



ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ОБЗОР МАКРОЭКОНОМИКИ

Российская экономика сохраняет хорошие темпы роста на фоне ухудшения глобальных трендов

Сергей Карыхалин s.karykhalin@tkbc.ru

«Настало время перехода к новой Европе. Общество, которое, независимо от происходящего в мире, утверждает, что не может изменить свои базовые правила, - такое общество просто не может выжить».

Ангела Меркель, канцлер Германии

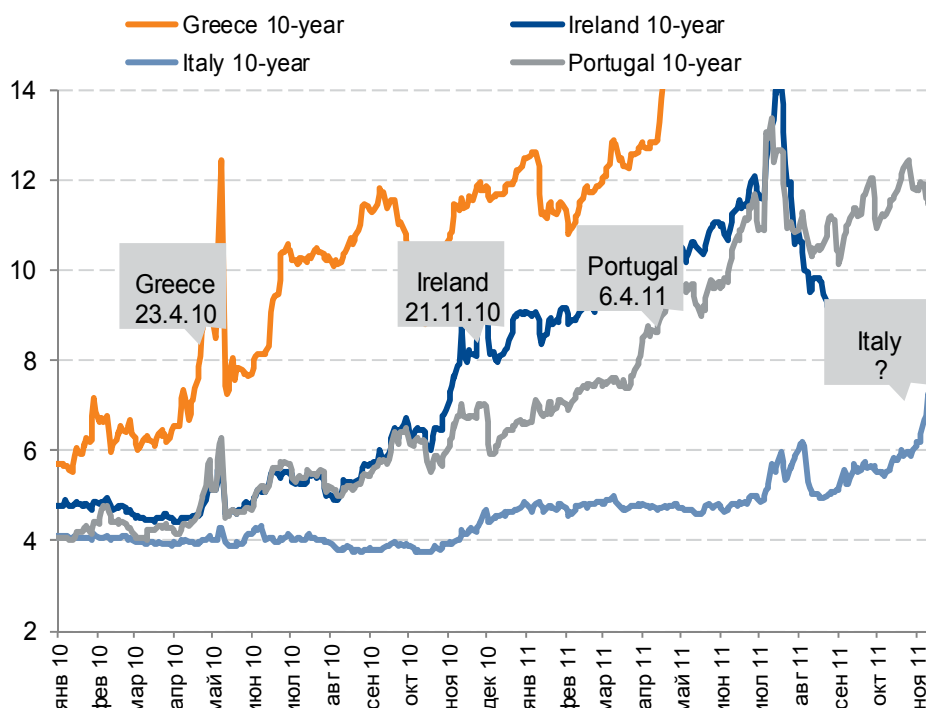
Европа представила антикризисный план, но долговой кризис усугубляется, распространившись на Италию. Весьма вероятно, что Европе придется провести радикальные реформы финансового и бюджетного управления и, возможно, даже пересмотреть текущий формат валютного союза, включая возможность исключения его отдельных членов. Финансово крепкие страны Северной Европы не готовы спасать зону евро любой ценой.

Смягчение денежно-кредитной политики по-прежнему выглядит самым подходящим инструментом для того, чтобы поддержать рынки и предотвратить глобальную рецессию. Центральные банки Японии, Англии и ЕЦБ озвучили намерения увеличить объемы программ по выкупу активов, а ФРС США может продолжить своё «количественное смягчение» в будущем.

Российская экономика демонстрирует устойчивость – ежемесячная статистика даже свидетельствует о заметном ускорении темпов роста. Ухудшение ситуации с ликвидностью на текущий момент является наиболее очевидным последствием нестабильности, царящей на глобальных рынках, но на данном этапе роста ставок по кредитам не оказал серьезного влияния на реальный сектор. Динамичный рост расходов домохозяйств и инвестиционная активность госкомпаний дают нам основания ожидать сильных темпов роста ВВП в 4-м квартале.

Инфляция начала ускоряться – потребительские цены выросли на 0.5% в октябре, превзойдя прогнозы. Данные о росте инфляции показали правильность решения ЦБ РФ оставить процентные ставки неизменными. Потенциал сокращения годовых темпов инфляции ограничен из-за прекращения снижения цен на продукты питания и ожидаемого роста бюджетных расходов в 4-м квартале.

График месяца: доходность 10-летних облигаций проблемных стран с датами спасения



Доходность 10-летних государственных облигаций Италии достигла опасного уровня в 7% годовых

Источник: Bloomberg

События в мире

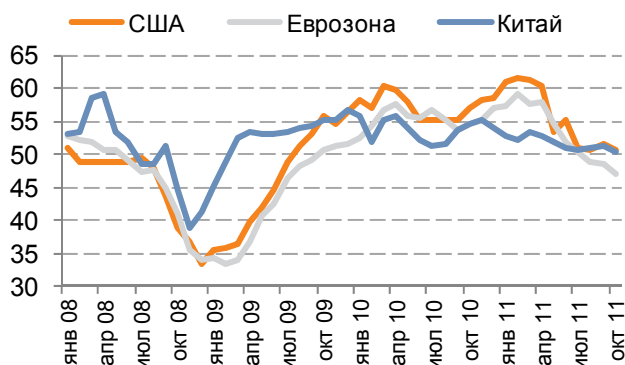
Европейские лидеры представили антикризисный план, однако его эффективность вызывает вопросы. На наш взгляд, остается два основных фактора неопределенности. Первый – как будет наполняться Европейский фонд финансовой стабильности (EFSF) и второй – есть ли у Европы план Б на тот случай, если ситуация будет развиваться по непрогнозируемому сценарию. Относительно фондирования EFSF мы убеждены, что привлечение внешних ресурсов (средств Суверенных фондов, резервов стран BRIC и т.д.) необходимо, но для того, чтобы завоевать доверие инвесторов нужны четкие правила и нормальное состояние рынков. Колебания Греции относительно уже принятых соглашений и негативный сюрприз со стороны Италии – политическая слабость, приведшая к скачку доходности облигаций – вернули инвесторов на землю после краткосрочного приступа эйфории. Мы, как и многие другие, не знаем, какой следующий сюрприз принесет рынкам одна из стран PIIGS, но очевидно, что история далека от своего завершения.

Распространение европейского долгового кризиса приведет к радикальным реформам финансового и бюджетного управления в Европе и, не исключено, даже пересмотр текущего формата валютного союза, включая возможность исключения его отдельных членов. В последние недели мы стали свидетелями того, что риторика лидеров Франции и Германии стала более жесткой – сильнейшие страны не готовы спасать Еврозону любой ценой. Принимая во внимание то, как тяжело разрабатывались антикризисные меры, новые вызовы повышают риск того, что план не сработает, а для принятия необходимых решений вновь потребуются продолжительное время. Короче говоря, Европа по-прежнему очень далека от того, чтобы вернуть доверие инвесторов, и продолжает создавать риски для экономики и рынков. Последняя статистика по индексам деловой активности, промышленному производству и рынку труда демонстрирует, что экономические условия в Европе продолжают ухудшаться, а риски рецессии растут.

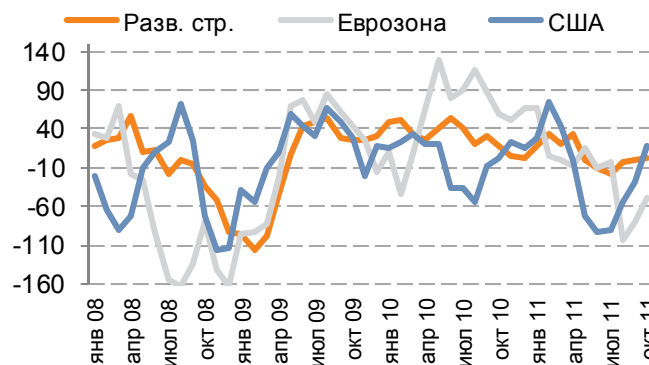
Смягчение денежно-кредитной политики по-прежнему выглядит самым подходящим инструментом для того, чтобы поддержать рынки и предотвратить глобальную рецессию. Центральные банки Японии и Англии на своих последних заседаниях озвучили намерения увеличить объемы программ по выкупу активов, аналогичную стратегию использует и ЕЦБ, который стремится помочь рынку путем скупки облигаций с покрытием и суверенных долгов проблемных стран. ФРС США на своем последнем заседании не стала объявлять о новых стимулирующих мерах, но вероятность их применения в будущем сохраняется. Мы считаем, что ФРС целесообразно сначала оценить эффективность результатов «Операции Твист», объявленной в сентябре. К тому же, американская экономика в последнее время давала смешанные сигналы, и на текущий момент риски новой рецессии несколько ниже, чем казалось еще несколько месяцев назад. В то же время, американский Центральный банк в своих комментариях повторил, что значительные риски для экономики сохраняются, а несколько руководителей ФРС в недавних заявлениях говорили, что новые стимулирующие меры находятся на повестке дня и могут быть применены в случае ухудшения ситуации в экономике. Дополнительные меры могут включать в себя более четкое обозначение будущей политики ФРС и новую программу по выкупу ипотечных облигаций (т.е. фактически QE-3), направленную на поддержку по-прежнему слабого рынка жилья.

Влияние на Россию

Российский финансовый рынок, также как и многие другие, испытывает резкие колебания, но экономика демонстрирует устойчивость - ежемесячная статистика свидетельствует о заметном ускорении темпов роста. Ухудшение ситуации с ликвидностью на текущий момент является наиболее очевидным последствием нестабильности, царящей на глобальных рынках, но на данном этапе роста ставок по кредитам не оказал серьезного влияния на реальный сектор. Динамичный рост расходов домохозяйств и инвестиционная активность госкомпаний дают нам основания ожидать сильных темпов роста ВВП в 4-м квартале. Впрочем, в среднесрочной перспективе более высокие ставки наверняка негативным образом скажутся на темпах роста. Что касается глобального спроса на товары российского экспорта, то мы ожидаем лишь ограниченного его сокращения, связанного со снижением экономической активности в Европе, тогда как темпы роста в Азии замедлятся незначительно. Мы также не видим значительных ценовых рисков для главных статей экспорта РФ, по крайней мере, на перспективу ближайших месяцев.

Индексы пром. активности США, Еврозоны и Китая


Источник: Bloomberg

Индексы экономических сюрпризов


Источник: Bloomberg

Экономические драйверы

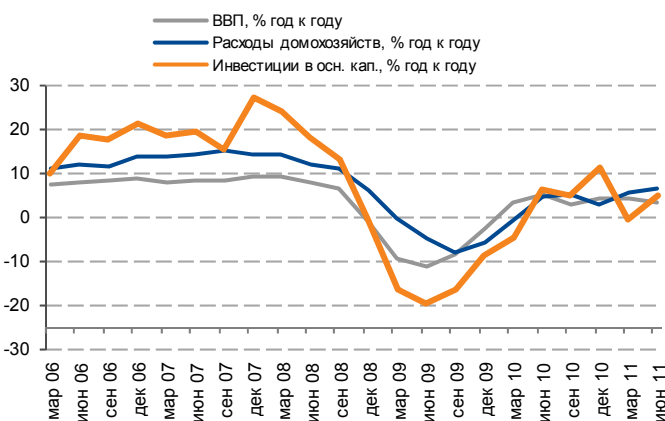
За исключением слабого роста промышленности, российская экономика демонстрирует весьма сильную динамику. Рост ВВП в 3-м квартале составил 4.8% и мы видим все шансы для того, чтобы экономика сохранила высокие темпы роста и в 4 квартале. Потребительские расходы и инвестиции будут основными драйверами экономики в конце года. Мы прогнозируем рост ВВП на 4.2% в 2011 г. и ожидаем замедления темпов роста до 3.5% в 2012 г.

Темпы роста промышленного производства в сентябре замедлились до 3.9% год к году, что стало самым медленным ростом за 2 года. В абсолютных величинах промпроизводство сократилось на 0.8% по сравнению с предыдущим месяцем, а с коррекцией на календарные и сезонные факторы – на 0.3%. В любом случае, цифры выглядят разочаровывающими, ведь темпы роста сократились во всех промышленных группах. Слабые результаты в добыче полезных ископаемых объясняются вялой динамикой добычи нефти и газа (0.5% и 0.1% год к году соответственно). По всей видимости, замедление глобальных темпов роста ведет к сокращению спроса на российский экспорт, тогда как быстрый рост внутреннего спроса в основном удовлетворяется за счет импорта.

Темпы роста инвестиций в основной капитал ускорились до 8.5% в годовом выражении. Сентябрьские темпы роста были самыми быстрыми в текущем году и заметно выше 6.5% месяцем ранее. Сильные данные по инвестициям показывают, что крупнейшие компании продолжают инвестировать в соответствии с планами, несмотря на беспокойства относительно состояния глобальной экономики. За январь-сентябрь инвестиции выросли на 4.8% год к году и мы ожидаем, что в 4 квартале сильная динамика сохранится и, в результате, будет достигнут наш годовой прогноз на уровне 6%.

Профицит торгового баланса увеличился до \$16.3 млрд. в сентябре. Согласно данным ЦБ РФ, профицит в августе вырос почти на 11% месяц к месяцу благодаря резкому сокращению импорта. Экспорт снизился на 1.9% месяц к месяцу до \$43.8 млрд., тогда как импорт упал на 8% до \$27.5 млрд. Таким образом, показатель импорта скорректировался после скачка на 8.9% в августе. В годовом выражении темпы роста импорта замедлились до 16.9%, экспорта – до 27.4%. Мы позитивно оцениваем эти данные, т.к. они подтверждают, что потенциал дальнейшего роста импорта ограничен. Учитывая тот факт, что цены на нефть остаются на сравнительно высоких уровнях, мы ожидаем плавного сокращения экспорта в 4 квартале из-за стагнирующей добычи нефти и газа и меньшего внешнего спроса. Динамика импорта менее предсказуема, т.к., с одной стороны, быстрый рост потребительских расходов способствует росту спроса на импорт, с другой стороны, ослабление рубля будет ограничивать рост импорта.

Рост ВВП



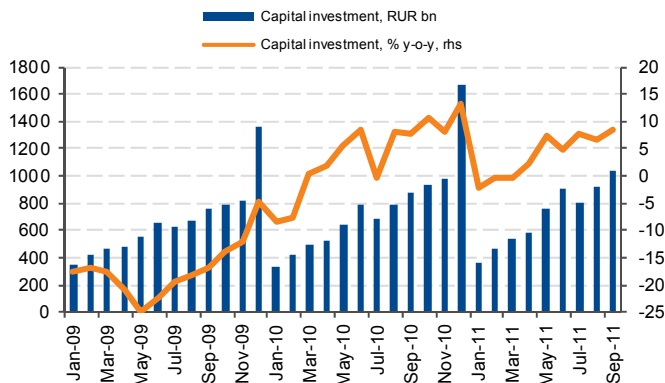
Источник: Bloomberg

Промышленное производство



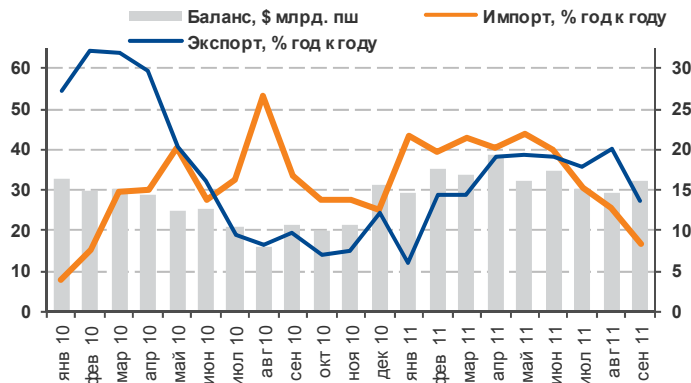
Источник: Bloomberg

Инвестиции



Источник: Bloomberg

Торговый баланс



Источник: Bloomberg

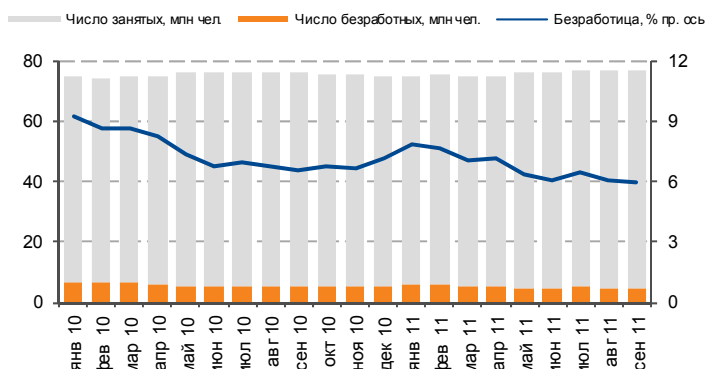
Рынок труда, доходы и расходы

Безработица сократилась до 3-летнего минимума. Число безработных в сентябре сократилось на 5 тыс. до 4615 тыс. человек или 6% от экономически активного населения. Снижение уровня безработицы выглядит незначительным и мы не видим существенного потенциала для её дальнейшего сокращения т.к. стремление работодателей нанимать новых сотрудников снизилось из-за роста экономической неопределенности. В целом данные выглядят позитивно и подтверждают то, что экономика РФ в настоящий момент способна противостоять глобальной нестабильности. В преддверии выборов власти, вероятно, будут очень осторожны в вопросах занятости, и можно ожидать сохранения благоприятной ситуации на рынке труда в ближайшие месяцы.

Рост реальных зарплат и доходов ускорился благодаря замедлению инфляции. Рост реальных располагаемых доходов в сентябре ускорился до 3.2% год к году (против 1.6% в августе) – максимума в текущем году. Средняя зарплата в сентябре составила 23268 руб., увеличившись на 6.2% год к году в реальном выражении. Позитивная динамика доходов населения должна поддержать потребительскую активность в ближайшие месяцы. В то же время, принимая во внимание заметный вклад в рост спроса со стороны потребительского кредитования, повышение ставок по кредитам потенциально может оказать давление на активность потребителей в среднесрочной перспективе.

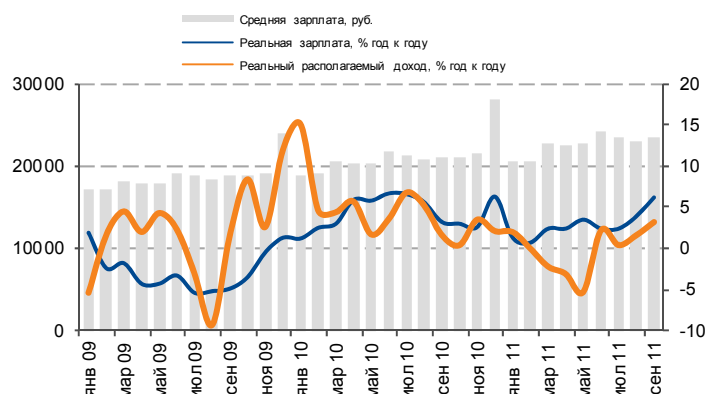
Рост розничной торговли продолжился в сентябре. Согласно данным Росстата, оборот розничной торговли в сентябре вырос на 9.2% год к году, ускорившись по сравнению с 7.8% в августе. За январь – сентябрь оборот розничной торговли вырос на 7.9%. Потребительская активность поддерживается ростом частного кредитования и замедлением инфляции, которое привело к ускорению роста реальных зарплат. Как мы видим, волатильность на валютном рынке и глобальная экономическая неопределенность пока не оказали видимого негативного влияния на российских потребителей.

Безработица



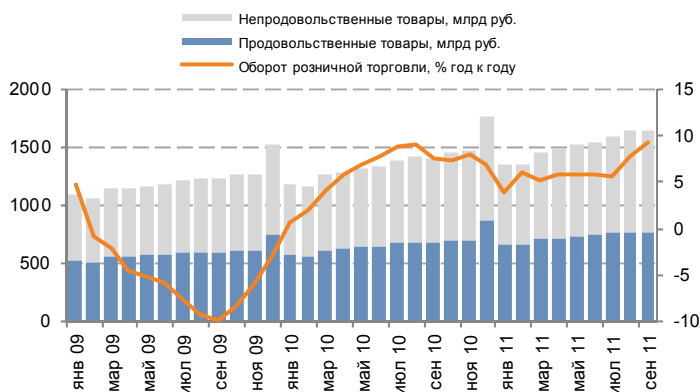
Источник: Bloomberg

Заработная плата



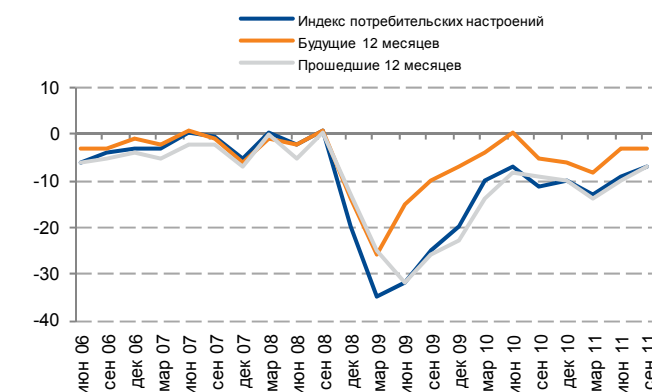
Источник: Bloomberg

Розничная торговля



Источник: Bloomberg

Индекс потребительских настроений



Источник: Bloomberg

Цены, процентные ставки и рубль

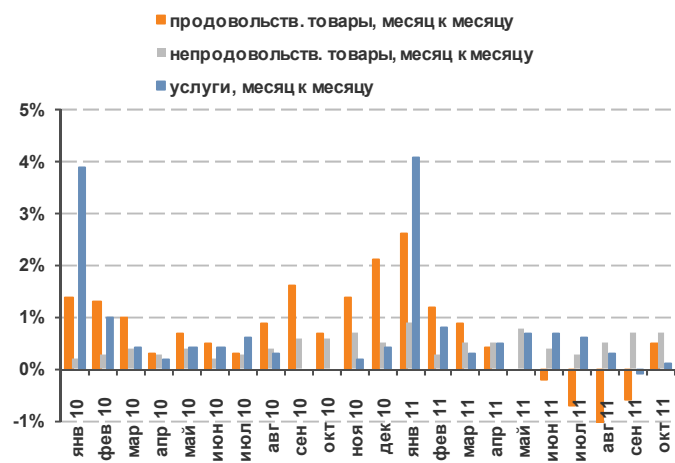
Потребительские цены выросли на 0.5% в октябре, превзойдя ожидания. Цифры объясняют недавнее решение ЦБ РФ оставить ставки без изменений. В годовом выражении инфляция осталась на уровне 7.2%, и прекратила снижаться из-за окончания дефляции цен на продукты питания. Цены на продовольственные товары выросли впервые с апреля, поднявшись на 0.5% месяц к месяцу. Цены на непродовольственные товары выросли на 0.7% месяц к месяцу, как и в сентябре, темпы роста в годовом выражении увеличились до 6.9% против 6.8% месяцем ранее. В секторе услуг инфляция также ускорилась с 8.8% до 9% год к году. Ослабление рубля и быстрый рост потребительского кредитования, вероятно, стали факторами ускорения инфляции. Учитывая тот факт, что эффект низкой базы больше не действует, мы видим возможность умеренного ускорения инфляции в ближайшие месяцы. Наш прогноз инфляции на конец текущего года - 7.5%. Смягчение бюджетной политики в 4 квартале может подстегнуть рост цен, однако твердая анти-инфляционная позиция ЦБ РФ должна ограничить этот эффект.

Цены производителей снизились в сентябре на 0.7%, в годовом выражении рост замедлился до 18%. Сырая нефть снова стала основным драйвером цен производителей, снизившись на 6.2% после скачка на 27% месяцем ранее. В месячном выражении оптовые цены в сегменте добычи упали на 3.9%, в обрабатывающих отраслях выросли на 0.6%, в производстве и распределении электричества, газа и воды – снизились на 0.7%. Несмотря на сентябрьскую коррекцию, темпы роста цен производителей остаются на сравнительно высоком уровне, подстегивая инфляцию издержек.

ЦБ РФ продолжает держать паузу. На своем октябрьском заседании, Банк России оставил процентные ставки без изменений, отметив, что их текущий уровень соответствует макроэкономической обстановке. Относительно факторов, повлиявших на решение, ЦБ РФ отметил замедление инфляции в годовом выражении благодаря снижению цен на продукты питания, однако этот фактор уже исчерпал себя. Другие макроэкономические показатели ведут себя противоречиво. В настоящее время мы не видим серьезных оснований для ЦБ РФ менять ставки – по нашему мнению, инфляция год к году близка к своему минимуму, экономический рост выглядит относительно стабильным, поэтому экономика не требует дополнительного стимулирования.

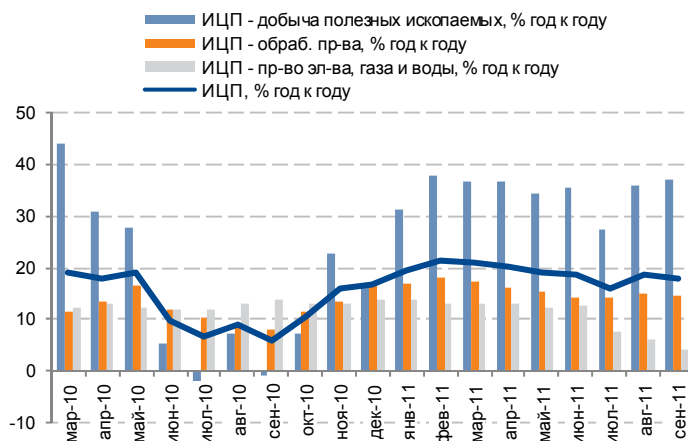
Рубль укрепился относительно доллара и бивалютной корзины и близок к нашим прогнозам на конец года. В настоящий момент мы считаем риски для рубля примерно сбалансированными: устойчиво высокие цены на нефть компенсируют риски, приходящие из Европы, и мы ожидаем, что курс рубля останется вблизи текущих уровней (35.5-36 руб. за бивалютную корзину) в ближайшие месяцы.

Индекс потребительских цен



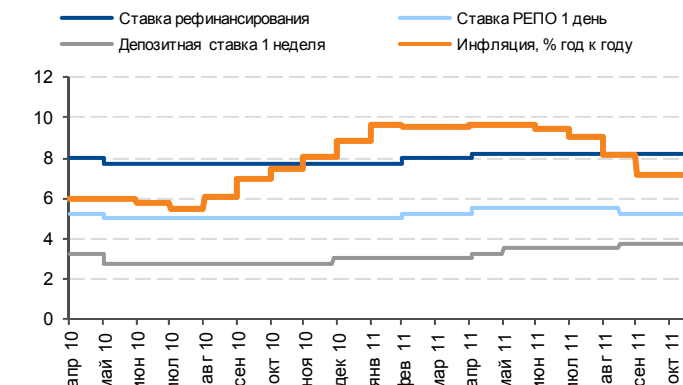
Источник: Bloomberg

Индекс цен производителей



Источник: Bloomberg

Ставки ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg

Доллар/рубль и Корзина/рубль



Источник: Bloomberg

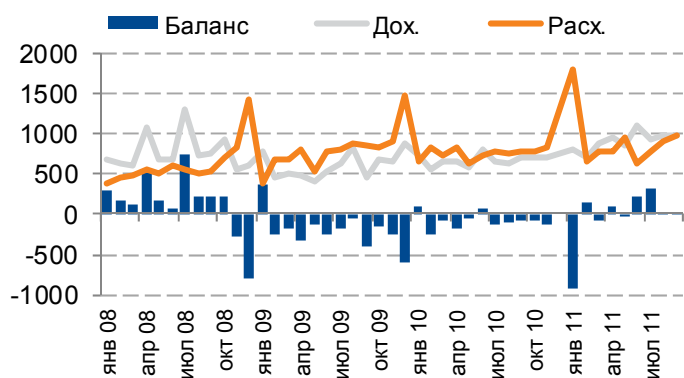
Федеральный бюджет и экономическая политика

Профицит федерального бюджета в сентябре составил 5.9% ВВП. С начала года профицит увеличился до 2.8% ВВП. Заметное увеличение показателя объясняется сокращением бюджетных расходов на 27% месяц к месяцу, в то время как доходы увеличились на 0.5%. В январе-сентябре доходы составили 79.9% годового плана, а расходы, значительная часть которых традиционно откладывается до последнего квартала года, достигли 64.7%. Мы полагаем, что в этом году получится сэкономить часть денег, поскольку правительство, скорее всего, предпочтет нарастить Резервный фонд, нежели чем использовать эти деньги неэффективно, усиливая риски ускорения инфляции. Данные подтверждают, что бюджет по итогам года, скорее всего, будет исполнен с профицитом.

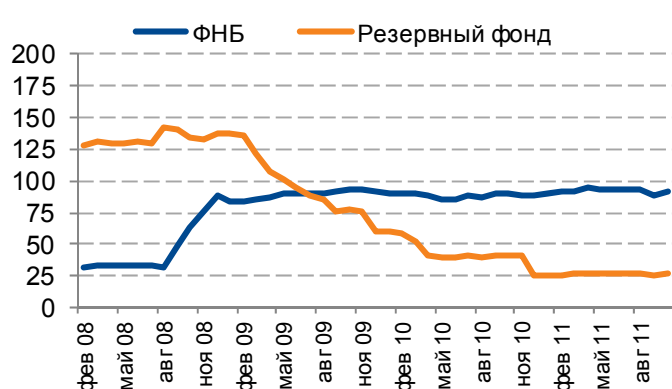
Глава МВФ предупреждает, что российская экономика уязвима, правительству следует стремиться к сокращению инфляции и нефтегазового бюджетного дефицита. Во время своего визита в Россию, Кристин Лагард обозначила приоритеты экономической политики. Согласно главе МВФ, Россия должна сосредоточиться на сокращении инфляции до уровня 3-5%, как на главной задаче денежно-кредитной политики. Она также призвала к сокращению нефтегазового бюджетного дефицита с текущих 10% до 4%. Мы абсолютно согласны с рекомендациями МВФ, поскольку высокая инфляция является значительным отрицательным фактором для экономики, ограничивающим инвестиционную активность и рост кредитования. В свою очередь, трехкратное увеличение нефтегазового бюджетного дефицита с кризисного 2008 года создает значительные риски для фискальной стабильности. Как следствие, правительство имеет ограниченные возможности для реагирования на спад мировой экономики. Что касается возможности следовать этим советам, то мы считаем серьезные изменения политики маловероятными до тех пор, пока не будет сформировано новое правительство после президентских выборов 2012 г.

После достижения договоренности с Грузией Россия приблизилась к вступлению в ВТО. Официальное приглашение вступить в организацию будет, скорее всего, получено на конференции ВТО в середине декабря. В краткосрочной перспективе договоренность может положительно повлиять на имидж России, однако общий эффект для экономики будет замечен только через несколько лет, поскольку соглашение предполагает постепенную отмену пошлин и других торговых ограничений.

Кампания по выборам в Госдуму началась. Пока мы не увидели никаких неожиданностей и выборы, вероятнее всего, принесут ожидаемые результаты. «Единая Россия» может потерять конституционное большинство, но все равно неизбежно получит большинство мест в нижней палате парламента. Согласно недавним опросам, число партий, представленных в Госдуме, может сократиться до трех («Единая Россия», КПРФ и ЛДПР), в то время как рейтинги Справедливой России показывают, что партия не дотягивает до 7% порога (по последним опросам у нее только 5%).

Баланс бюджета


Источник: Bloomberg

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния


Источник: Bloomberg

Календарь макроэкономической статистики и основных событий

Дата	Показатель	Период	Прогноз	Предыдущее
14 ноября	JN Валовой в нутренний проду кт (кв/кв)	3К11	1,50%	-0,50%
14-15 ноября	RU Сальдо бюджета (с начала года)	Октябрь	--	1088.0B
14-15 ноября	RU ВВП (r/r)	3К11	5,00%	3,40%
15 ноября	FR Валовой в нутренний проду кт (кв/кв)	3К11	--	0,00%
15 ноября	GE ВВП (sa) (кв/кв)	3К11	0,50%	0,10%
15 ноября	EC ВВП Еврозоны (sa) (кв/кв)	3К11	0,20%	0,20%
16 ноября	EC ИПЦ Еврозоны (r/r)	Октябрь	3,00%	3,00%
16 ноября	US Инд. потребительских цен (r/r)	Октябрь	3,60%	3,90%
16 ноября	US ИПЦ без энергоносит. и пищ. продуктов (r/r)	Октябрь	2,10%	2,00%
16 ноября	JN Основная проц. ставка Банка Японии	16 ноября	0,10%	0,10%
16-17 ноября	RU Пром. произв. одство (r/r)	Октябрь	3,50%	3,90%
17-21 ноября	RU Ежемесячная статистика Росстата	Октябрь	2,30%	3,20%
21-30 ноября	RU Заседание ЦБ РФ по ставкам	30 ноября	--	3,75%
22 ноября	US ВВП (кв/кв) (за год)	3К11	2,40%	2,50%
23 ноября	EC Композитный индекс PMI	Ноябрь	--	46,5
24 ноября	GE ВВП (sa) (кв/кв)	3К11	--	--
24 ноября	UK ВВП (кв/кв)	3К11	--	0,50%
30 ноября	EC Прогноз ИПЦ Еврозоны (r/r)	Ноябрь	--	3,00%
30 ноября	EC Уровень безработицы Еврозоны	Октябрь	--	10,20%
1 декабря	RU Russian Manufacturing PMI for November			
1 декабря	US ISM: Инд. дел. активности в произв. секторе	Ноябрь	--	50,8
2 декабря	US Изм. числа занятых в несельскохоз. секторе	Ноябрь	102K	80K
2 декабря	US Уровень безработицы	Ноябрь	--	9,00%
4 декабря	RU Выборы в Государственную Думу			
5 декабря	EC Композитный индекс PMI	Ноябрь	--	--
05-08 декабря	RU Базовый индекс потреб. цен (м/м)	Ноябрь	--	0,50%
05-08 декабря	RU Потребительские цены (м/м)	Ноябрь	--	0,50%
05-08 декабря	RU Потребительские цены (r/r)	Ноябрь	--	7,20%
6 декабря	EC ВВП Еврозоны (sa) (кв/кв)	3К11	--	--
07-09 декабря	RU Торговый баланс	Октябрь	--	16.3B
07-09 декабря	RU Экспорт (дол. США)	Октябрь	--	43.8B
07-09 декабря	RU Импорт (дол. США)	Октябрь	--	27.5B
8 декабря	UK Решение по ставкам Банка Англии	8 декабря	--	0,50%
8 декабря	EC Решение ЕЦБ по осн. процентной ставке	8 декабря	--	1,25%
9 декабря	JN ВВП (за год)	3К11	--	--
9 декабря	JN Валовой в нутренний проду кт (кв/кв)	3К11	--	--
09-11 декабря	RU Сальдо бюджета (с начала года)	Ноябрь	--	--
12-13 декабря	RU ВВП (r/r)	3К11	--	--
13 декабря	US Решение FOMC по учетной ставке	13 декабря	--	0,25%

Источник: Bloomberg

Таблица: наши прогнозы

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
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. в ы р.	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	19010	20774	22819	24837	26970
Оборот розн. торг., % г-к-г, реал.	17,7%	5,3%	-3,6%	6,3%	8,3%	2,2%	3,2%	2,7%	2,9%
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

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 ТKB Капитал не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. ТKB Капитал не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако ТKB 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 ТKB Капитал. ТKB 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.