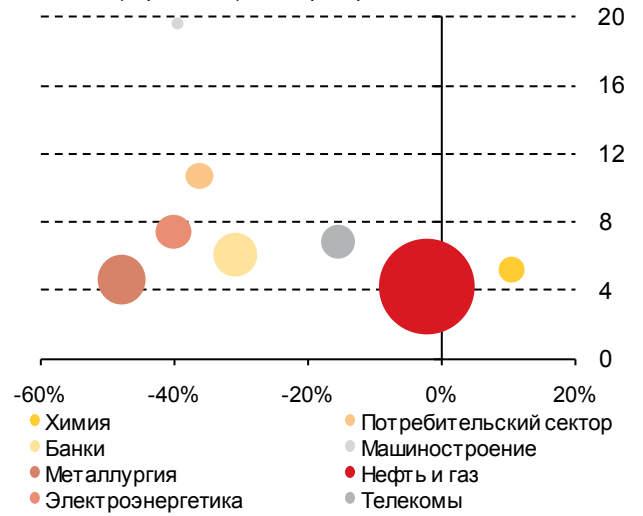
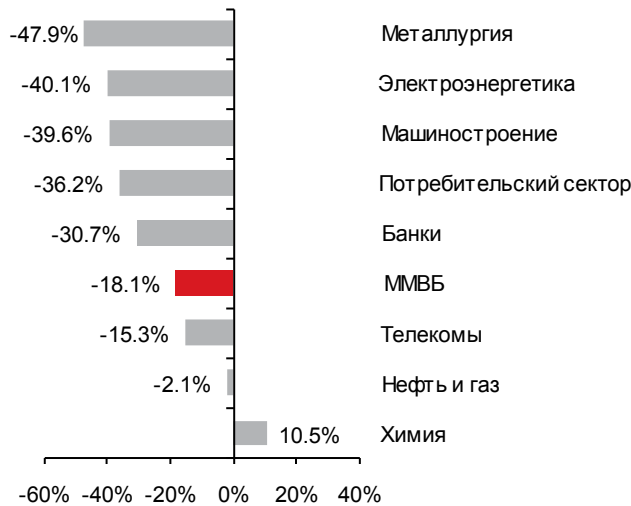
Э.ОН Россия остается самой эффективной тепловой генерирующей компанией в стране. Согласно отчетности за 9 месяцев 2011 г. по МСФО, рентабельность компании по EBITDA составила более 32% – самый высокий показатель среди российских ОГК. По итогам года мы ожидаем роста чистой прибыли по МСФО на 60%. В 2011 г. Э.ОН Россия продолжила высокими темпами вводить в строй новые энергоблоки. В совокупности с новыми мощностями Шатурской ГРЭС, введенными в прошлом году, вновь построенное генерирующее оборудование компании составляет около 16% от всей мощности. Поскольку основная часть инвестиционной программы Э.ОН Россия уже реализована, мы ожидаем, что в ближайшие годы компания может начать выплачивать дивиденды, что окажет поддержку акциям компании.

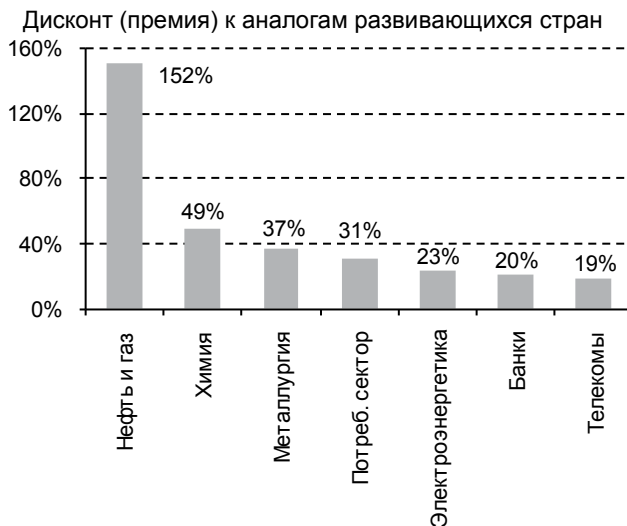
## Химия

### **Нижнекамскнефтехим (справедливая цена \$0.97; потенциал роста 31.2%)**

*Капитализация – \$1.3 млрд.; P/E 2011 – 3.2; EV/EBITDA 2011 – 2.1*

Нижнекамскнефтехим (НКНХ) – ведущий российский производитель и экспортер нефтехимической продукции. Благодаря сохраняющейся благоприятной конъюнктуре мирового рынка синтетического каучука чистая прибыль за 9 месяцев 2011 года по РСБУ выросла в 1.8 раза. В среднесрочной перспективе драйвером роста стоимости НКНХ может стать IPO компании, которое повысит ликвидность акций и привлечет дополнительный интерес инвесторов к предприятию.

**Графики:**
**Рис. 17.** Оценка P/E 2011 индекса РТС и ключевых секторов экономики РФ

**Рис. 18.** Анализ P/E (вертик. ось) и динамики с начала 2011 г. (гориз. ось) секторов российской экономики

**Рис. 19.** Динамика индекса ММВБ и акций ключевых секторов экономики РФ за месяц

**Рис. 20.** Ожидаемый рост прибыли компаний, входящих в состав индекса ММВБ, в 2012 г.

**Рис. 21-22.** Оценка дисконта секторов российской экономики по коэффициенту P/E 2011 к иностранным аналогам


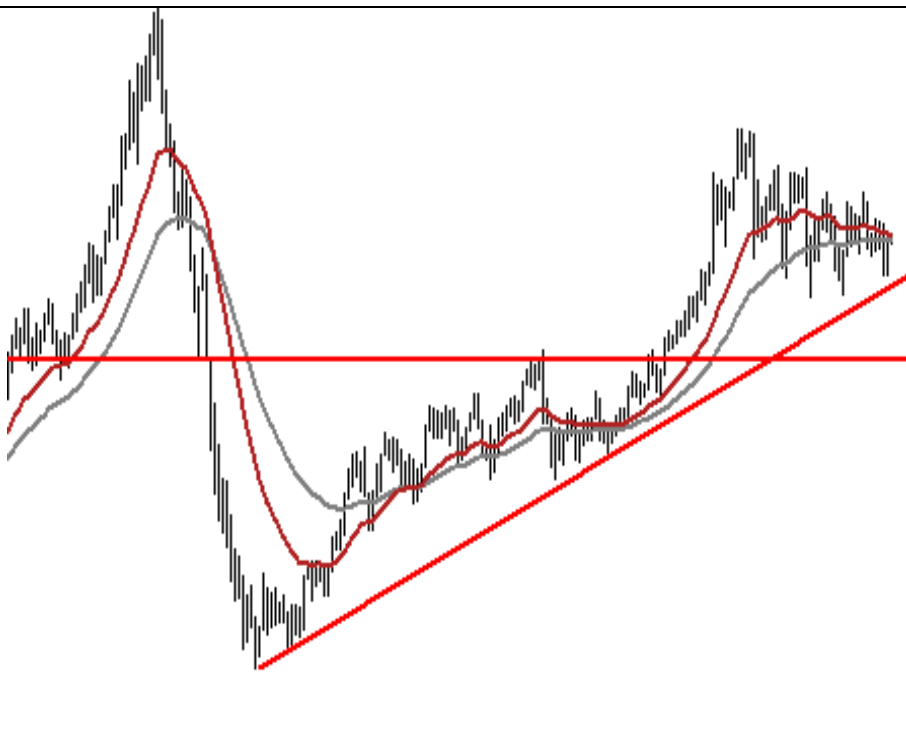
## Техническая картина по основным индексам и сырьевым товарам

(Загоруйко Антон)

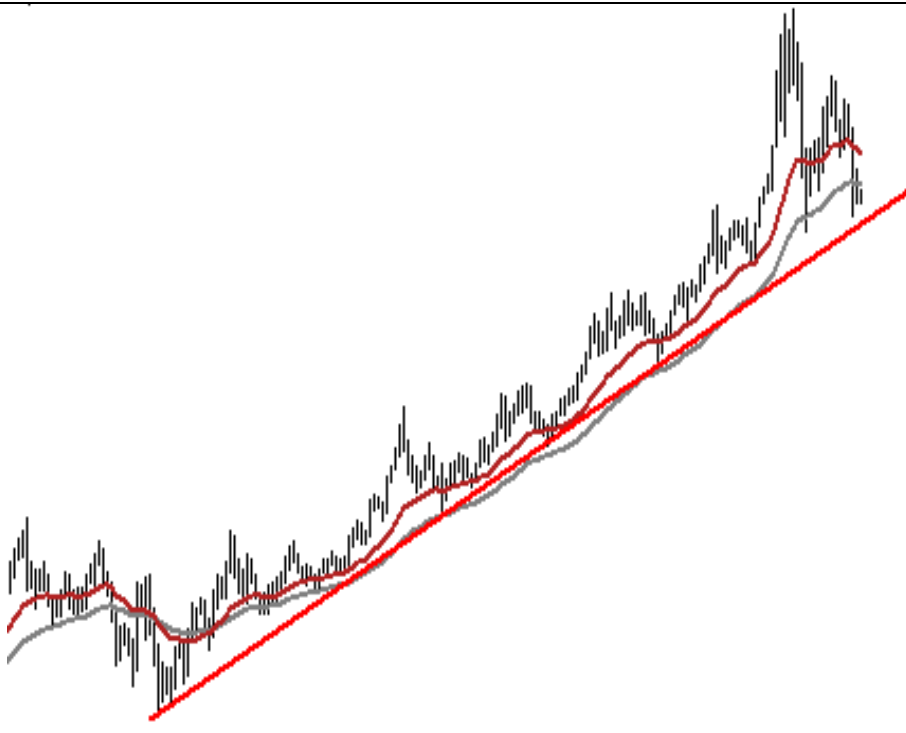


**Нефть Brent**

Котировки нефти Brent движутся в рамках долгосрочного восходящего тренда. Цена находится на уровне своих скользящих средних, что говорит о нейтральном настроении на рынке. В случае возобновления роста ближайшее сопротивление будет находиться на уровне \$120.5-126.5 за баррель, далее \$145 за баррель. Ближайшая поддержка находится в районе \$98.5-100 за баррель, далее \$90 за баррель. Сильная поддержка лежит в диапазоне \$80-82 за баррель.

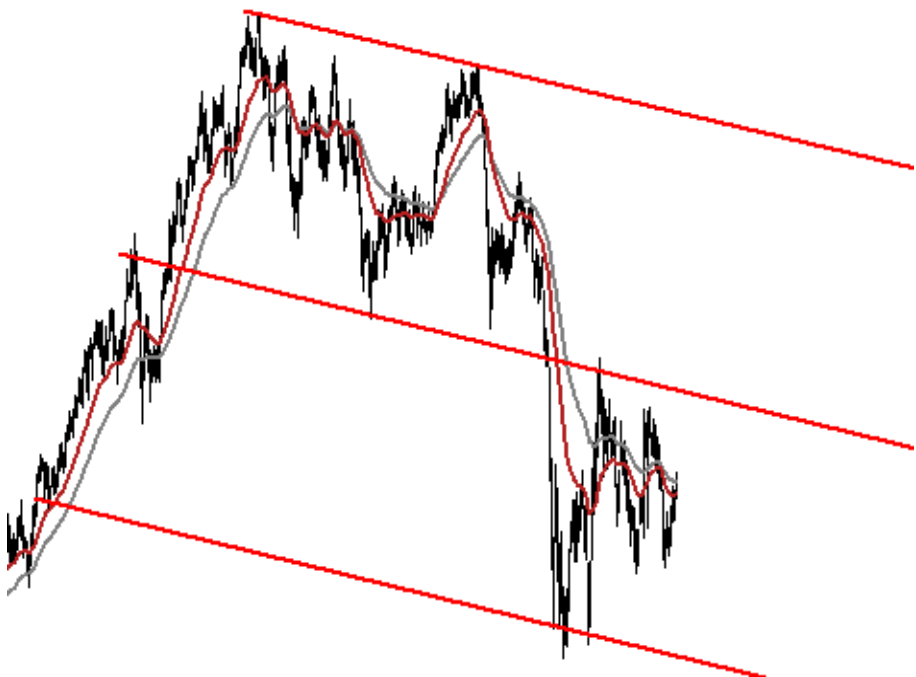

**Золото**

Котировки золота движутся в рамках долгосрочного растущего тренда (красная линия). Технические индикаторы графика говорят о замедлении растущей тенденции – цена находится ниже скользящих средних. Сопротивление находится на уровне \$1760-1800 за унцию, далее \$1910 за унцию. Поддержка лежит в районе \$1430-1470 за унцию, в случае ее пробития целью снижению будет район \$1260-\$1300 за унцию.



**Медь**

Котировки меди торгуются в негативном ключе весь 2011 г., в данный момент они находятся вблизи скользящих средних, что говорит о нейтральном настроении на рынке. Поддержка лежит на уровне \$6500-6700 за тонну, далее \$6000 за тонну. Ближайшее сопротивление находится на уровне \$8000-8100 за тонну, далее район \$9300-\$9500 за тонну.



## Контакты

**Группа клиентской аналитики**  
(Департамент клиентского обслуживания)

**Зайцева Анна**  
Руководитель  
+7 (495) 796-90-26, доб.2025  
[zaytseva@corp.finam.ru](mailto:zaytseva@corp.finam.ru)

**Осин Александр**  
Аналитик  
+7 (495) 796-90-26, доб.2358  
[osin@corp.finam.ru](mailto:osin@corp.finam.ru)

**Пальянов Андрей**  
Консультант-аналитик  
+7 (495) 796-90-26, доб.2040  
[palyanov@corp.finam.ru](mailto:palyanov@corp.finam.ru)

**Загорулько Антон**  
Консультант-аналитик  
+7 (495) 796-90-26, доб.2040  
[zagorulko@corp.finam.ru](mailto:zagorulko@corp.finam.ru)

**Силакова Екатерина**  
Аналитик  
+7 (495) 796-90-26, доб.1608  
[silakova@corp.finam.ru](mailto:silakova@corp.finam.ru)

**Додонов Игорь**  
Консультант-аналитик  
+7 (495) 796-90-26, доб.1627  
[idodonov@corp.finam.ru](mailto:idodonov@corp.finam.ru)

**Отдел Классического Рынка**  
(доверительное и консультационное  
управление, операции в РТС и на внебиржевом  
рынке)

**Коновалов Василий**  
Руководитель отдела  
+7(495) 796-93-88, доб.2744  
[konovalov@corp.finam.ru](mailto:konovalov@corp.finam.ru)

**Голубев Артем**  
Портфельный менеджер  
+7(495) 796-93-88, доб.2745  
[golubev@corp.finam.ru](mailto:golubev@corp.finam.ru)

**Дубинин Иван**  
Портфельный менеджер  
+7(495) 796-93-88, доб.2747  
[dubinin\\_i@corp.finam.ru](mailto:dubinin_i@corp.finam.ru)

**Зюриков Александр**  
Портфельный менеджер  
+7(495) 796-93-88, доб.2740  
[zyurikov@corp.finam.ru](mailto:zyurikov@corp.finam.ru)

**Спиридонов Денис**  
Портфельный менеджер  
+7(495) 796-93-88, доб.2742  
[spiridonov\\_d@corp.finam.ru](mailto:spiridonov_d@corp.finam.ru)

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.