



13 октября 2011

ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ОБЗОР МАКРОЭКОНОМИКИ

Снижение прогнозов курса рубля, незначительное ухудшение прогнозов экономического роста

Сергей Карыхалин s.karykhalin@tkbc.ru

Сомнение – не самое приятное состояние, но уверенность – абсурд.

Вольтер

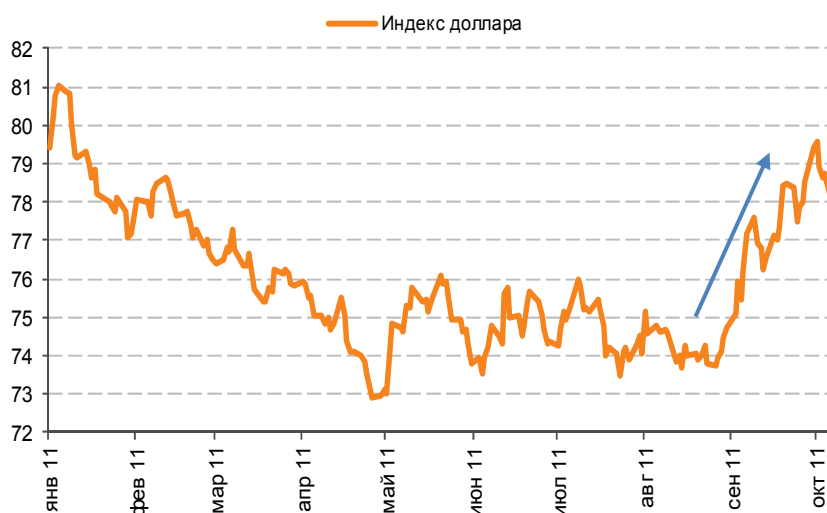
Предвыборная политическая неопределенность разрешилась – В. Путин будет баллотироваться в президенты, Д. Медведев должен возглавить новое правительство. Главные лица останутся теми же, но очевидно, что для «перезапуска» экономического роста необходимо менять экономическую политику. Без новых триггеров в перспективе ближайших лет мы увидим вялый экономический рост, а зависимость от экспорта углеводородов будет только увеличиваться.

Мы понизили наши прогнозы по обменному курсу рубля (до 29.7 рубля за доллар в среднем в 2011 г., а также до 30.5 и 30.6 в 2012 и 2013 гг. соответственно), отразив ожидания более высокого оттока капитала. При этом мы по-прежнему полагаем, что рубль частично восстановит свои позиции после недавнего падения, по мере того, как настроения на мировых финансовых рынках улучшатся.

Несмотря на все опасения, экономическая статистика демонстрирует относительную силу российской экономики. Тем не менее, мы не исключаем, что волнения на мировых фондовых рынках могут отрицательно сказаться на темпах роста в ближайшие месяцы. Мы обновили нашу модель с учетом новых прогнозов по курсу рубля и недавно опубликованных данных, что привело к незначительному понижению наших прогнозов. Мы ожидаем, что ВВП РФ вырастет на 4.2% в этом году и на 3.5% и 3.9% в 2012 и 2013 гг. соответственно.

Европейские долговые проблемы продолжают отрицательно сказываться на рынках и экономике в целом. Рискованные активы остаются под давлением, но последние события внушают нам надежду на то, что правительства стран зоны евро и мировые центральные банки будут действовать решительно в целях поддержки экономики и банковской системы. Мы полагаем, что самые негативные сценарии, вызывающие наибольшие опасения инвесторов, не реализуются.

График месяца



Неприятие риска привело к резкому росту курса доллара против основных валют

Источник: Bloomberg

События в мире

Европа пытается решить проблему суверенного долга поступательно, но проблемы возникают быстрее. Большинство членов еврозоны уже проголосовали за увеличение Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), и в скором времени фонд должен начать функционировать как механизм стабилизации. Хотя его мощность значительно увеличится с 440 млрд евро до 780 млрд евро, инвесторы рассматривают этот объем как недостаточный в случае, если кризис захватит более крупные страны, отдельные признаки чего мы сейчас наблюдаем. Детали функционирования фонда пока находятся в стадии обсуждения, поскольку многое зависит от объемов долговой нагрузки, которую фонд сможет принять на себя, ведь количество потенциально токсичных активов оценивается значительно выше. Последние новости свидетельствуют о том, что ЕЦБ и правительства еврозоны стремятся избежать непоправимого для экономики ущерба и оказать банкам дополнительную поддержку.

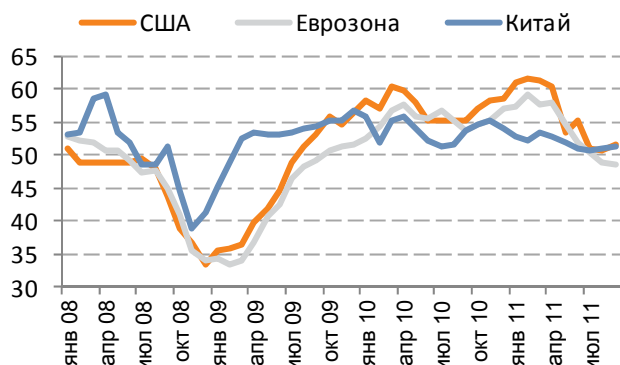
Греция вводит меры ужесточения экономической политики, но пока не может удовлетворить согласованным бюджетным ограничениям. Несмотря на все усилия, дефицит бюджета в 2011 г. будет выше величины, согласованной в рамках проекта по первому пакету финансовой помощи, то же и с проектом бюджета на 2012 г. В результате решение по предоставлению Греции транша в размере 8 млрд евро откладывается. Наиболее вероятными нам кажутся два сценария развития событий: Греция предпринимает дополнительные меры по сокращению бюджетных расходов для удовлетворения всех требований ЕС, ЕЦБ и МФВ, получает деньги и выигрывает время для ведения дальнейших переговоров по второму пакету помощи ИЛИ вырабатывается принципиально новое комплексное решение (возможно, в форме управляемого дефолта). В свою очередь, рынки в сентябре отыгрывали самую неблагоприятную ситуацию, опасаясь неуправляемого дефолта с непредвиденными последствиями. Мы ожидаем, что ситуация существенно прояснится к концу октября.

Мировая экономика испытывает давление со стороны европейского долгового кризиса и чем дольше неопределенность будет сохраняться, тем хуже для рынков. Индикаторы экономической активности в сентябре продолжили сокращаться, демонстрируя все большую вероятность рецессии в Европе и свидетельствуя о замедлении темпов роста в США и Китае. В целом ситуация представляется сложной, но не критичной – мы полагаем, что у мировой экономики есть хорошие шансы избежать серьезного ущерба при условии, что европейские проблемы будут локализованы и финансовый сектор получит сильную поддержку от регуляторов. Новости о состоянии экономики США и квартальные корпоративные отчеты, а также дальнейшие попытки европейских стран найти выход из долгового кризиса и поддержать банки будут представлять особый интерес в течение следующих нескольких недель.

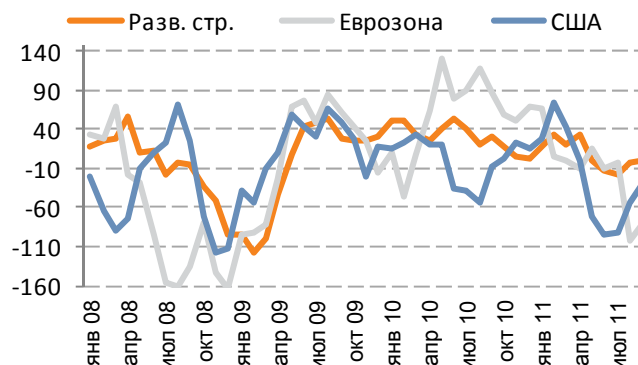
Последствия для России

Россия далека от эпицентра кризиса, но, как многие другие, российский фондовый рынок пострадал от глобальной нестабильности. Тем не менее, ЦБ РФ и правительство проводят рациональную политику, и экономика выглядит устойчивой, пока цены на нефть остаются на относительно высоких уровнях.

Ослабление рубля может ударить по потребителям и подстегнуть инфляцию, неопределенность по поводу курса мировой экономики может отрицательно сказаться на инвестиционной активности. В настоящий момент мы видим лишь ограниченное влияние – социальные платежи и зарплаты бюджетников продолжают расти в соответствии с планами, на рынке есть достаточные объемы рублевой ликвидности, кредитные рынки открыты, хотя процентные ставки немного подросли, отражая более высокие кредитные риски. Более того, рубль значительно упал по отношению к доллару США, однако по отношению к другим валютам курс существенно не изменился. Мировая нестабильность вряд ли повлияет на инвестиционные планы основных государственных компаний, поэтому мы не ожидаем сокращения инвестиций в собственный капитал в 4К; инвестиционная активность в начале следующего года будет зависеть от развития глобальной ситуации.

Индексы пром. активности США, Еврозоны и Китая


Источник: Bloomberg

Индексы экономических сюрпризов


Источник: Bloomberg

Экономические драйверы

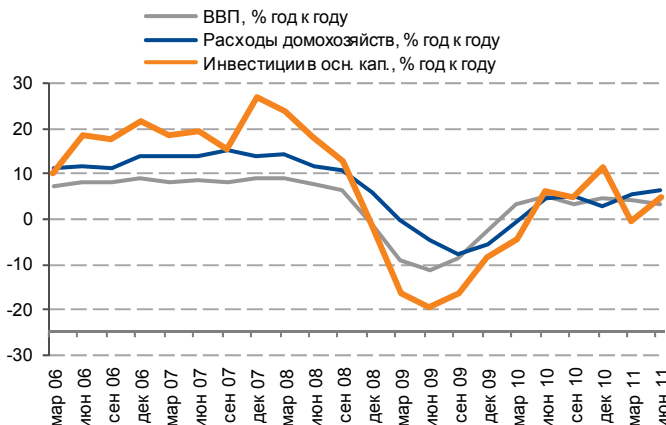
Согласно последним данным, российская экономика остается в хорошем состоянии, но многое зависит от продолжительности глобальной нестабильности. Оценки Министерства экономического развития демонстрируют, что темпы роста ВВП в августе ускорились до 5.2% год к году по сравнению с 4.2% в июле. В январе-августе экономика выросла на 4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Мы ожидаем, что экономика продемонстрирует сильные результаты в 4К на фоне высокого роста потребления и традиционного увеличения инвестиций в конце года. Мы учли новые прогнозы по обменному курсу рубля и свежую статистику в нашей модели, что привело к пересмотру прогнозов темпов роста на 2011-2013 гг. в сторону понижения на 0.2-0.3 п.п. до 4.2%, 3.5% и 3.9% соответственно.

В августе темпы роста промышленного производства ускорились. Темпы роста промышленного производства ускорились до 6.2% год к году по сравнению с 5.2% в июле. В абсолютном выражении промышленное производство выросло на 1.1% месяц к месяцу, в то время как, исключая сезонные и календарные факторы, ежемесячный рост составил скромные 0.2%. Темпы роста ускорились во всех основных группах: обрабатывающая промышленность выросла на 7.1% год к году (5.5% в июле), темпы роста в добывающих отраслях ускорились до 3.3% (1.8% в июле), распределение и производство электроэнергии, воды и газа увеличилось на 2.3% год к году (1.9% в июле).

Темпы роста инвестиций в основной капитал замедлились в августе. Темпы роста инвестиций несколько замедлились в августе, увеличившись на 6.5% против 7.9% в прошлом месяце. В январе-августе инвестиции в основной капитал выросли на 4.1% год к году – мы ожидаем, что показатель роста в годовом выражении продолжит расти (мы прогнозируем рост на уровне 6% на 2011 г.). Наши ожидания основываются на том факте, что ведущие госкомпании (Газпром, РЖД и др.) подтвердили расширение своих инвестиционных программ на 2011 г.

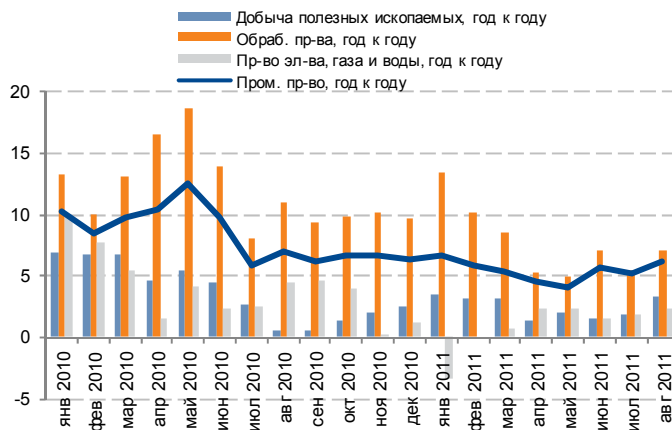
Профицит внешней торговли сократился до \$14.7 млрд в августе. В августе наблюдался самый низкий уровень профицита в текущем году в результате резкого роста импорта, опередившего темпы роста экспорта. В ближайшие месяцы стоимость экспорта продолжит сокращаться на фоне коррекции цен на нефть, но эта тенденция будет компенсироваться замедлением темпов роста импорта. Таким образом, профицит в ближайшие месяцы не продемонстрирует существенного сокращения и останется на разумных уровнях – ниже среднего значения этого года, но около среднего показателя для 2009-2010 гг.

Рост ВВП



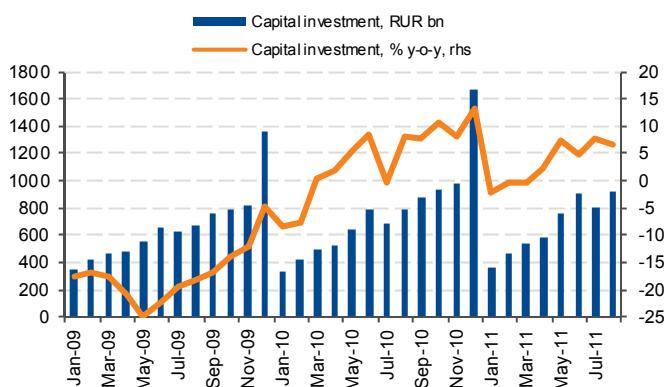
Источник: Bloomberg

Промышленное производство



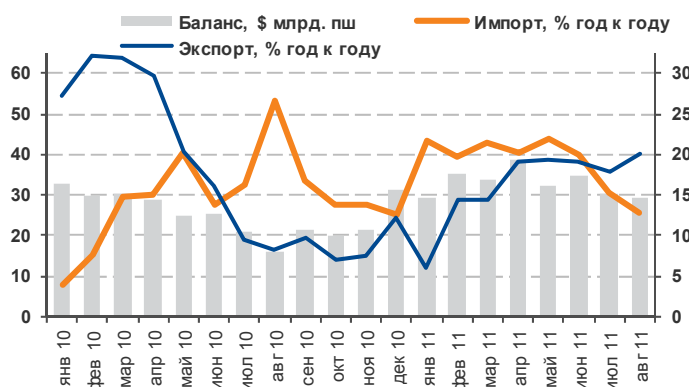
Источник: Bloomberg

Инвестиции



Источник: Bloomberg

Торговый баланс



Источник: Bloomberg

Рынок труда, доходы и расходы

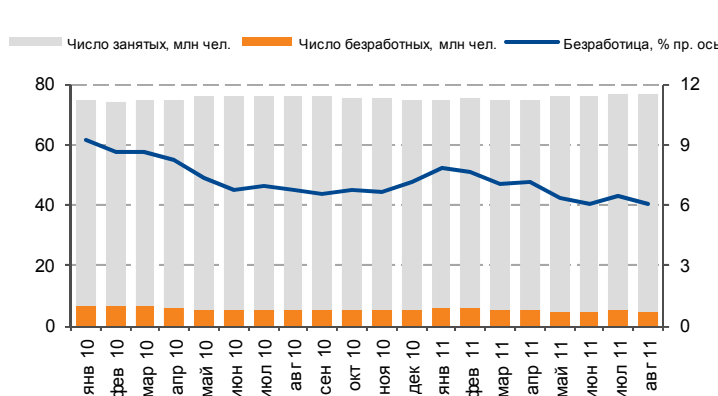
Уровень безработицы в августе снизился. Согласно данным Росстата, в августе уровень безработицы вернулся на отметку 6.1% после роста до 6.5% в июле. Число безработных сократилось на 341 тыс. до 4762 тыс. человек, что соответствует 6.1% от экономически-активного населения. Мы ожидаем, что уровень безработицы будет колебаться вблизи текущих уровней, поскольку неопределенность относительно будущей экономической динамики может ограничить желание работодателя нанимать новых сотрудников.

Реальная заработная плата и рост доходов ускорились на фоне замедляющейся инфляции. Уровень средней заработной платы увеличился до 23,126 руб. в августе, в реальном выражении средняя заработная плата выросла на 3.9% год к году по сравнению с 2.4% в июле. Реальный располагаемый доход вырос на 1.4% год к году в августе, слегка ускорившись по сравнению с прошлым месяцем (0.4% год к году). Однако темпы роста реального располагаемого дохода с января по август 2011 г. остались в минусе (-0.7%).

Оборот розничной торговли рос в августе самыми быстрыми темпами за 9 месяцев. Темпы роста розничной торговли ускорились до 7.8% год к году в августе против 5.7% год к году в июле. Столь бурный рост оказался довольно неожиданным, и мы можем объяснить его первой стадией девальвации рубля, которая могла подстегнуть потребительскую активность – таким образом, мы не ожидаем, что такие темпы роста сохранятся в дальнейшем. Однако общая картина с потреблением выглядит по-прежнему благоприятно, и мы прогнозируем, что потребительская активность поддержит экономический рост в 4К.

Потребительское доверие. В 3К индекс потребительского доверия увеличился второй месяц подряд. Индекс вырос до -7% с -9% во 2К и -13% в 1К. В то же время экономические ожидания слегка снизились, что явилось реакцией на опасения по поводу будущей экономической динамики на фоне нестабильности на финансовых рынках.

Безработица



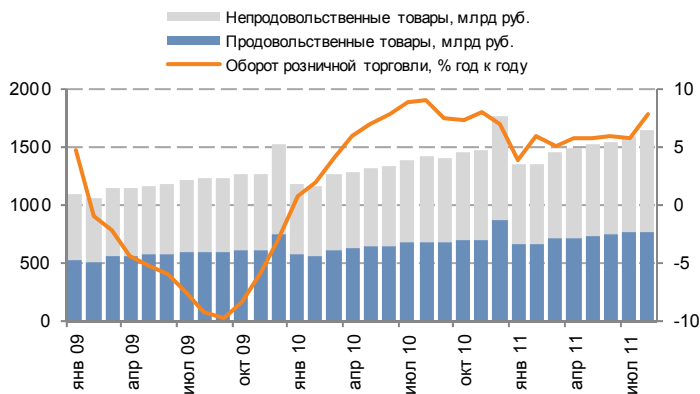
Источник: Bloomberg

Зарплата



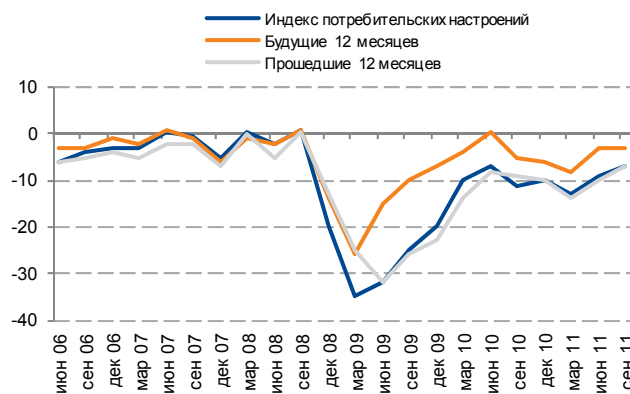
Источник: Bloomberg

Розничная торговля



Источник: Bloomberg

Индекс потребительских настроений



Источник: Bloomberg

Цены, процентные ставки и рубль

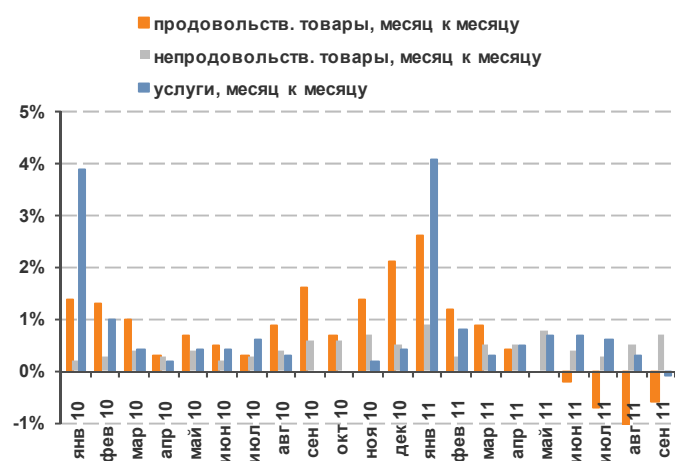
Инфляция в годовом выражении замедлилась до 7.2% в сентябре против 8.2% в августе. Значительное замедление инфляции объясняется эффектом высокой базы (цены на продовольствие снижаются четвертый месяц подряд в противовес резкому росту прошлого года). Снижение цен на продовольствие вряд ли продолжится в октябре. Более того, недавняя девальвация рубля и ускорение инфляции цен производителей создают риски для инфляции, также как увеличение зарплат бюджетников (на 6.5% с октября) и традиционное повышение бюджетных расходов в 4К. Однако денежные агрегаты по-прежнему благоприятствуют сокращению инфляции – темпы роста денежной базы (M2) замедлились в августе до 20.9%. По нашему прогнозу, инфляция по итогам 2011 г. составит 7.5%.

Цены производителей выросли на 4.6% месяц к месяцу в августе, с начала года цены увеличились на 11.5%. В июне и июле мы наблюдали отрицательную динамику, что понизило показатель в выражении год к году, однако после значительного увеличения в августе темпы в годовом выражении выросли до 18.5%. Месячный скачок цен производителей оказался неожиданно высоким, благодаря увеличению цен на нефть и нефтепродукты. Цены на сырую нефть выросли в августе на 20.7%, а цены на нефтепродукты - на 13.8%. Мы обеспокоены ускорением инфляции цен производителей и особенно повышением цен на топливо, которое может подстегнуть и потребительскую инфляцию.

На своем сентябрьском заседании ЦБ РФ снизил ставки репо на 25 п.п. до 5.25% и повысил ставку по депозитам «овернайт» на 25 п.п. до 3.75%. Ставка рефинансирования осталась неизменной на уровне 8.25%. Таким образом ЦБ РФ сузил коридор процентных ставок, пытаясь понизить волатильность ставок денежного рынка. Мы полагаем, что уровень неопределенности относительно экономических тенденций в последние месяцы значительно повысился – дальнейшее замедление инфляции - под вопросом, а экономический рост зависит от нестабильной ситуации на глобальных рынках. С одной стороны, ЦБ РФ следует поддержать ликвидность банковской системы, с другой – попытаться избежать рисков, которые могут спровоцировать инфляцию и спекуляции против рубля. Следующее заседание Банка России запланировано на последнюю декаду октября.

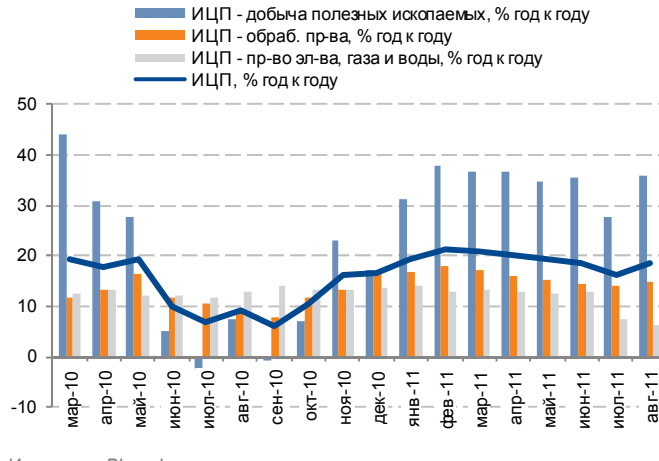
Мы пересмотрели наши прогнозы курса рубля в сторону понижения из-за повышения оценок оттока капитала, но по-прежнему ожидаем восстановления российской валюты. Наши новые прогнозы курса рубля: в среднем 29.7 руб. за доллар США в 2011 г., 30.5 и 30.6 в 2012 и 2013 гг. соответственно. Таким образом, мы продолжаем ожидать, что рубль частично восстановит позиции на фоне улучшения настроений на мировых рынках.

Индекс потребительских цен



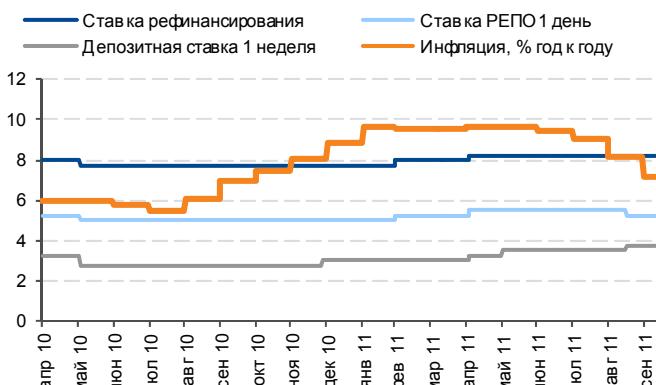
Источник: Bloomberg

Индекс цен производителей



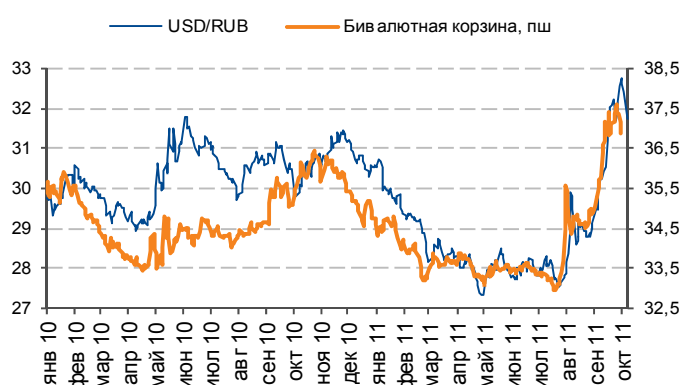
Источник: Bloomberg

Ставки ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg

Доллар/рубль и Корзина/рубль



Источник: Bloomberg

Федеральный бюджет и экономическая политика

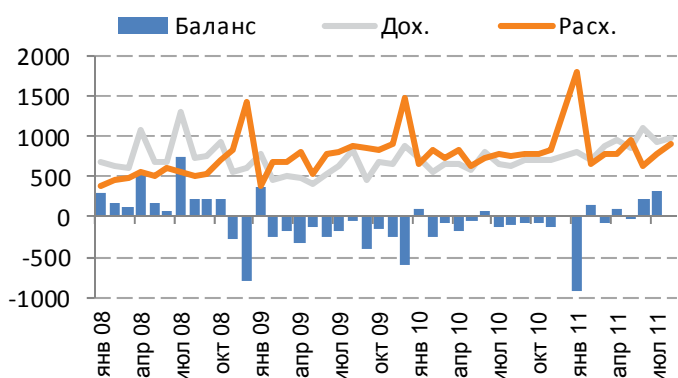
Федеральный бюджет остается в профиците. Согласно данным Министерства финансов, профицит составил 759 млрд руб. в январе-августе, или 2.3% ВВП за тот же период. На данный момент мы не видим признаков заметного ухудшения внутриэкономической конъюнктуры, поэтому ожидаем, что бюджетные доходы будут оставаться высокими до конца года. Именно поэтому мы считаем, что у правительства, скорее всего, даже будет возможность увеличить объем Резервного Фонда.

В следующем году ситуация станет более сложной. Проект федерального бюджета на 2012 г. предполагает цену на нефть на уровне \$100 за баррель и 2.7% дефицита ВВП. Однако эти цифры учитывают увеличение объема Резервного Фонда. По словам и.о. министра финансов А. Силуанова, без вливаний в Резервный Фонд бюджет может быть сбалансирован при ценах на нефть на уровне \$93 за баррель. Если цена на нефть упадет ниже, правительству придется выбирать между использованием резервных средств и урезанием расходов.

Правительство извлекло уроки из кризиса 2008 года и потому будет более осмотрительно. Вне зависимости от опасений по поводу агрессивных госрасходов и конфликта между президентом и министром финансов Кудриным, что привело к отставке последнего, мы ожидаем, что правительство будет проводить более рациональную политику. Недавние комментарии В. Путина и и.о. министра финансов показывают, что правительство осознаёт серьезность мировой экономической конъюнктуры и вряд ли пойдет на агрессивные популистские меры. Мы считаем весьма вероятным, что после выборов заявленное увеличение некоторых статей расходов (например, на оборонку) будет пересмотрено. В текущей сложной мировой конъюнктуре Россия не может позволить себе иметь высокий дефицит бюджета.

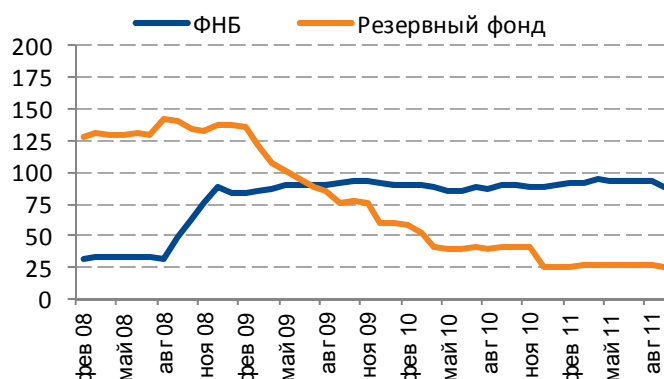
Политическая неопределенность разрешена – Путин станет кандидатом в президенты РФ, Медведев может возглавить правительство. Министр финансов Алексей Кудрин стал первой жертвой нового политического сезона, лишившись своего поста после заявлений о несогласии с президентским курсом в части серьезного увеличения расходов государства на оборонно-промышленный комплекс. Однако мы не видим каких-либо сигналов, предвещающих существенные изменения в правящей команде, поскольку ключевые фигуры останутся теми же. Впрочем, очевидно, что для «перезапуска» экономического роста необходимо изменение эконмического курса. Без новых триггеров перспективой ближайших лет будет вялый экономический рост, в то время как зависимость от экспорта углеводородов усилится.

Баланс бюджета



Источник: Bloomberg

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния



Источник: Bloomberg

Календарь макроэкономической статистики и основных событий

| Дата | Показатель | Период | Прогноз | Предыдущее |
|---------------|---|------------|---------|------------|
| 13-14 октября | SK Словакия последней из стран еврозоны голосует за расширение EFSF | | -- | -- |
| 13-14 октября | RU Сальдо бюджета (с начала года) | Сентябрь | -- | 759,0B |
| 13 октября | ЕС Министры финансов стран еврозоны обсудят помощь Греции | | -- | -- |
| 14 октября | G20 Встреча министров финансов стран G20 | | -- | -- |
| 17-18 октября | RU Цены производителей (м/м) | Сентябрь | 0,00% | 4,60% |
| 17-18 октября | RU Цены производителей (г/г) | Сентябрь | 18,80% | 18,50% |
| 17-19 октября | RU Промышленное производство (г/г) | Сентябрь | 5,50% | 6,20% |
| 18-20 октября | RU Чистый доход | Сентябрь | 2,30% | 1,40% |
| 18-20 октября | RU Реальная заработная плата (г/г) | Сентябрь | 4,60% | 3,90% |
| 18-20 октября | RU Оборот розничной торговли (м/м) | Сентябрь | 0,70% | 3,80% |
| 18-20 октября | RU Оборот розничной торговли (г/г) | Сентябрь | 8,00% | 7,80% |
| 18-20 октября | RU Уровень безработицы (%) | Сентябрь | 6,20% | 6,10% |
| 18-20 октября | RU Инвестиции в основной капитал | Сентябрь | 7,00% | 6,50% |
| 21-31 октября | RU Депозитная ставка | 21 октября | -- | 3,75% |
| 21-31 октября | RU Ставка РЕПО | 21 октября | -- | 5,25% |
| 21-31 октября | RU Ставка рефинансирования ЦБ РФ | 21 октября | -- | 8,25% |
| 27 октября | US ВВП США (кв/кв) (за год) | 3К11 | -- | 1,30% |
| 27 октября | JN Заседание Банка Японии | 27 октября | -- | -- |
| Кон. Октября | Gre Ожидаются результаты переговоров об обмене долга Греции | | -- | -- |

Источник: Bloomberg

Таблица: наши прогнозы

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Urals, среднегодовая, \$/барр | 69,5 | 95,1 | 61,3 | 78,2 | 103,8 | 93,0 | 91,0 | 91,0 | 95,0 |
| EUR/USD, среднегодовой | 1,37 | 1,47 | 1,39 | 1,33 | 1,41 | 1,38 | 1,33 | 1,30 | 1,30 |
| ВВП, млрд руб. | 32987 | 41668 | 39064 | 44939 | 52515 | 57036 | 62842 | 68293 | 74218 |
| ВВП, \$ млрд | 1290 | 1677 | 1230 | 1480 | 1769 | 1870 | 2056 | 2254 | 2499 |
| ВВП, % г-к-г, в реал. выр. | 8,1% | 5,6% | -7,9% | 4,0% | 4,2% | 3,5% | 3,9% | 3,5% | 3,5% |
| ИПЦ, % г-к-г (дек к дек) | 11,9% | 13,3% | 8,9% | 8,8% | 7,5% | 8,0% | 7,5% | 7,0% | 6,5% |
| RUR/USD, среднегодовой | 25,6 | 24,9 | 31,7 | 30,4 | 29,7 | 30,5 | 30,6 | 30,3 | 29,7 |
| RUR/USD, на конец года | 24,5 | 29,4 | 30,2 | 30,5 | 30,5 | 30,5 | 30,6 | 30,0 | 29,4 |
| ИЦП, % г-к-г (дек к дек) | 25,2% | -7,0% | 13,9% | 16,7% | 13,3% | 9,9% | 9,4% | 8,9% | 8,4% |
| Инвест. в осн. кап., млрд руб. | 6716 | 8782 | 7930 | 10265 | 11805 | 13457 | 15207 | 17032 | 18990 |
| Инвест. в осн. кап., % г-к-г, реал. | 21,1% | 9,1% | -16,2% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 5,0% | 5,0% |
| Средняя номинальная зарплата, руб. | 13527 | 17290 | 18638 | 21211 | 23438 | 25656 | 28474 | 31317 | 34236 |
| Реальная зарплата, % г-к-г | 16,2% | 10,3% | -2,8% | 6,9% | 2,8% | 1,4% | 3,2% | 2,8% | 2,6% |
| Оборот розн. торг., млрд руб. | 10869 | 13921 | 14517 | 16469 | 18402 | 20285 | 22688 | 24476 | 26449 |
| Оборот розн. торг., % г-к-г, реал. | 17,7% | 5,3% | -3,6% | 6,3% | 4,9% | 3,1% | 5,1% | 1,8% | 2,4% |
| Доход на душу населения, руб. | 12540 | 15106 | 16857 | 18605 | 20806 | 22759 | 24990 | 27236 | 29502 |
| Реал. располагаемый доход, % г-к-г | 12,1% | 2,7% | 2,3% | 4,1% | 1,0% | 1,4% | 2,3% | 2,0% | 1,8% |
| Дефлятор ВВП, % г-к-г | 13,8% | 18,0% | 1,9% | 11,4% | 12,1% | 4,9% | 6,0% | 5,0% | 5,0% |
| Ставка рефинанс. ЦБ РФ, к. г. | 10,00% | 13,00% | 8,75% | 7,75% | 8,25% | 7,75% | 7,25% | 7,00% | 6,75% |

Источники: Росстат, оценки ТКБ Капитал



Аналитический Департамент

Анализ рынка акций + 7 (495) 981 3430

Мария Кальварская

Начальник отдела анализа рынка акций
Банковский сектор, Транспорт
m.kalvarskaia@tkbc.ru

Александр Ковалев, к. ф.-м. н.
Товарно-сырьевые рынки
aa.kovalev@tkbc.ru

Сергей Карыхалин
Макроэкономика
s.karykhalin@tkbc.ru

Алексей Серов
Электроэнергетика
a.serov@tkbc.ru

Кирилл Бахтин, к.э.н.
Телекоммуникации
k.bakhtin@tkbc.ru

Наталья Колупаева
Потребительский сектор
n.kolupaeva@tkbc.ru

Татьяна Задорожная
Транспорт
t.zadorozhnaya@tkbc.ru

Анатолий Высоцкий
Недвижимость, Инфраструктура
a.vysotsky@tkbc.ru

Надежда Крупеникова
Банковский сектор
n.krupennikova@tkbc.ru

Стрелкова Юлия

Базы данных, Дивиденды
y.strelkova@tkbc.ru

Дарья Царенко

Редактор/ Переводчик
d.tsarenko@tkbc.ru

Департамент Структурных продуктов и Торговых операций

Москва + 7 (495) 981 3430

Кирилл Сильвестров
k.silvestrov@tkbc.ru

Вадим Гугленко
v.googleenko@tkbc.ru

Денис Пискунов
d.piskunov@tkbc.ru

Павел Шлык
p.shlyk@tkbc.ru

Артем Ананян
a.ananyan@tkbc.ru

Данил Олимов
d.olimov@tkbc.ru

Евгений Назаров
e.nazarov@tkbc.ru

Артем Кокорев
a.kokorev@tkbc.ru

119019 Москва,
ул. Знаменка, д.7, стр. 3
Тел.: +7 (495) 981 3430
Факс: +7 (495) 783 3170

www.tkbc.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и ТКБ Капитал не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. ТКБ Капитал не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако ТКБ Капитал имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения ТКБ Капитал. ТКБ Капитал не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.