

## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

### Без второго дыхания: прогноз на вторую половину 2012 г. и 2013 г.

График 1. Реальный ВВП (г/г), %



Источник: Росстат

График 2. Динамика курса рубля



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ

Таблица 1. Основные прогнозы\*

	2012П	2013П
ВВП, млрд руб.	60 215	65 568
ВВП (г/г)	3,6%	3,0%
Urals, \$/барр. (сред. за период)	102,5	90,0
ИПЦ (г/г)	6,5%	5,7%
RUB/USD (сред.)	32,5	34,8
Реальная зарплата (г/г)	4,0%	3,5%
Безработица (сред.)	6,0%	6,5%
Промпроизводство (г/г)	3,4%	3,2%
Инвестиции в основной капитал (г/г)	5,5%	6,0%
Текущий счет, \$ млрд	89,3	5,1

Источник: оценка Атона

\* полностью прогнозы приведены в таблице 4

Российская экономика неплохо себя показала в первой половине 2012 г.: ее рост составил 4,4% в годовом сопоставлении, почти достигнув максимума после кризисного 2008 г., особенно если принять во внимание разные базы для сравнения. Главной движущей силой стал потребительский спрос, тогда как заметный рост инвестиций был обусловлен преимущественно низкой базой сравнения. На наш взгляд, инерционный рост основных экономических индикаторов может замедлиться, и у них вряд ли откроется второе дыхание во втором полугодии и 2013 г. на фоне нестабильной общемировой ситуации, а также структурных дисбалансов, характерных для сырьевых экономик, и институциональных ограничений, которые определяют настроения инвесторов.

Основные стимулы роста потребления, похоже, сходят на нет. Динамика реальных располагаемых доходов остается положительной, но мы отмечаем риск их снижения, если инфляция продолжит ускоряться. Бум в сфере кредитования, отмеченный в первой половине 2012 г., может закончиться, поскольку кредиты физлицам существенно обогнали депозиты, и условия кредитования, скорее всего, ужесточатся, так как банки начали перекладывать растущую стоимость фондирования на клиентов. К тому же, движимый спросом рост в долгосрочной перспективе неустойчив в отсутствие свободных мощностей, тогда как в краткосрочной перспективе производство может вырасти только за счет ускорения инфляции.

Сдвиг политики Банка России в сторону большей гибкости валютного курса отвечает потребности правительства застраховать бюджет от неожиданных движений цены на нефть, используя при этом валютную структуру доходов и расходов. Кроме того, до тех пор, пока торговый профицит обеспечивает положительное сальдо счета текущих операций, Россия будет ощущать продолжающийся отток капитала, поскольку ЦБ РФ воздерживается от операций на валютном рынке.

Подход регулятора к контролю над инфляцией не так однозначен, потому что до сих пор давления на производственные мощности со стороны спроса особенно не ощущалось (несмотря на серьезный рост потребления в первом полугодии 2012 г.). Однако растут риски инфляции издержек, не в последнюю очередь из-за повышения цен на продовольствие. Сдерживающая денежно-кредитная политика в этой связи может неблагоприятно отразиться на хрупком росте отечественной экономики, так как условия кредитования в корпоративном секторе уже начали ужесточаться, что, по нашим оценкам, приведет к дальнейшему снижению темпов кредитования во второй половине 2012 г. и 2013 г.

Устойчивый долгосрочный рост российской экономики в период после кризиса 2008 г. в среднем чуть превышал 2%. Потребительский спрос, по всей видимости, ослабнет во втором полугодии 2012 г. и, возможно, в 2013 г. Ужесточение условий кредитования, скорее всего, тоже ограничит инвестиционную активность (которая сейчас сконцентрирована на поддержании оборотных средств, а не на наращивании основного капитала), из-за чего ВВП в текущем году, по нашей оценке, вырастет на 3,5% и на 3,0% в следующем.

Ввиду низкой эластичности физических объемов основного экспортного сырья мы ожидаем сокращения положительного сальдо внешней торговли до \$184 млрд в 2012 г. и \$106 млрд в 2013 г. в рамках нашего базового прогноза цены нефти (\$90/баррель во второй половине 2012-2013 гг.). Ограниченные возможности импортозамещения, вероятно, будут также способствовать сокращению профицита. При свободном плавании рубля мы прогнозируем его курс в среднем на уровне 34,8 руб. за доллар США в 2013 г. (vs 32,5 руб. в 2012 г.).

## Содержание

Обзор экономической ситуации в первой половине 2012 г. ....	3
Новая экономическая реальность .....	4
Потребление: ключевой фактор, похоже, теряет силу .....	4
Внешний сектор подвержен рискам со стороны внешней конъюнктуры .....	6
Внешняя торговля и счет текущих операций .....	6
Отток капитала и финансовый счет .....	7
Цели монетарной и бюджетной политики сходятся все больше .....	9
Инфляция: побочный эффект спроса или предложения? .....	10
Прогноз экономического развития .....	12
Допущения модели .....	12
Цены на нефть .....	12
Денежно-кредитная политика .....	12
Прогнозы .....	13
Базовый сценарий.....	13
Альтернативные сценарии .....	14

## Обзор экономической ситуации в первой половине 2012 г.

Предварительные данные за второй квартал 2012 г., опубликованные Федеральной службой государственной статистики, свидетельствуют о росте ВВП по итогам первого полугодия на 4,4% в годовом сопоставлении. В апреле Министерство экономического развития снизило прогноз экономического роста на 2012 г. до 3,4%, но планирует повысить этот ориентир в августе в свете хорошей динамики экономики, отмечавшейся в первые шесть месяцев текущего года. Цена нефти сорта Urals за период с начала года в среднем составила \$111 за баррель (по итогам 2012 г. Минэкономразвития ожидает ее на уровне \$115).

Индикаторы потребительского спроса в январе-июне оставались хорошими: оборот розничной торговли увеличился на 7,1% в годовом сопоставлении на фоне 11,3%-го роста реальных зарплат (хотя реальные располагаемые доходы, которые служат определяющим фактором для потребительских расходов, повысились заметно меньше, всего на 2,7%) и серьезного роста потребительского кредитования (+18,4% с начала года). Динамика производства оказалась гораздо скромнее: промышленное производство выросло лишь на 3,1% в годовом сопоставлении. Инвестиции в основной капитал, на первый взгляд, увеличились существенно (+10,2%), но такой результат во многом стал следствием низкой базы прошлого года (таблица 2).

**Таблица 2. Индикаторы роста в 2011-1П12 (г/г)**

	1К11	2К11	3К11	4К11	1К12	2К12
ВВП	4,0%	3,4%	5,0%	4,8%	4,9%	3,9%
Urals, \$/барр. (сред. за период)	102,4	113,9	112,0	108,8	117,0	106,5
Реальный располагаемый доход	0,2%	-1,3%	1,4%	2,8%	2,4%	3,1%
Розничная торговля	5,0%	5,7%	7,9%	9,0%	7,6%	6,7%
Безработица	7,5%	6,6%	6,2%	6,3%	6,5%	5,5%
Промышленное производство	5,9%	4,8%	5,1%	3,3%	4,0%	2,3%
Инвестиции в основной капитал	-0,8%	5,0%	8,2%	13,6%	16,3%	6,5%
Текущий счет, \$ млрд	30,8	21,9	17,8	28,3	39,3	19,2

Источники: Росстат, Минэкономразвития, ЦБ РФ

Инфляция в первом полугодии ощутимо замедлилась, в основном потому, что повышение тарифов было отложено до июля, при этом усилился эффект высокой базы прошлого года. Банк России также сместил акценты своей политики с таргетирования валютного курса на инфляционное таргетирование, тем самым способствовал большей гибкости рубля. Несмотря на определенные улучшения в реальном секторе и наличие положительных реальных процентных ставок на протяжении всего первого полугодия, отток капитала не прекратился. Значительную роль в этом процессе сыграли иностранные банки, перенаправлявшие средства в свои материнские структуры в странах еврозоны. Снижение градуса политической неопределенности после мартовских президентских выборов до сих пор не смогло остановить отток капитала, хотя в абсолютном выражении этот показатель уменьшился до \$9,5 млрд во втором квартале с \$33,9 млрд кварталом ранее (таблица 3). Схожая тенденция, однако, наблюдалась и во втором квартале 2011 г., возможно, отражая сезонное явление.

**Таблица 3. Монетарные индикаторы в 2011-1П12 (г/г)**

	1К11	2К11	3К11	4К11	1К12	2К12
ИПЦ	9,5%	9,5%	7,3%	6,1%	3,8%	4,4%
Базовый ИПЦ	7,6%	8,4%	7,4%	6,6%	5,4%	5,2%
ИЦП	21,6%	19,3%	18,6%	12,4%	7,9%	4,2%
RUB/USD (сред.)	29,2	28,0	29,2	31,2	30,2	30,9
RUB/USD (на конец периода)	28,4	27,9	32,2	32,1	29,3	32,4
USD/EUR (сред.)	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28
Валютная корзина ЦБ РФ (сред.)	34,1	33,5	34,6	36,1	34,4	34,8
Чистое изменение частного капитала, \$ млрд	-19,8	-7,3	-18,4	-13,5	-33,9	-9,5

Источники: Росстат, ЦБ РФ, оценка Атона

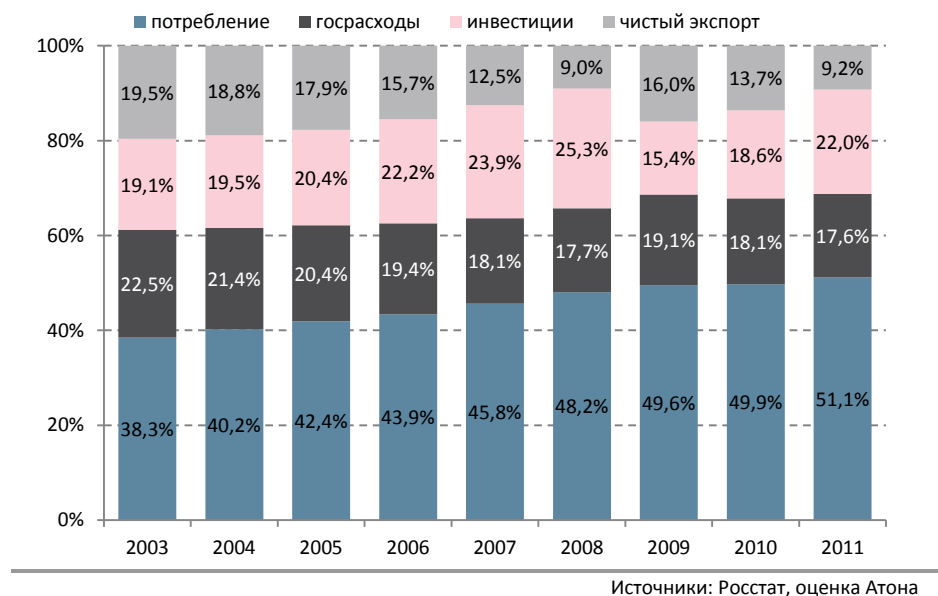
Хотя нынешний прогноз Минэкономразвития представляется консервативным, потенциал для его повышения, на наш взгляд, ограничен, поскольку индикаторы экономического развития России неохотно реагируют на рост цен на нефть, притом что большинство макроиндикаторов очень чувствительны к их падению. На наш взгляд, структурные дисбалансы и институциональные ограничения вкупе с техническими факторами тоже могут затормозить рост ВВП во втором полугодии 2012 г.

## Новая экономическая реальность

### Потребление: ключевой фактор, похоже, теряет силу

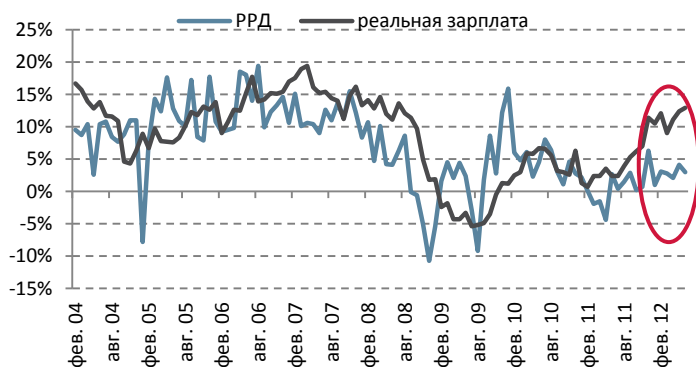
За последние восемь лет доля потребления в совокупном показателе спроса выросла с чуть менее 40% реального ВВП в 2003 г. до 51% реального ВВП в 2011 г. (график 3), сделав его определяющим фактором экономического роста. Хотя Россия по-прежнему отстает от основных развитых экономик по этому показателю (в США на спрос домохозяйств приходится примерно 71% ВВП в реальном выражении; в Великобритании, Германии и Франции – примерно 60%, 57% и 56% соответственно), в силу ряда причин мы видим ограниченный потенциал увеличения доли личного потребления в России.

График 3. Структура реального ВВП по расходам



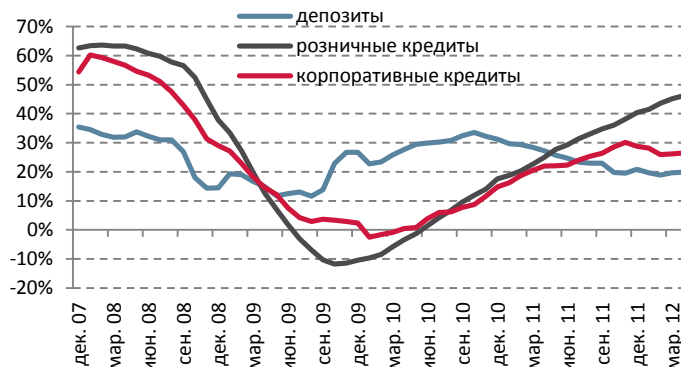
Во-первых, основные факторы, обусловившие сильный потребительский спрос в первой половине 2012 г., по-видимому, теряют силу и могут стать менее ощутимыми во втором полугодии 2012 г. и далее в 2013 г. С нашей точки зрения, ситуация на рынке труда (безработица составляет всего 5,4%) может оправдать высокие темпы роста номинальной заработной платы, но ускоряющаяся инфляция, скорее всего, съест часть реального прироста благосостояния. Кроме того, с начала года отмечается существенное расхождение между реальным располагаемым доходом и темпами роста реальной заработной платы: последняя прибавила в первом полугодии 11,3% в годовом сопоставлении, а первый вырос лишь на 2,7% в годовом сопоставлении за аналогичный период (график 4). Вместе с тем, такие цифры могут указывать на снижение доли зарплаты в показателе совокупного дохода домохозяйств.

График 4. Реальные располагаемые доходы vs реальная зарплата (г/г), %



Источники: Росстат, оценка Атона

График 5. Розничные и корпоративные кредиты vs депозиты (г/г), %



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

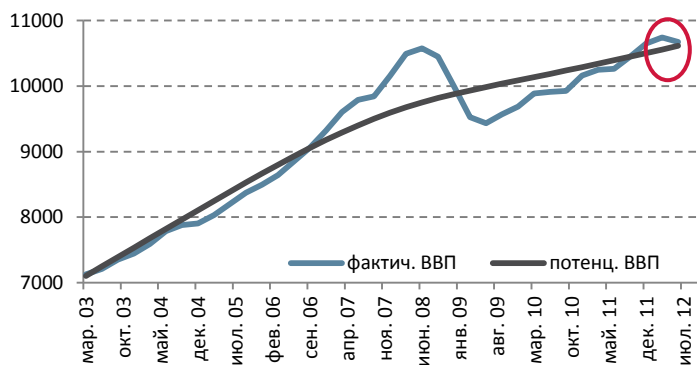
Во-вторых, коммерческие банки увеличили портфели розничных кредитов почти на 45% в годовом сопоставлении за 12 месяцев по июнь 2012 г. (+18,4% с начала года) – темп роста сопоставим с бумом кредитования перед кризисом 2008 г. В то же время, депозиты росли гораздо медленнее (*график 5*), притом что стоимость фондирования медленно, но верно увеличивается: средний максимальный процент по депозитам, который платит десятка крупнейших коммерческих банков, превысил 10% в июле и достиг 10,63% в первые десять дней августа (+121 б.п. с начала года).

В-третьих, рост совокупного спроса, который не сопровождается расширением производственных мощностей, в долгосрочной перспективе неустойчив, а расширение производственных мощностей требует серьезных инвестиций в капитал. К концу первого квартала 2012 г. положительный гэп ВВП (разница между фактическим и потенциальным объемами производства) достиг 1,8% (мы применили статистические методы фильтрации данных, чтобы выявить тренд в показателях ВВП), но потом сузился до 0,5% к концу второго квартала (*график 6*). С начала 2010 г. рост фактического производства опережал динамику материальной базы, в результате чего были задействованы почти все мощности, высвободившиеся в период кризиса 2008-2009 гг. Это указывает на усиливающееся давление на производственную базу, которое может ограничить дальнейший потенциал экономического роста.

Компании, похоже, не спешат выполнять свои инвестиционные программы, потому что неопределенность общемировой экономической ситуации лишает их уверенности. В частности, замминистра экономического развития Андрей Клепач заявил, что если Газпром не увеличит свои инвестиционные планы на этот год, то суммарный рост капиталовложений российских компаний может оказаться меньше официального годового прогноза на уровне 6,6% (до апрельского пересмотра Минэкономразвития прогнозировало увеличение инвестиций в основной капитал в 2012 г. на 7,8%). Высокие темпы роста капиталовложений в первом полугодии были обусловлены преимущественно низкой базой 2011 г.: с начала года долгосрочный тренд практически не изменился после скачка в конце 2011 г. (после пересмотра Росстатом исторических показателей).

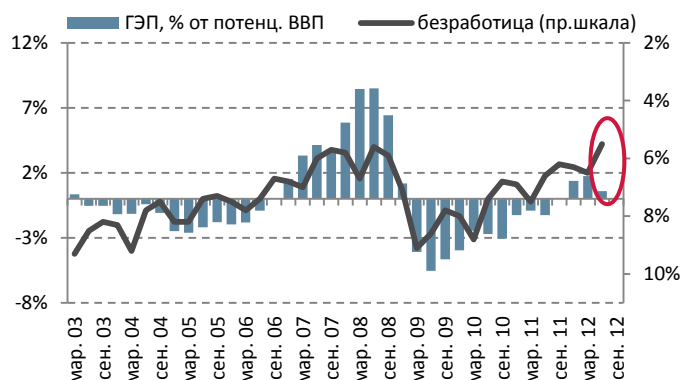
Нельзя забывать и о том, что инвестиционные расходы росли медленнее по сравнению с потреблением в 2009-2011 гг.: их доля в совокупном ВВП по-прежнему ниже докризисного уровня (22% в 2011 г. vs 25,3% в 2008 г.). Слабеющие индикаторы чистого экспорта (подробнее в разделе *Внешний сектор подвержен рискам со стороны внешней конъюнктуры*) и ограниченный потенциал увеличения госрасходов, скорее всего, будут тормозить экономический рост, если частные инвестиции в капитал не смогут их компенсировать.

График 6. Динамика и тренд реального ВВП\*



\* с учетом сезонности, в постоянных ценах 2008 г.

График 7. ГЭП ВВП и безработица



Источники: Росстат, оценка Атона

В-четвертых, безработица в конце второго квартала 2012 г. упала до минимума на уровне 5,4% экономически активного населения, т.е. потенциал наращивания производства посредством увеличения найма незначителен (*график 7*). Текущий уровень ниже нормы безработицы, не ведущей к усилению инфляции (NAIRU, по нашей оценке, составляет примерно 6,0%), что указывает на почти полное отсутствие циклической безработицы (даже скорректированный на сезонные факторы уровень безработицы в мае равнялся 5,6% и 5,7% в июне), т.е. существует риск усиления инфляционного давления.

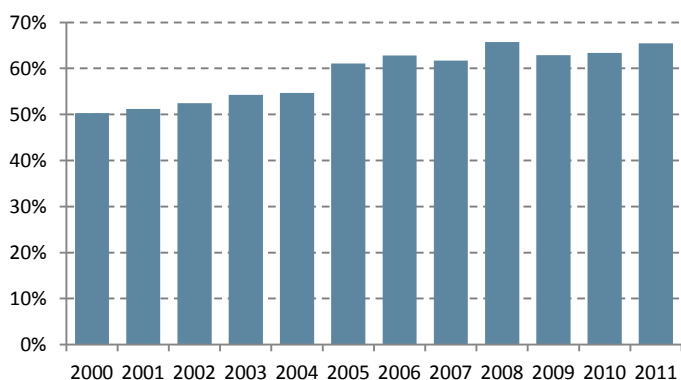
## Внешний сектор подвержен рискам со стороны внешней конъюнктуры

### Внешняя торговля и счет текущих операций

Доля выручки от экспорта энергоносителей (включая сырую нефть, природный газ и нефтепродукты) за последние 12 лет стабильно увеличивалась, с почти 50% от совокупной стоимости экспорта в 2000 г. до более чем 65% в 2011 г. (график 8). Физические объемы, однако, росли только в сегменте нефтепродуктов, и даже там они в последнее время стабилизировались (график 9). Таким образом, по сравнению с серединой 2000-х гг. внешняя торговля сейчас более уязвима перед потенциальными скачками цен на нефть, поскольку возможности наращивания нефтедобычи весьма невелики (из-за высокой степени истощенности эксплуатируемых месторождений и возросших расходов на разведку и добычу), а глубина переработки в России недостаточна, чтобы удовлетворить запросы зарубежных покупателей.

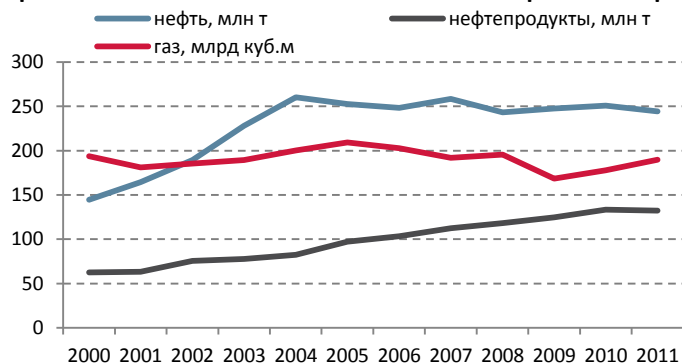
Запас прочности все еще есть (график 10): профицита торгового баланса (\$110,1 млрд в первой половине 2012 г., +11,4% в годовом сопоставлении) пока достаточно, чтобы уравновесить отрицательные сальдо баланса услуг, инвестиционных доходов и оплаты труда, в результате чего получается положительное сальдо счета текущих операций (\$58,4 млрд в первой половине 2012 г., +10,8% в годовом сопоставлении).

График 8. Доля нефтегазовых доходов в экспортной выручке



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

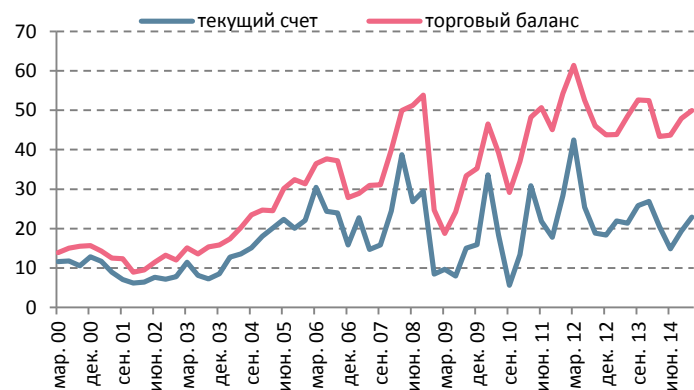
График 9. Физические объемы ключевых экспортных товаров



Источники: ЦБ РФ

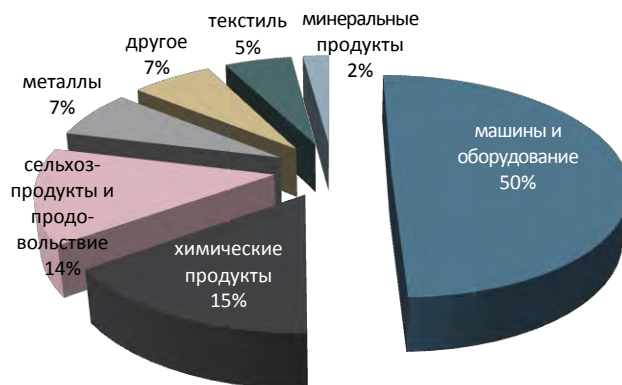
Однако структура импорта довольно негибка, поскольку 50% его стоимости формируется из-за закупок машин и оборудования (график 11), у которых зачастую нет аналогов на внутреннем рынке: российские продукты либо дороже, либо худшего качества, либо уступают по уровню послепродажного обслуживания, либо и то и другое. Ввиду большей гибкости обменного курса рубля в рамках нового подхода ЦБ РФ отметим, что импортные товары, как правило, становятся дороже в результате ослабления национальной валюты, вероятность которого возрастает в отсутствие интервенций со стороны регулятора. При этом ограниченные возможности импортозамещения мешают покупателям переключиться на отечественные товары, приводя к существенному удорожанию потребительской корзины.

График 10. Торговый баланс и текущий счет, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ

График 11. Структура импорта



Источники: таможня, оценка Атона

## Отток капитала и финансовый счет

Неблагоприятный инвестиционный климат остается главным препятствием для притока капитала в Россию. В последних рейтингах условий ведения бизнеса Россия продвинулась весьма скромно, на 120<sup>ое</sup> место (из 183) в 2012 г. со 124<sup>то</sup> годом ранее. Достигнуть 50<sup>то</sup> места к 2015 г. и 20<sup>то</sup> к 2018 г. (задача озвучена президентом Владимиром Путиным в ходе предвыборной кампании) сложно, особенно если учесть такие слабые места российской бизнес-модели, как условия ведения хозяйственной деятельности (в частности, трудности с подключением к системе энергоснабжения и получением разрешения на строительство) и слабая защита прав инвесторов (график 12).

**График 12. Ведение бизнеса в России, %-ое положение в рейтинге 2012 г.\***



\* 0% = лучший результат, 100% = худший результат

Источники: Группа Всемирного банка

Хотя итог президентских выборов был предсказуем и протестная активность заметно ослабла во втором квартале 2012 г., приток капитала так и не возобновился. Вместе с тем, отток пошел на убыль, но такая же тенденция наблюдалась и в 2011 г. (во вторых кварталах 2009 г. и 2010 г. даже отмечалось небольшое положительное сальдо финансового баланса, но тогда его оказалось недостаточно, чтобы компенсировать отток в остальную часть года), поэтому мы допускаем, что такая динамика обусловлена скорее сезонными факторами, нежели снижением напряженности после формирования нового правительства в мае.

По предварительным данным Банка России, умеренный приток был зафиксирован в июне, но, на наш взгляд, без улучшения инвестиционного климата он вряд ли сохранится в оставшуюся часть года. Замминистра экономического развития Андрей Клепач заявил 6 августа, что суммарный отток капитала из России в 2012 г. может достичь \$50 млрд. Поскольку в первом полугодии 2012 г. страну покинули \$43,4 млрд, прогноз Минэкономразвития предполагает существенное замедление оттока во второй половине года (всего порядка \$6,6 млрд), но притока средств все-таки не ожидается. Либерализация рынка облигаций (предположительно, в конце текущего года или в начале 2013 г.) в принципе может привлечь зарубежные инвестиции, но вряд ли это существенно повлияет на показатель чистого притока капитала, так как с начала года большого прогресса в этом направлении достичь не удалось (с запланированным изменением инфраструктуры опоздали уже почти на год, если опираться на изначальный график), а доля портфельных инвестиций в общем показателе невелика (чуть менее 0,5%).

К тому же, отток капитала, похоже, сам по себе присущ нынешней экономической модели. Операции ЦБ РФ традиционно играли роль 'балансирующего фактора' в структуре платежного баланса. Акценты денежно-кредитной политики сместились с таргетирования обменного курса к инфляционному таргетированию, поэтому объем валютных интервенций, скорее всего, сократится, и финансовый счет окажется в сильной зависимости от счета текущих операций. Иными словами, в отсутствие валютной поддержки со стороны Банка России любой дефицит счета текущих операций будет компенсироваться заимствованиями из-за рубежа (т.е. положительным сальдо финансового счета), тогда как любой профицит текущего счета будет инвестирован в иностранные активы в отсутствие прибыльных вариантов дома.

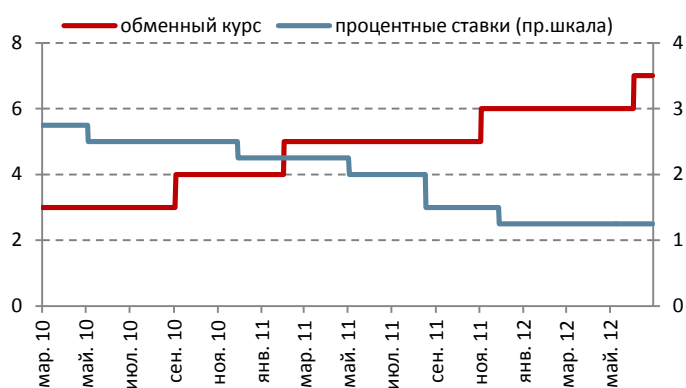
Наличие привлекательных отечественных активов способствовало бы конкуренции среди потенциальных инвесторов и, следовательно, укреплению рубля. Это в свою очередь привело бы к повышению стоимости импорта и сокращению сальдо текущего счета. Такая реакция продолжалась бы до тех пор, пока рынок не пришел бы к новому равновесному обменному курсу (подробнее о прогнозируемом обменном курсе в разделе *Прогнозы*).

Похожую логику можно применить и к случаю, когда в отсутствие привлекательных возможностей инвестирования внутри страны капитал бежит за границу, приводя к девальвации рубля, что в свою очередь порождает спад спроса на импортные товары, потому что они дорожают. Счет текущих операций необходимо увеличивать, чтобы сбалансировать растущий дефицит финансового счета, до тех пор, пока потоки не стабилизируются на точке 'равновесия' валютного курса. В результате рубль становится 'балансирующим' параметром в рамках модели внешнего сектора.

## Цели монетарной и бюджетной политики сходятся все больше

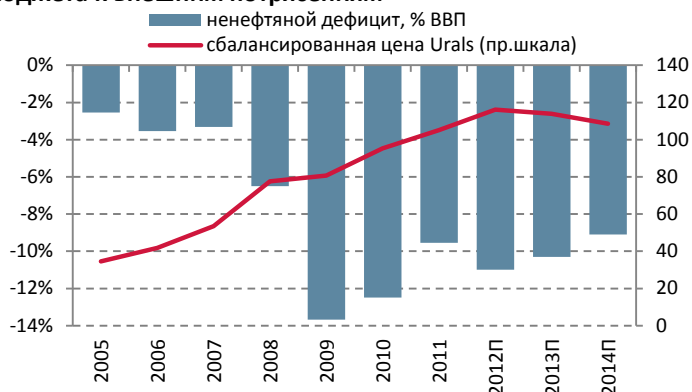
Как мы уже отмечали, политика Банка России постепенно отходит от таргетирования валютного курса, которое мы наблюдали на протяжении большей части 2000-х гг., (график 13). Последнее решение регулятора о расширении диапазона допустимых колебаний стоимости бивалютной корзины с 6 руб. до 7 руб. (больше чем в два раза по сравнению с 2010 г.) и понижении объема накопленных интервенций, после которых происходит сдвиг границ на 5 коп. (сейчас границы находятся на уровне 31,65-38,65 руб.), с \$500 млн до \$450 млн является последовательным шагом, соответствующим общему направлению денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Мы считаем, что помимо объективных причин для изменения приоритетов политики (таких как затраты на поддержание обменного курса во время спекулятивных атак на валюту и их неэффективность в восстановлении доверия к валюте), большая чувствительность российских государственных финансов к внешним потрясениям требует повышенной гибкости рубля, чтобы застраховаться от этого риска (график 14).

График 13. Размер целевых диапазонов ЦБ РФ, п.п.



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

График 14. Показатели чувствительности федерального бюджета к внешним потрясениям



Источники: Минфин, Bloomberg, оценка Атона

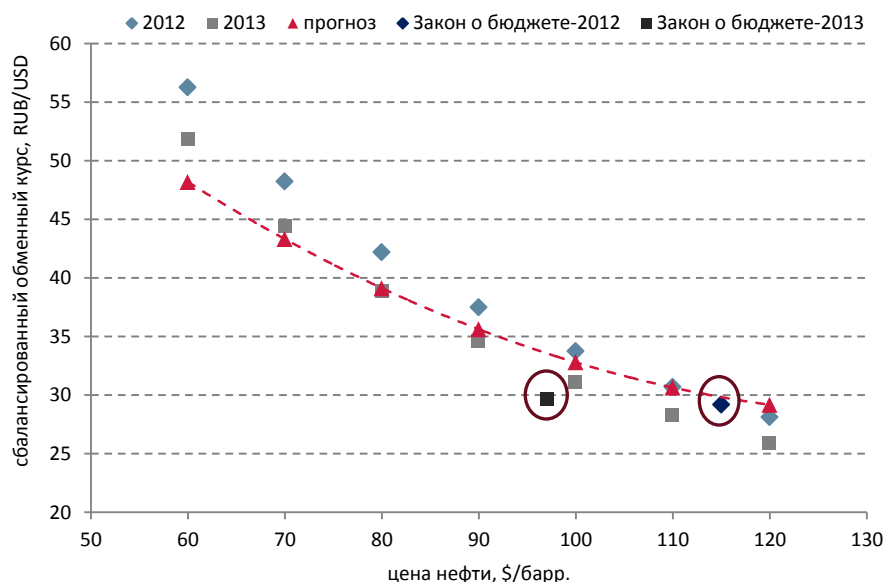
Со времен кризиса российский бюджет стал более чувствителен к внешним ударам. Расходы правительства в 2008-2009 гг. увеличились в ответ на кризис и остались на том же уровне, что привело к росту нефтегазового дефицита (10,6% от ВВП в 2012 г., согласно закону о бюджете). В результате российские государственные финансы стали более зависимыми от нефтяных доходов, которые, в свою очередь, подвержены резким колебаниям в ответ на изменение конъюнктуры рынка энергоносителей.

Усиливающаяся зависимость от изменений цены на нефть требует страховки, а курс рубля кажется наиболее очевидным способом достижения этой цели. Почти половина всех госдоходов напрямую связана с ценой на нефть, причем доходы поступают в долларах, в то время как расходы осуществляются в национальной валюте. В результате слабая валюта помогает нарастить рублевый эквивалент падающих в долларовом выражении доходов, нейтрализуя часть негативного влияния на бюджет при условии неизменности расходов.

Бюджет страны в 2012 г. будет сбалансирован при средней цене на нефть марки Urals 3 376 руб. за баррель. Комбинации, уравнивающие цену нефти в долларах, и валютный курс рубль/доллар представлены на графике 15. Мы провели аналогичные расчеты для бюджета на 2013 г., чтобы оценить его стрессоустойчивость. При текущем официальном прогнозе обменного курса (29,2/\$ в 2012 г. и 29,7/\$ в 2013 г., согласно прогнозу МЭР, соответствуют среднегодовой цене на нефть \$115 и \$97 за баррель соответственно), дефицит бюджета в этом году составит 0,1% от ВВП, а в следующем году – 1,5% от ВВП.

Однако стоит отметить, что ослабление рубля до уровней ниже официально прогнозируемых (которое, вероятно, произойдет, поскольку фактический валютный курс с начала года составляет 30,9 руб./\$, соответствующая средней цене на нефть \$110,5 за баррель) только принесет пользу государственным финансам. Например, излишек бюджета в первой половине 2012 г. составил 250 млрд руб., потому что фактическая цена нефти в рублях была на уровне 3 413,6 руб., что чуть выше цены, необходимой для сбалансированности. Таким образом, падение долларовой цены на нефть на \$5 ниже прогнозируемой было возмещено с избытком за счет ослабления рубля на 5,5% по сравнению с прогнозом.

**График 15. Курс RUB/USD необходимый для баланса бюджета в 2012-2013 гг.**



Источники: Минфин, оценка Атона

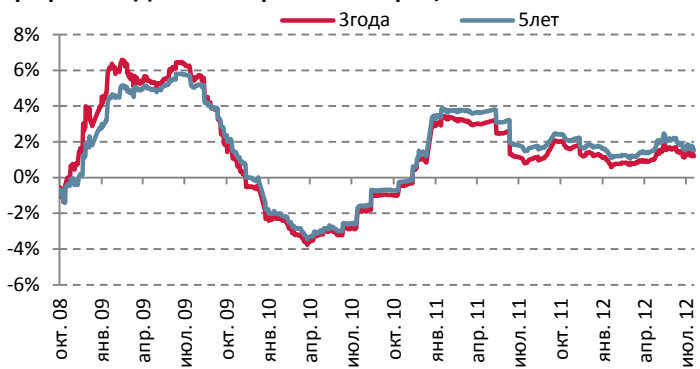
### Инфляция: побочный эффект спроса или предложения?

На наш взгляд, Банк России обеспокоен недавним ростом потребительской инфляции: к 6 августа цены выросли на 5,7% в годовом сопоставлении после повышения в течение первого полугодия 2012 г. со средним темпом менее 4,0%. Последний, однако, вызван отсрочкой повышения регулируемых тарифов, что усилило эффект высокой базы в первом полугодии.

К концу второго квартала 2012 г. российская экономика работала почти на всю свою мощность, т.е. особого давления на цены не было, несмотря на высокий потребительский спрос, который наблюдался на протяжении первой половины года. Если говорить об экономической политике, инфляция, вызванная спросом, предпочтительнее, так как ее легче контролировать: рост ключевых процентных ставок в данном случае охлаждает перегретую экономику без нанесения большого вреда реальному сектору. Хотя Банк России неохотно признает, что замедление промышленного производства является тревожным сигналом, мы считаем, что повышение процентных ставок в текущих условиях может навредить росту.

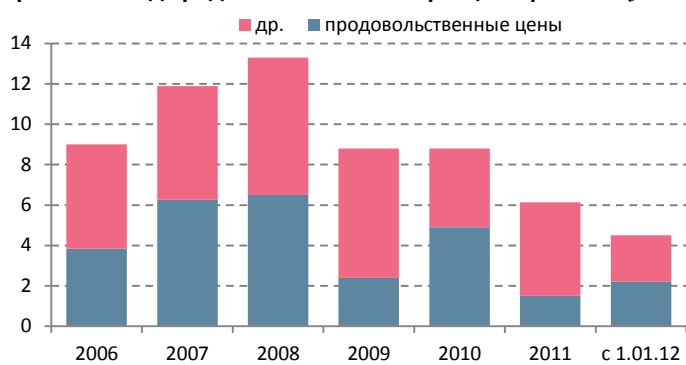
Во-первых, положительные процентные ставки (график 16) могут сдерживать капвложения, которые важны для долгосрочного роста. Во-вторых, ускорение продовольственной инфляции является всемирной проблемой (как это было в 2008 г.), и борьба с ней на внутреннем уровне не будет достаточно эффективной. Хотя вклад продовольственной инфляции в основной показатель в 2009 и 2011 гг. был незначительным, в другие годы он составлял почти половину всего роста ИПЦ (график 17).

**График 16. Динамика реальных процентных ставок**



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

**График 17. Вклад продовольственной инфляции в рост ИПЦ, п.п.**



Источники: Росстат, оценка Атона

### Допущения модели

#### Цены на нефть

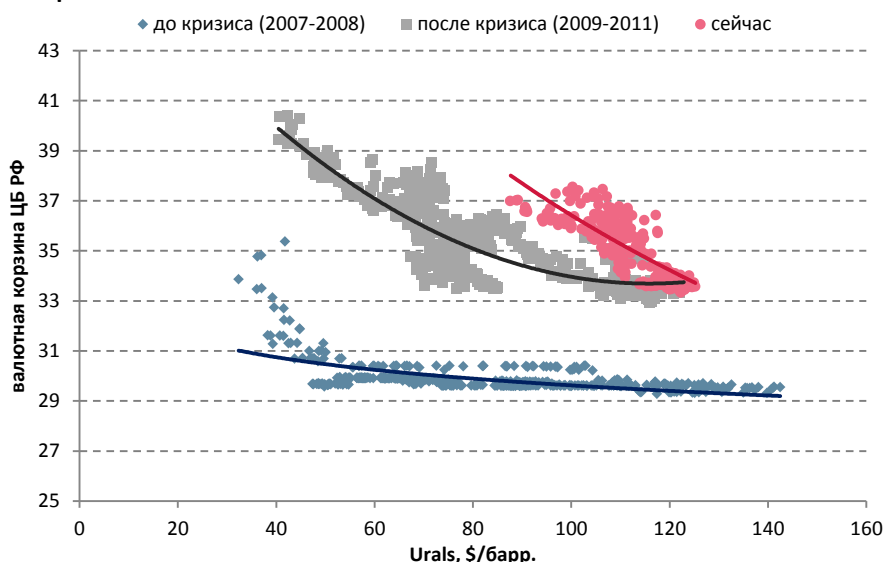
Цена на нефть определяет многие параметры российской экономики и поэтому является одной из ключевых внешних переменных, которую мы используем при построении прогнозов. Наш базовый сценарий предполагает, что рост мировой экономики и усилия мировых центральных банков будут в целом сбалансированы с целью обеспечения средней цены на нефть марки Urals на уровне \$90 за баррель до конца этого года и на протяжении 2013 г. (подробнее прогноз цены на нефть обоснован в отчете [Нефтегазовая отрасль России. Прогноз на 2012 г.: дивиденды усиливают привлекательность акций](#) от 24 ноября 2011 г.). Иными словами, мы ожидаем, что медленный рост мировой экономики ограничит потенциал повышения цен на энергоносители, однако не предполагаем каких-либо серьезных потрясений на сырьевых рынках.

#### Денежно-кредитная политика

Другим важным предположением нашей модели являются приоритеты денежно-кредитной политики Банка России. Недавние действия регулятора свидетельствуют о его намерении перейти от таргетирования валютного курса к таргетированию инфляции, и в связи с этим в рамках базового сценария мы предполагаем, что стоимость национальной валюты будет определяться преимущественно ценой на нефть (отток капитала будет, в свою очередь, компенсироваться притоком денег от внешней торговли (подробнее в разделе *Отток капитала и финансовый счет*)).

Хотя корреляция между колебаниями валютной корзины ЦБ РФ (доллар+евро) и ценой на нефть ниже, чем между курсом доллара и ценой на нефть марки Urals, тем не менее, она значительно возросла: с 50% в 2007-2008 гг. до почти 80% в течение последних 12 месяцев. Отметим также, что стоимость корзины ЦБ РФ в 2012 г. осталась в диапазоне 33,3-37,3 руб., в то время как диапазон, таргетируемый регулятором, гораздо шире (на данный момент его границы определены в промежутке 31,65-38,65 руб.).

**График 18. Зависимость бивалютной корзины ЦБ РФ от изменений цен на нефть**



Источники: Bloomberg, оценка Атона

*“Ничего нельзя прогнозировать: ситуация меняется слишком быстро”*

*президент Сбербанка  
Герман Греф (на заседании  
Экономического совета при  
президенте 20 июля)*

## Прогнозы

### Базовый сценарий

Долгосрочный устойчивый рост российского ВВП составляет в среднем около 2,1% в посткризисный период после 2008 г. Если предположить, что капиталовложения могут покрыть амортизацию и замещение устаревших производственных активов, то средний рост, составляющий 2,1%, может сохраниться в долгосрочной перспективе. По нашим оценкам, в конце второго квартала 2012 г. отечественная экономика работала на пределе своих производственных мощностей, свидетельствуя о том, что устойчиво высокие темпы роста могут быть достигнуты только в случае интенсивных капвложений, а в краткосрочной перспективе позитивные отклонения от долгосрочного тренда возможны только «ценой» более высокой инфляции.

Эмпирические наблюдения указывают на довольно высокую вероятность ослабления потребительского спроса во второй половине 2012 г. и, возможно, далее в 2013 г. (подробнее в разделе *Потребление: ключевой фактор, похоже, теряет силу*), что окажет негативное влияние на экономический рост. Ужесточение условий кредитования в российской экономике также будет сдерживать инвестиционную активность, в результате чего **рост ВВП не превысит 3,5% в этом году и 3,0% в 2013 г., по нашим оценкам.**

**Промышленное производство**, похоже, не получает особенной поддержки от ослабления национальной валюты, и только серьезная девальвация рубля породит стимулы для замещения импорта. Однако это, вероятно, будет сопровождаться давлением на доходы, и в результате многие производители не смогут найти спрос на свою продукцию. Низкая конкурентоспособность в сочетании с осторожной политикой управления запасами, которой придерживаются отечественные компании, на наш взгляд, приведет к весьма умеренному росту производства в реальном секторе: **3,4% в этом году и 3,2% в 2013 г.**

Учитывая низкую гибкость физических объемов ключевых экспортируемых товаров (подробнее в разделе *Внешняя торговля и счет текущих операций*), и в соответствии с ожидаемым нами снижением цены на нефть, мы ожидаем постепенное сокращение экспортной выручки – до \$510 млрд в 2012 г. и \$462 млрд в 2013 г. С нашей точки зрения, объемы импорта останутся довольно стабильными, поскольку возможности импортозамещения невелики, несмотря на ожидаемое ослабление рубля. В результате **положительное сальдо внешней торговли понизится до \$184 млрд в этом году и \$106 млрд в следующем году**, почти уничтожив весь «запас прочности» текущего счета к 2013 г., когда, как мы ожидаем, последний сократится до \$5,1 млрд.

По нашим предположениям, рубль будет колебаться свободно, и ожидаем его ослабления вслед за падением цены на нефть (которую мы прогнозируем в 2013 г. в среднем до \$90 за баррель). Платежный баланс, как мы полагаем, уравнивается при **среднем валютном курсе 34,8 руб./\$ в 2013 г. (vs 32,5 руб./\$ в 2012 г.), т.е. стоимость корзины ЦБ РФ должна составить 38,4 руб. (36,3 руб. в 2012 г.).**

Хотя ненефтегазовому дефициту сохраняется на высоком уровне, правительственный сектор станет основным выгодоприобретателем от потенциального ослабления рубля, так как последнее сделает баланс федерального бюджета почти невосприимчивым к колебаниям цены на нефть. Мы считаем, что если расходы сохраняются на объявленном уровне, то дефицит бюджета не превысит 0,1% от ВВП в 2013 г., в случае если наш прогноз валютного курса оправдается. Согласно действующему закону о бюджете, дефицит на 2013 г. запланирован в размере 1,5%, но мы считаем, что средний внутренний курс 29,7 руб./\$ слишком консервативен даже при цене Urals на уровне \$97 за баррель.

На наш взгляд, во второй половине 2012 г. инфляция усилится независимо от динамики потребления домашних хозяйств, отражая высокую скорость роста цен на продукты питания и эффект низкой базы второго полугодия 2011 г. К концу 2012 г. мы ожидаем, что ИПЦ прибавит, по меньшей мере, 6,5% в годовом сопоставлении, но если Банк России ужесточит монетарную политику, то, на наш взгляд, в следующем году инфляция может составить 6,0% (мы ожидаем, что цены вырастут на **5,7% в 2013 г.**). Однако ужесточение денежно-кредитной политики негативно повлияет на реальный сектор, что также подтверждает наш не слишком оптимистичный взгляд на развитие российской экономики.

### Альтернативные сценарии

Принимая во внимание множество неразрешенных проблем в еврозоне, вероятность ужесточения бюджетной политики в США в начале 2013 г. и потенциальное замедление китайской экономики, мы также рассмотрели пессимистичный сценарий: мы допускаем в 2013 г. падение средней цены на нефть Urals на \$20 до \$70 за баррель.

Падение мирового спроса на ключевую экспортную продукцию России приведет к довольно быстрому сокращению профицита текущего счета. Это в свою очередь вынудит компании увеличить объем заимствований. Ослабление рубля будет означать более высокую инфляцию (в связи с высокой долей импортируемых товаров в потребительской корзине), что окажет давление на доходы, сдерживая потребление домохозяйств. ВВП в этом случае понизится приблизительно на 2-3%, в то время как рост ИПЦ ускорится до 9-10% в следующем году. По нашим оценкам, рубль упадет до 37 руб./\$ (40 руб. за корзину).

Наш оптимистичный сценарий подразумевает установление цены на нефть в 2013 г. на отметке \$110 за баррель, но мы считаем маловероятным, что большой приток экспортной выручки станет сильным фактором роста. Как уже было отмечено, ВВП России гораздо менее чувствителен к повышению цены на нефть, чем к ее понижению. В результате, мы ожидаем только небольшое ускорение темпов роста ВВП (до +3,2% в 2013 г.), если цена на Urals превысит наши базовые ожидания. Укрепление рубля, которое произойдет в этом случае, скорее всего, сведет на нет оставшийся оптимизм, так как отечественные производители продолжают терять свою конкурентоспособность.

Таблица 4. Основные макроэкономические показатели и прогнозы (базовый сценарий)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П
<b>Макроиндикаторы</b>											
ВВП, млрд руб.	13 208	17 027	21 610	26 917	33 248	41 277	38 807	45 173	54 586	60 215	65 568
ВВП (г/г)	7,3%	7,2%	6,4%	8,2%	8,5%	5,2%	-7,8%	4,3%	4,3%	3,6%	3,0%
Urals, \$/барр. (сред.)	27,2	34,2	50,5	61,2	69,5	95,1	61,3	78,2	109,3	102,5	90,0
ИПЦ (г/г)	12,0%	11,7%	10,9%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,5%	5,7%
RUB/USD (сред.)	30,7	28,8	28,3	27,2	25,6	24,9	31,7	30,4	29,4	32,5	34,8
RUB/USD (в конце периода)	29,2	27,7	28,7	26,3	24,6	29,4	30	30,5	32,1	33,6	35,6
USD/EUR (сред.)	1,13	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,39	1,33	1,39	1,26	1,23
Бивалютная корзина ЦБ РФ (сред.)			30,1	30,0	29,8	30,1	37,3	34,8	34,6	36,3	38,4
Реальная зарплата (г/г)	10,9%	10,6%	12,6%	13,3%	17,2%	11,5%	-3,5%	5,2%	4,2%	4,0%	3,5%
Реальный располагаемый доход (г/г)	15,0%	10,4%	12,4%	13,5%	12,1%	2,4%	3,1%	5,1%	0,8%	3,0%	2,0%
Розничная торговля (г/г)	8,8%	13,3%	12,8%	14,1%	16,1%	13,6%	-5,1%	6,3%	7,2%	5,5%	4,5%
Безработица (сред.)	8,6%	8,2%	7,6%	7,2%	6,1%	6,3%	8,4%	7,5%	6,6%	6,0%	6,5%
Промпроизводство (г/г)	8,9%	8,0%	5,1%	6,3%	6,8%	0,6%	-9,3%	8,2%	4,7%	3,4%	3,2%
Инвестиции в основной капитал (г/г)	12,5%	13,7%	10,9%	16,7%	22,7%	9,9%	-15,7%	6,0%	8,3%	5,5%	6,0%
<b>Госсектор</b>											
Бюджетные доходы, % ВВП	19,6%	20,1%	23,7%	23,3%	23,4%	22,5%	18,9%	18,4%	20,8%	20,7%	20,3%
Бюджетные расходы, % ВВП	17,9%	15,9%	16,3%	15,9%	18,0%	18,3%	24,9%	22,4%	20,0%	21,2%	20,4%
Баланс бюджета, % ВВП	1,7%	4,3%	7,5%	7,4%	5,4%	4,1%	-6,0%	-4,0%	0,8%	-0,4%	-0,1%
<b>Внешний сектор</b>											
Экспорт, \$ млрд	135,9	183,2	243,8	303,5	354,4	471,6	303,4	400,7	522,1	509,6	462,1
Импорт, \$ млрд	76,1	97,4	125,4	164,3	223,5	291,9	191,8	248,6	323,8	325,8	356,0
Торговый баланс, \$ млрд	59,9	85,8	118,4	139,3	130,9	179,8	111,6	152,0	198,2	183,9	106,1
Текущий счет, \$ млрд	35,4	59,5	84,6	94,7	77,8	103,5	48,6	71,1	98,9	89,3	5,1
Счет операций с капиталом и финансовый счет, \$ млрд	0,1	-8,4	-15,2	3,3	84,5	-131,2	-43,5	-26,0	-76,2	-89,3	-5,1

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, оценка Атона

## Раскрытие информации

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

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

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

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

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

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

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

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

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

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

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

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1  
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876  
АТОН <GO> (Bloomberg)  
www.aton.ru www.atonbroker.com  
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

**Atonline Limited**

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ, 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр  
Офис: 20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр  
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016  
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам  
и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

**Департамент торговли**

**Павел Грэнбьерг**  
+7 (495) 287 8650  
pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций  
зарубежным клиентам**

**Мартин Голлнер**  
+44 20 7011 9662  
martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций  
российским клиентам**

**Максим Кабанов; Олег Мирманов**  
+7 (495) 287 9282; 287 9283  
maxim.kabanov@aton.ru; oleg.mirmanov@aton.ru;

**Аналитический  
департамент**

**Алексей Языков**  
+7 (495) 213 0340  
alexei.yazikov@aton.ru

**Управление по работе  
с долговыми инструментами**

**Мурат Берсеков**  
+7(495) 705-99-42  
murat.bersekov@aton.ru

**АНАЛИТИКИ АТОНА****Стратегия**

**Питер Вестин**  
+7 (495) 213 0341  
peter.westin@aton.ru

**Эндрю Риск**  
+7 (495) 777 9090 x2641  
andrew.risk@aton.ru

**Сергей Колоколов**  
+7 (495) 777 9090 x2671  
sergey.kolokolov@aton.ru

**Электроэнергетика**

**Илья Купреев**  
+7 (495) 213 0335  
ilya.koupreyev@aton.ru

**Павел Ластовкин**  
+7 (495) 777 6677 x2683  
pavel.lastovkin@aton.ru

**Металлургия**

**Диннур Галиханов**  
+7 (495) 213 0338  
dinnur.galikhhanov@aton.ru

**Илья Макаров**  
+7 (495) 777 9090 x2644  
ilya.makarov@aton.ru

**Специальные ситуации**

**Михаил Пак**  
+7 (495) 213 0337  
mikhail.pak@aton.ru

**Никита Мельников**  
+7 (495) 213 0336  
nikita.melnikov@aton.ru

**Долговой рынок и экономика**

**Ринат Кирдань**  
+7 (495) 213 0342  
rinat.kirdan@aton.ru

**Андрей Бобовников**  
+7 (495) 287 8648  
andrey.bobovnikov@aton.ru

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 213 0334  
anna.bogdyukevich@aton.ru

**Банки**

**Иван Качковский**  
+7 (495) 705 9232  
ivan.kachkovski@aton.ru

**Телекоммуникации и медиа**

**Станислав Юдин**  
+7 (495) 213 0339  
stanislav.yudin@aton.ru

**Редакционно-издательский отдел**

**Лорен Мэнди**  
+7 (495) 777 9090 x2648  
lauren.mandy@aton.ru

**Томас Лавракас**  
+7 (495) 777 9090 x2686  
thomas.lavrakas@aton.ru

**Анна Богданова**  
+7 (495) 777 9090 x2657  
anna.bogdanova@aton.ru

**Нефть и газ**

**Елена Савчик**  
+7 (495) 213 0343  
elena.savchik@aton.ru

**Вячеслав Буньков**  
+7 (495) 213 0344  
slava.bunkov@aton.ru

**Анна Лакейчук**  
+7 (495) 777 9090 x2661  
anna.lakeychuk@aton.ru

**Потребительский сектор**

**Марина Гутнева**  
+7 (495) 777 9090 x2645  
marina.gutneva@aton.ru

**Алексей Евстратенков**  
+7 (495) 777 9090 x2679  
alexey.evstratenkov@aton.ru

**Долговые инструменты: трейдинг**

+7 (495) 237 8649

**Акции: трейдинг**

+7 (495) 287 9287

**Технический анализ**

**Елена Кожухова**  
+7 (495) 777 9090 x2672  
elena.kozhukhova@aton.ru