

Фиксированный курс рубля: *pro et contra*

- Идея фиксации курса валюты для обеспечения стабильности и предсказуемости не нова, но успешные попытки единичны
- Фиксация курса при проведении независимой денежной политики означает введение ограничений на операции с капиталом
- При фиксации заведомо слабого курса рубля неминуемо ускорение инфляции, а падение импорта лишь частично компенсирует сжатие внутреннего спроса
- Фиксация сильного курса рубля вызовет углубление рецессии, снижение прозрачности экономики, замедление кредитования из-за сжатия денежной массы, формирование множественных курсов рубля и значительное снижение резервов. ЦБР должен будет увеличить фондирование банковской системы
- Экпортирующие отрасли пострадают сильнее, а импортеры не смогут выиграть из-за замедления роста

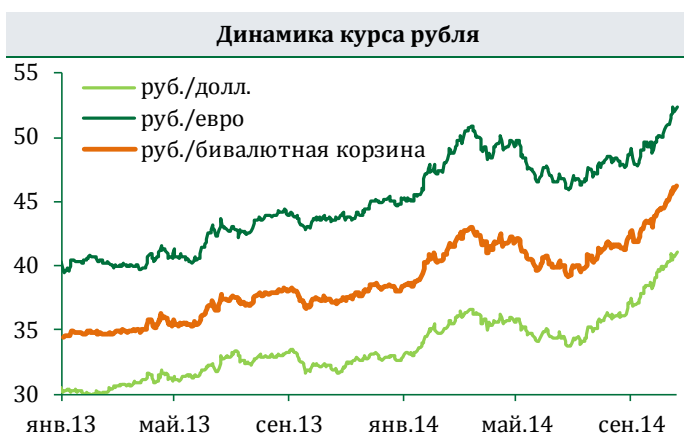
Идея не нова и часто выглядит заманчиво

Текущее курс рубля: ниже равновесных значений

Недавнее ослабление рубля до 41 руб/\$ и высокий уровень неопределенности относительно будущего тренда породили дискуссию о мерах, необходимых для стабилизации ситуации на валютном рынке. Рынки нервно реагируют на любые новости, а движение курса во многом определяется не только фундаментальными факторами, но и временными, политическими факторами, влияние которых в последнее время значительно усилилось. Наши расчеты показывают, что равновесный курс рубля предполагает его укрепление с текущих уровней ([НГЭ от 6–12 октября 2014г](#)), но волатильность нефтяных цен заставляет колебаться даже это «справедливое» равновесие.

Фиксация курса выглядит заманчиво, но успешных примеров

Идея сделать жизнь экономических агентов более предсказуемой, перейдя к политике фиксированного курса, далеко не новая и оригинальная. Недавно к фиксации курса призвал Советник Президента РФ Сергей Глазьев. В разное время к такой политике прибегали самые разные страны.



Источник: ЦБРФ



Источник: Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor

В статье [«Effectiveness of Capital Outflow Restrictions»](#) МВФ 2014 года рассмотрены 38 таких попыток, из которых только 2 можно признать относительно удачными. Более современные попытки не изменили статистики успеха. И этот результат закономерен.

Невозможная триада: если курс фиксирован, то либо контроль капитала, либо независимая денежная политика

Несмотря на сложность и разнообразность режимов денежной политики, все они подчиняются принципу «impossible trinity» («невозможная триада»). Этот принцип, популяризованный нобелевскими лауреатами Робертом Манделлом и Полом Кругманом, гласит, что никакая страна не может позволить себе одновременно свободное движение капитала, фиксированный валютный курс и независимую денежную политику. Можно выбрать только две опции из трех. Например, контролировать курс и проводить нужную денежную политику, но только ограничивая движение капитала (как это сейчас происходит в Китае). Можно не контролировать движение капитала, проводить независимую денежную политику, но придется отпустить курс (как в Великобритании или Канаде). Сейчас Россия придерживается того же выбора. В этом случае движение курса «выравнивает» диспропорции платежного баланса и помогает избегать перегрева экономики. Наконец, можно зафиксировать валютный курс и не мешать движению капитала, но только ценой отказа от денежной политики как инструмента борьбы с инфляцией и экономическим замедлением.

Ограничивать приток капитала проще, чем отток

Таким образом, сохранение автономности денежной политики и стабильность обменного курса неизбежно требует введения ограничений на потоки капитала. При этом для сдерживания притока капитала и его оттока применяются принципиально разные ограничения по текущему счету и счету операций с капиталом. Примеров успешных ограничений притока достаточно много, есть даже стандартные рекомендации Международного валютного фонда. Примеров относительно успешных ограничений на отток всего 2 (из 38 эпизодов): Малайзия (сентябрь 1998 года) и Исландия (ноябрь 2008 года).

Какой курс выбрать для фиксации?

Какой курс выбрать для фиксации? Есть 3 варианта

Выбор курса для фиксации предполагает несколько возможных опций:

1. **курс по текущим значениям** (например, когда в ОАЭ нашли нефть, то так и сделали, чтобы избежать резкого удорожания дирхама)
2. **курс более сильный** (например, выбрать 35 рублей за доллар со ссылкой, что это среднее значение в 1П 2014 года. Малайзия в 1998 году зафиксировала ринггит на уровне 10% крепче текущего уровня и успешно удержала его)
3. **курс заведомо более низкий** (так в начале 2014 года поступил Казахстан, с «запасом» понизив тенге на 16% относительно доллара)

Фиксация курса по текущим котировкам

Фиксация по текущему курсу: разбалансировка может произойти

Фиксация курса на текущих уровнях очень быстро переходит или в опцию (2), или в опцию (3), так как внешние факторы изменчивы. Для России главный фундаментальный показатель – цены на нефть. Они очень волатильны, и в случае изменения долгосрочной тенденции давление на рубль очень быстро возрастает или в сторону его удорожания, или в сторону его удешевления. Возможно и существенное изменение геополитического фона. Представим, что в течение времени действия фиксированного курса западное сообщество снимает или облегчает бремя санкций против России. Не возникнет ли соблазн перейти к более крепкому рублю вместо поддержания его на уровне 41 рубль за доллар? С другой стороны, легко ли будет ЦБР удерживать текущий курс при существенном ужесточении санкций?

Удерживать фиксированный курс при тенденции к ослаблению трудно

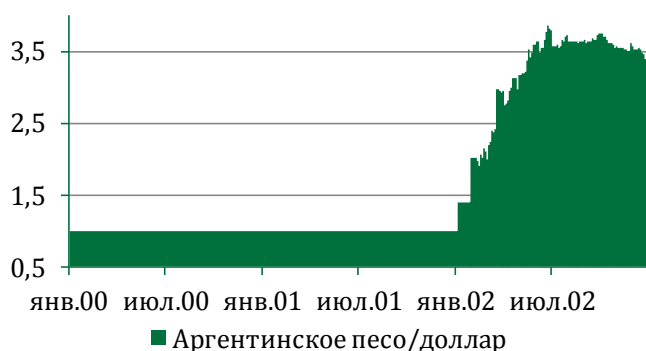
Зафиксированный курс при давлении на местную валюту в сторону укрепления поддерживать можно (как в России в докризисных 2000-х годах), а вот при смене давления в сторону снижения местной валюты негативные последствия нарастают очень быстро (как в России во время кризиса 2008-2009 годов).

Пример: Аргентина в 1991 году

Аргентина: жестокий кризис после изменения внешней конъюнктуры

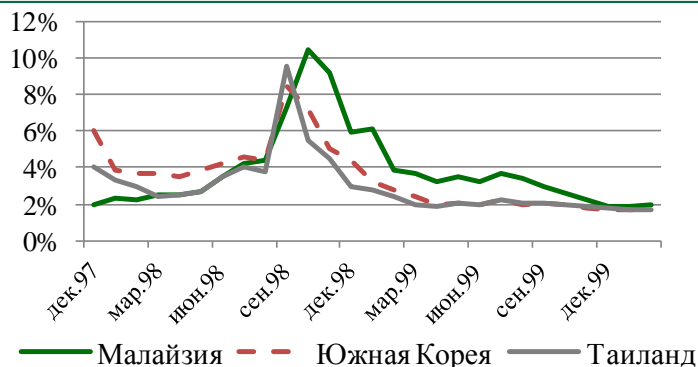
Тем не менее, существует и фактор везения, который, например, помог Аргентине зафиксировать курс песо на несколько лет, хоть конец эксперимента с фиксацией курса был печальным. В 1991 году Аргентина жестко зафиксировала курс песо к доллару в пропорции 1:1 для борьбы с гиперинфляцией, превышавшей 3000%гг, и ввела режим валютного совета (currency board). В этот период рост мировых цен на основные товарные позиции аргентинского экспорта позволил поддержать экономический рост и обеспечил увеличение притока валюты в страну. Население поверило в стабильность песо, и инфляция упала до 4%гг в середине 90-х. Успех окрылил аргентинские власти, которые решили продолжать политику фиксированного курса, несмотря на меняющуюся конъюнктуру мировых цен, что повысило уязвимость страны к внешним шокам. Мексиканский кризис в конце 1994 года привел к резкому снижению доверия инвесторов ко всем странам Латинской Америки. Уже в 1995 году ВВП Аргентины сократился на 2,8%гг (рост на 5,8%гг годом ранее), профицит государственного бюджета в 1993 году сменился его дефицитом в размере 0,5% от ВВП в 1995

Курс аргентинского песо (2000-2002 годы)



Источник: Bloomberg

Спрэды суверенных облигаций к US Treasury (еор)



Источник: IMF, Bloomberg

году и 2% в 1996 году, ускорился отток капитала. Удорожание доллара (и песо) сказывалось на конкурентоспособности аргентинского экспорта. Долларизация экономики прогрессировала, в долгосрочную стабильность песо уже никто не верил. Несмотря на более высокие ставки по вкладам в песо, доля депозитов в долларах увеличилась с 20% в 1990 году до 65% в 2001 году. Для поддержания необходимого уровня резервов и финансирования дефицита бюджета Аргентине пришлось резко наращивать объем государственного долга, который увеличился с 29,5% от ВВП в 1993 году до 50,3% в 2001 году. В декабре 2001 года Аргентина объявила дефолт по внешним обязательствам в размере \$132 млрд (около 30%ВВП). За этим последовала резкая девальвация песо, банковский кризис, рост безработицы и сокращение экономики. Восстановление заняло годы и еще не вполне закончено.

Фиксация заведомо слабого курса рубля

Фиксация заведомо слабого курса = значительное ускорение инфляции

Совершенно ясно, что в случае выбора опции фиксации заведомо слабого курса рубля, скажем, фиксации курса 50-60 рублей за доллар, ЦБР должен будет провести рублевые интервенции на рынке для предотвращения удорожания рубля, что увеличит валютные резервы. Однако сопутствующее быстрое увеличение рублевой массы и падение рубля вызовут неприятные макроэкономические последствия в виде резкого ускорения инфляции на дополнительные 7-11пп, то есть до уровней 15-20%гг. Резкая девальвация приведет к падению импорта на дополнительные 5-10пп (то есть сокращения импорта на 25-30%гг в 2015 году). Импорт инвестиционных товаров пострадает в первую очередь, потребление снизится, а финансовые настроения населения долго будут оставаться пессимистичными.

Рост чистого экспорта едва ли компенсирует падение внутреннего спроса

Трудно ожидать экономического ускорения от такой политики. Опыт показывает, что даже сильная девальвация не способствует росту российского экспорта (экспорт энергоносителей неэластичен к курсу рубля, и, например, текущее ослабление рубля до 41 рублей за доллар снова не вызвало роста экспорта). В лучшем случае, резкий рост чистого экспорта из-за падения импорта частично компенсирует эффект от падения внутреннего спроса. Более вероятно углубление рецессии до -2%гг в первый год девальвации, а восстановление к положительным темпам роста займет не менее 2-3-х лет.

Фиксация сильного курса рубля

Наиболее популярное предложение: фиксация сильного рубля

Однако предложения перехода к политике фиксированного курса скорее строились на неявной предпосылке, что фиксируется некоторый «справедливый» курс, предполагающий более сильный рубль, чем текущие 41 рублей за доллар. Тот же Советник Президента Сергей Глазьев высказывал мнение, что курс должен быть зафиксирован на длительное время (2-3 года) и что ЦБР сможет удерживать любой курс рубля к доллару по желанию в течение длительного времени. Действительно, при введении режима «валютного совета» фиксируемый курс определяют как отношение узких денег в экономике (наличные плюс деньги на счетах до востребования) к величине валютных резервов. В неявном виде эти

расчеты подразумевают, что рубль можно зафиксировать на уровне 30,9 рублей за доллар. Столько рубль стоил в марте 2013 года. Выберем для расчетов последствий фиксации курса менее агрессивный вариант, например, средний курс рубля в первом полугодии 2014 года, то есть 35 рублей за доллар.

Поддержание фиксированного курса: жесткий контроль оттока

Рынок не поверит и протестирует долгосрочность такого режима...

Что можно ожидать на рынке после такого объявления? Мы считаем, что спрос на доллары по такому курсу может значительно возрасти, в том числе из-за дополнительного спекулятивного спроса. Мы считаем, что рынки не поверят в долгосрочность проекта фиксации курса или, по крайней мере, протестируют его на прочность. Обычно это означает, что объемы торгов удваиваются или утраиваются при значительных интервенциях ЦБР. В конце 2008 года, когда ЦБР проводил политику управляемой девальвации, «тормозя» скорость снижения рубля за счет массивных интервенций, торговые объемы выросли с обычных с \$4-5 млрд в среднем в день до \$10-11 млрд долларов в момент ажиотажного спроса. При этом каждый раз звучали заверения ЦБР, что дальнейшего снижения рубля ждать не стоит. Еженедельный объем интервенций в тот период достигал \$30млрд. Второй пример недавний: на неделе 13-18 октября 2014 года ЦБР потратил на интервенции \$9 млрд резервов, а средние дневные обороты рынка составили \$12+ млрд (+150% к средним объемам). Заметим, что влияние таких высоких интервенций на курс было незначительным, по крайней мере, укрепления рубля не произошло.

... экспортеры снизят предложение, придерживая валюту

Если недоверие к долгосрочности политики фиксированного курса коснется и экспортеров, то они станут придерживать долларовую выручку в ожиданиях более благоприятного курса. В результате эффект всплеска спроса среди спекулянтов будет усилен снижением предложения долларов от экспортеров. Обычно в периоды такой неопределенности предложение падает на 20-25% (в течение 4-5 недель). Недостаток предложения должен будет восполнить ЦБР, что, несомненно, ускорит не только введение, но и ужесточение мер ограничения потоков капитала.

Резкое и немедленное ужесточение контроля за движением валюты – единственный возможный вариант

Для фиксации сильного рубля на 2-3 года потребуется использование всего арсенала мер по ограничению оттока валюты. Обычно есть некоторая логика в последовательном ужесточении контроля (перечисление дано по вероятной мере ужесточения):

1. Введение обязательной продажи экспортной выручки
2. Введение ограничений на репатриацию прибыли от вложений в российские активы и ценные бумаги (временные и налоговые)
3. Продажа валюты только под импортные контракты
4. Ограничение обменных операций населения
5. Замораживание валютных депозитов

Без введения мер по контролю ежедневный объем интервенций в пик спроса достиг бы \$5-7 млрд в день, или \$100-140 млрд в месяц. Введение

**Повышение ставки
понадобится, но оно
не эффективно
борется с
настоящим
ажиотажем спроса**

контроля должно помочь значительно уменьшить размер интервенций на первом этапе перехода к фиксированному курсу.

Что еще может помочь снизить давление на рубль? Повышение ставки? В условиях подогретого спроса на доллары повышение стоимости рублей не окажет никакого влияния на рынок. Например, в конце 2008 года ЦБ РФ провел два этапа повышения ставки рефинансирования — каждое повышение на 1пп (с 11% до 12% и с 12% до 13%). Кроме того, для борьбы с дефицитом ликвидности ЦБР ввел беззалоговые кредиты. Задолженность банков по беззалоговым кредитам достигла максимума в середине февраля 2009 года (1,9 трлн рублей). Средневзвешенная ставка по беззалоговым кредитам в 2009 году превышала ставку рефинансирования (до 18,7% в феврале-марте 2009 года). Однако даже значительное повышение ставки рефинансирования и высокие ставки по беззалоговым кредитам не привели к укреплению рубля. В 2014 году мы также наблюдаем ослабление рубля, которое *de facto* не реагирует на серьезное повышение ключевой ставки (см графики ниже). Но при снижении спроса до более обычных уровней повышение ставки помогает поддерживать курс сильного рубля. Ставки в экономике продолжают рост, даже несмотря на их текущий высокий уровень.

Два примера успеха: Малайзия (1998 год) и Исландия (2008 год)

**Случаи успеха
единичны при вере
всех экономических
агентов в успех**

За последние 30 лет выделяют лишь два сравнительно успешных примера фиксации курса – Малайзия (1998 год) и Исландия (2008 год). В Исландии денежным властям удалось добиться полной поддержки выбранной политики всеми экономическими агентами и выиграть кредит доверия к успешности проводимых мер. Это сыграло огромное значение. Финансовый сектор столкнулся с введением не только жестких мер по контролю над потоками валюты, но и проведением реструктуризации со списанием части долгов.

Успех Малайзии определялся набором мер по контролю над движением капитала, введенных совместно с фиксированным курсом национальной валюты. Были ограничены операции нерезидентов с национальной валютой, покупка резидентами иностранной валюты и займы в ней, введен временный мораторий на вывоз средств от продажи национальных активов. Тем не менее, несмотря на устойчивость фиксированного курса в последующем, вопросы к эффективности такой политики остались. Динамика ВВП (-7,4% в 1998), инвестиций, ставок, дефицита бюджета не выглядит лучше в сравнении с экономиками-соседями, пережившими азиатский кризис без ограничений над движением капитала. По индикаторам конкурентоспособности (политическая стабильность, качество госуправления, законодательства и регулирования, контроль над коррупцией) Малайзия была лучше соседей, что, конечно, дало ей преимущества. И всё равно, по притоку иностранных инвестиций её отбросило с 5-го (до кризиса) на 75-е место в мире, хотя инвестиционный потенциал, определяемый фундаментальными факторами, не изменился (33 в мире). Это долгосрочная цена фиксации курса.

Сколько будет стоить фиксация курса экономике?

Фиксация курса – удар по экономике

Как мы установили, фиксация курса выше рыночного может привести к значительному падению резервов уже на первых этапах. Мы считаем, что со временем, после введения жесткого контроля над оттоком валюты, давление на резервы вырастет еще больше, возникнет несколько рынков валюты и параллельных курсов рубля на них, а также появится много серых схем для обхода ограничений. Также ЦБР должен будет найти деньги для дополнительного фондирования банковской системы, а экономический рост еще больше замедлится.

Гибкий курс смягчал внешние шоки через улучшение торгового баланса

Углубление рецессии

Сейчас Россия находится под грузом негативных тенденций в реальном секторе: снижение инвестиций и цен на нефть, ограничения финансирования из-за санкций. В экономике с плавающим курсом рубль в ответ снижается по отношению к валютам торговых партнеров, и это снижение смягчает негативный эффект на ВВП благодаря улучшению торгового баланса. А фиксирование валютного курса при сохранении свободного валютного рынка имеет для экономики два последствия.

Фиксированный курс = снижение потенциального роста...

Во-первых, фиксированный курс валюты усугубляет негативное влияние на равновесный уровень ВВП от будущих ухудшений ситуации в реальном секторе, поскольку исчезает смягчающий эффект от снижения курса валюты.

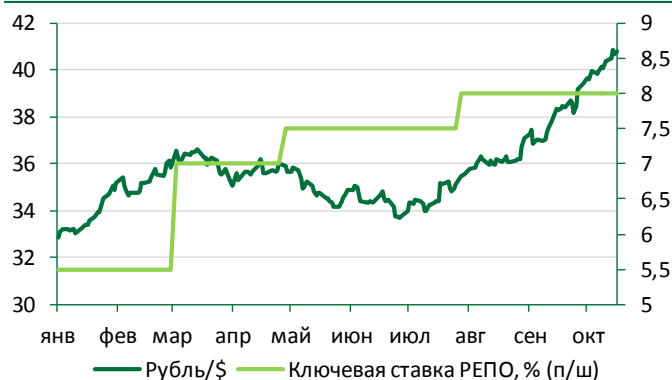
...предложение денег в экономике резко сжимается

Во-вторых, чем более крепкий курс фиксируется, тем больше разовый негативный эффект на равновесный уровень ВВП, поскольку удорожание валюты достигается сжатием денежной массы (и параллельной продажей резервов ЦБ). При этом равновесный объем денежной массы в экономике определяется уровнем зафиксированного курса, и не зависит от мер ЦБ, призванных изменить, в данном случае повысить, предложение денег. Дополнительные рубли просто переводятся рынком в валюту, сохраняя денежную массу на равновесном уровне и снижая резервы ЦБ.

Первый эффект: -2-3пп ВВП

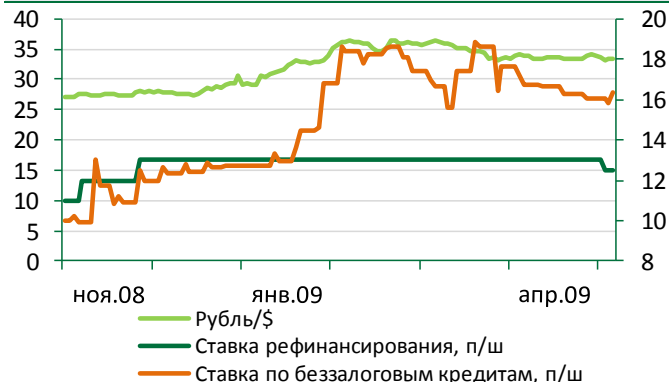
Используя нашу макроэкономическую модель, мы сравнили сценарии с курсами рубля 40 рубль за доллар (текущий) и 35 рублей за доллар (гипотетический фиксированный курс). При прочих равных негативный

Курс рубля и ключевая ставка ЦБ (2014 год)



Источник: ЦБРФ

Курс рубля и ключевая ставка ЦБ (2008-2009 годы)



Источник: ЦБРФ

эффект на ВВП только через рост импорта достигнет 2,5-3,0пп ВВП в краткосрочной перспективе. Импорт по отношению к ВВП составляет 45%, и его колебания в ответ на изменения курса существенно влияют на рост. При этом негативный эффект на экспорт мы не учитываем, поскольку наш сырьевой экспорт малочувствителен к таким колебаниям курса. Это означает, что от «умеренной» рецессии страна перейдет не к ускорению, а к более глубокой рецессии (-4%гг).

Сжатие денежной массы = замедление кредитования

За рамками модели остался также возможный негативный эффект от сжатия денежной массы и повышения ставок на состояние банковской системы, а значит и на динамику кредитования. Мы считаем, что в текущих реалиях будет очень трудно реализовать главное преимущество режима с фиксированным курсом, а именно, снижение девальвационных ожиданий и неопределенности. Как показал 2008 год, значительный объем резервов не является достаточным условием для устойчивости курса.

Структурное ослабление и снижение прозрачности

Углубление структурных проблем

Рассмотрим, как введение контроля над потоками капитала стимулирует развитие негативных тенденций, которые были характерны для середины девяностых годов, и к которым страна может вернуться из-за искусственного курса рубля. Структурные проблемы углубятся.

Появление серых схем у экспортеров и множественности курсов

Сейчас компаниям-экспортерам для уплаты налогов приходится продавать более 50% их валютной выручки (всего они продают более 80%). В случае введения нормы обязательной продажи выручки, эффект «закрытой двери» сделает свое дело. Обязательная продажа экспортной выручки приведет к занижению стоимости экспорта и расцвету махинаций, позволяющих оставлять выручку в оффшорах, что снизит приток иностранной валюты в страну. Введение схем продажи валюты только по «импортным справкам» также породит развитие нелегальных схем для покупки валюты за 35 руб./долл. и дополнительному оттоку капитала и сокращению резервов. Ограничения на репатриацию прибыли сведут на нет инвестиционную привлекательность страны и приток капитала от нерезидентов.

Множественность курсов, вероятно как в Беларуси в 2011 году

Легко можно предсказать и появление множественных курсов рубля в случае введения ограничений на покупку валюты. Можно ожидать формирования, по крайней мере, трех рынков валюты: во-первых, официального – для крупных компаний; во-вторых, для безналичных расчетов средних и мелких компаний, не имеющих прямого доступа к экспорту; и, в-третьих, для населения. Курс рубля на двух последних «рынках» будет намного ниже, чем официальный, открывая простор для появления всевозможных схем и манипулирования курсами.

Пример. Белоруссия в 2011 году

В Белоруссии множественность курсов стала настоящей проблемой (самый известный неофициальный ресурс для обмена валюты был назван по имени Председателя Национального Банка www.prokorovi.ch, с чем было связано

множество шуток, а разница с официальным курсом доходила до 30-40%). Но никакие ограничения не помогли Белоруссии избежать девальвации, которая и нормализовала функционирования рынка валюты. От новой девальвации белорусский рубль удерживает политика постепенного ослабления курса и российские займы.

Значительное снижение резервов

Резервы снизятся на 20-25% все равно

Расписание выплат по внешним долгам показывает, что компании и банки должны погасить \$112 млрд. в 2015 году. Позволят ли ограничения на покупку валюты всем должникам успешно погасить долги? Видимо, при введении ограничений ЦБР должен будет погасить изрядную долю этой суммы, что потенциально снижает объем резервов на 20-25% против текущего уровня. То есть, даже если удастся избежать потери \$100-140 млрд резервов сразу после введения фиксации курса из-за резкого ужесточения контроля за потоками валюты, то значительное снижение резервов неизбежно в течение первого года нового валютного режима. Как на такое снижение реагирует рынок? Конечно, усилением давления на рубль!

Пример. Таиланд 1997 год.

В мае 1997 года Таиланд попытался зафиксировать курс бата. Однако вслед за этим последовало быстрое снижение резервов. Признаки девальвации нарастали, а денежные власти хотели избежать резкого повышения ставки и рецессии. Поэтому была введена обязательная продажа выручки экспортёров по фиксированному курсу и ограничения на форвардные контракты. Уже через полгода этот режим валютного курса пришлось отменять, и бат обесценился на 50%.

Увеличение поддержки банковской системы

Фондирование банковской системы значительно возрастет

Помимо давления на резервы, связанного непосредственно с проблемой удержания курса, ЦБР может столкнуться и с другими вызовами. Если будет применена мера по заморозке валютных депозитов или, что еще важнее, возникнет риск применения этой меры, то банки столкнутся с бегством вкладчиков. Если население изымет 10-20% всех депозитов, то фондирование банковской системы должно быть увеличено на 2 трлн руб. Это ляжет дополнительным бременем на ЦБР и приведет к дальнейшему ухудшению структуры фондирования (доля ЦБР в пассивах банков уже достигла 8,8%). Потребуется больше средств на поддержку банковской системы и рефинансирование внешних долгов (особенно при введении ограничений на покупку валюты).

Выводы

Эффективность политики фиксации курса весьма сомнительна

Ограничения на потоки капитала могут стабилизировать обменный курс и отток капитала в краткосрочной перспективе. Однако эффективность этой политики весьма спорна, экономика теряет гибкость и устойчивость к внешним шокам, балансы внешнего сектора быстро накапливают диспропорции. «Долгосрочная цена» в виде ухудшения инвестиционного климата и роста стоимости внешних заимствований может перевесить положительный краткосрочный эффект.

Результат: быстрое снижение резервов, рост ставок и рецессия

Опыт показывает, что стабильность зафиксированного курса достигается преимущественно в экономиках, где сильно давление на удорожание местной валюты. Примеры успешной фиксации курса при давлении вниз на местную валюту и введения жестких ограничений на потоки валюты весьма немногочисленны (2 из 38 в период 1995-2010 годов). А стандартное развитие событий после фиксации курса и ограничения движения капитала – быстрое сокращение резервов, рост процентных ставок, рецессия. И чем дальше выбранный обменный курс от равновесного, тем меньше «время жизни» такой денежной политики. Случаи, в которых её удавалось поддерживать более 1 года, единичны. Мы считаем, что Россия не войдет в число счастливых случаев из-за сильной зависимости от внешних факторов и не слишком большого доверия к заверениям денежных властей.

Выпуск подготовили

Юлия Цепляева	Директор	YVTseplyaeva@sberbank.ru
Константин Козлов	Руководитель направления	KKKozlov@sberbank.ru
Кирилл Маврин	Главный аналитик	KPMavrin@sberbank.ru
Юлия Сони́на	Главный аналитик	YVSonina@sberbank.ru
Николай Фролов	Главный аналитик	NikVFrolov@sberbank.ru
Марина Каменских	Главный аналитик	MVKamenskih@sberbank.ru
Василий Носов	Ведущий аналитик	VDNosov@sberbank.ru
Алексей Киселев	Ведущий аналитик	AVKiselew@sberbank.ru

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендация, консультация и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.