

ЛЕТНЯЯ ЗАСУХА МОЖЕТ СТАТЬ ПРИЧИНОЙ ЗАМОРАЖИВАНИЯ СТАВОК ЦБ

Излишне жесткая политика ЦБ может негативно сказаться на темпах экономического роста

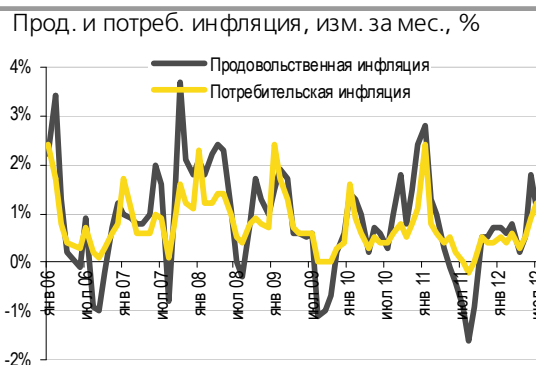
Повышение цен на продовольствие и индексация регулируемых тарифов... Весьма умеренная потребительская инфляция (0,2%) в первые три недели августа после июльских 1,2% за месяц не должна вводить в заблуждение. Мы видим два важных инфляционных фактора – повышение цен на продовольственные товары, которое до конца года может составить 3,5–4%, а также дополнительная (на 4–6%) индексация тарифов на теплоэнергию, воду и водоотведение с 1 сентября. Рост цен на пищевые продукты вызван засухой в некоторых регионах России, что, в свою очередь, заставило Министерство сельского хозяйства понизить прогноз урожая зерновых до 75 млн т.

...приведут к росту потребительской инфляции до 7–7,5% в 2012 г. По нашим оценкам, повышение темпов роста цен на продовольственные товары вследствие жаркой погоды составит лишь 1–1,5 п.п. до конца года, что, учитывая долю этих товаров в потребительской корзине Росстата (32%), добавит к общему показателю потребительской инфляции 0,3–0,5 п.п. Еще 0,2–0,4 п.п. должна добавить индексация тарифов. Учитывая прирост инфляции с начала года на 4,7 п.п., совокупная инфляция в 2012 г. достигнет 7–7,5%, что превышает официальный прогноз в 6%.

Политика ЦБ имеет четкую направленность на борьбу с инфляцией. Исходя из анализа исторических изменений в монетарной политике, можно сделать вывод о том, что, хотя в центре внимания ЦБ находятся как инфляция, так и экономический рост, приоритет инфляции очевиден. В среднем ЦБ повышает процентные ставки на 25 б.п. при росте инфляции на 52 б.п., при этом ЦБ снижает процентные ставки на те же 25 б.п. при замедлении темпов роста реального ВВП на 194 б.п. Более того, ответные меры при замедлении экономического роста ЦБ принимает с 12-месячным лагом. Это означает, что Центробанку нужно время, чтобы убедиться, что рост экономики на самом деле замедляется.

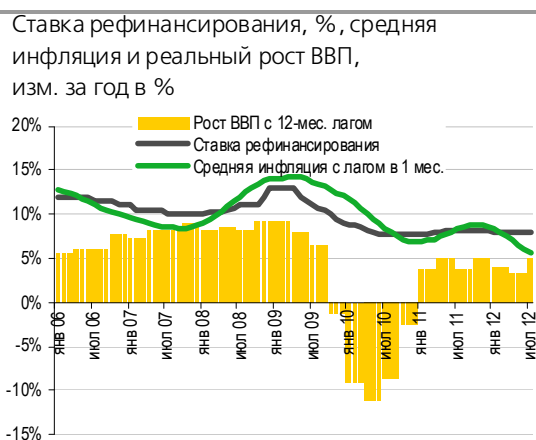
Повышение инфляции приведет к отсрочке понижения основных процентных ставок. Вышеуказанная асимметрия в приоритетах монетарной политики ЦБ означает, что в ближайшие месяцы регулятор будет уделять особое внимание растущей инфляции. Таким образом, мы считаем, что процентные ставки понижаться не будут, что в нынешних условиях, характеризующихся заметной нехваткой ликвидности и замедлением темпов роста, ставит под угрозу стабильность как финансового, так и реального секторов. При этом антиинфляционный эффект излишне высоких ставок будет ограниченным.

Продовольственная инфляция составляет одну треть от потребительской



Источники: Росстат

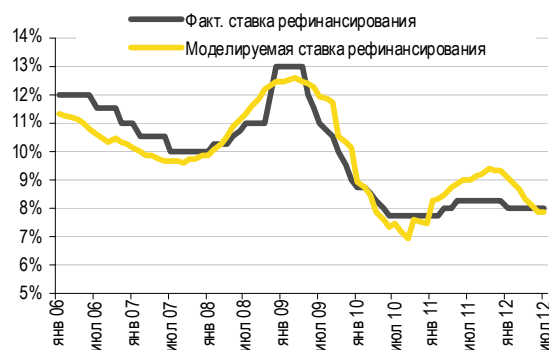
ЦБ принимает меры в ответ на резкое замедление темпов роста с лагом в один год



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

ЦБ оказывает поддержку экономике в предвыборный период и в условиях турбулентности

Ставка рефинансирования ЦБ: фактическая и моделируемая, %



Источники: ЦБ, оценка УРАЛСИБа

У инфляции нет шанса вписаться в официальный шестипроцентный прогноз

Осенью ожидается ускорение инфляции на фоне повышения регулируемых тарифов и цен на продовольственные товары. С исторического минимума, достигнутого в 1 п/г 2012 г, в июле месячная инфляция подскочила сразу до 1,2% – вследствие индексации регулируемых тарифов и повышения цен на пищевые продукты. Первые три недели августа, однако, были достаточно спокойными: рост цен на потребительские товары в период с 1 по 20 августа составил 0,2%, а с начала года – 4,7%. Может создаться иллюзия, что инфляция пошла на убыль, и до конца года цены вырастут на 1,2–1,5%, в результате чего инфляция удержится в рамках официального шестипроцентного прогноза, то есть так же, как это было в прошлом году. Однако нынешней осенью ситуация будет иной: ожидается повышение цен на продовольственные товары (на 3,5–4% в период с августа по декабрь 2012 г.) и дополнительная индексация (на 4–6%) тарифов на теплоэнергию, воду и водоотведение с 1 сентября.

Продовольственная инфляция составляет одну треть от потребительской



Источники: Росстат

Повышение мировых цен, по общему мнению, является

главной причиной импорта продовольственной инфляции в Россию. Нынешним летом вследствие аномальной жары, вызвавшей засуху в некоторых российских регионах, произошло ускорение роста цен на продовольственные товары до 1,8% за июнь и до 0,9% за июль. Минсельхоз неоднократно проводил пересмотр прогноза урожая зерновых в России на 2012 г., который теперь снижен до 75 млн т. На международных рынках цены на зерно также растут: индекс цен на злаковые культуры, рассчитываемый ФАО ООН, в июле увеличился на 17,1%, в результате продовольственный индекс ФАО вырос на 6,2% за месяц. В связи с тем, что по итогам пяти месяцев 2012 г. доля продовольственных товаров составила 13,1% российского импорта, стало популярно мнение, что продовольственная инфляция может быть импортирована в Россию.

Простая вычислимая модель... Для прогнозирования потенциального влияния аномально жаркой погоды и роста мировых цен на продовольственную инфляцию в России мы применяем метод регрессионного анализа. В качестве зависимой переменной мы берем продовольственную инфляцию, а независимых переменных – рост денежной массы и сезонные переменные, которые мы называем «холодный сезон» «сезон урожая». В нашей модели используются месячные данные за период с 2006 по 2012 гг. и рассматриваются два альтернативных сценария с разными регрессионными спецификациями. В перечень независимых переменных в первом случае добавляется месячное изменение продовольственного индекса ФАО (с лагом в один месяц), а во втором – индекс сельхозпроизводства в России, который отражает изменение объемов сельхозпроизводства год к году. Мы рассматриваем два варианта, поскольку, с одной стороны, хотим выяснить, действительно ли продовольственная инфляция в России является импортируемой, а с другой – нам необходимо понять, как влияет на наши выводы так называемая проблема эндогенности (наша модель предусматривает, что спад сельхозпроизводства приводит к росту продовольственной инфляции, однако в реальности причинно-следственные связи могут идти в обоих направлениях – повышение цен на продовольственные товары может вызывать рост предложения сельхозпродукции.).

Модель продовольственной инфляции с индексом сельхозпроизводства больше соответствует фактическим данным, чем...

Оценки коэффициентов, стандартные ошибки и критерий соответствия фактическим данным

	Сезон урожая	Холодный сезон	Сельхозпроизводство	Рост M2	Конст.
Коэффициент	(0,015)	0,007	(0,028)	0,338	0,003
Стандартная ошибка	0,003	0,002	0,009	0,079	0,002
R-квадрат	0,498				

Источники: оценка УРАЛСИБа

Летняя засуха может стать причиной замораживания ставок ЦБ

...модель с продовольственным индексом ФАО

Оценки коэффициентов, стандартные ошибки и критерий соответствия фактическим данным

	Сезон урожая	Холодный сезон	Сельхозпроизводство	Рост M2	Конст.
Коэффициент	(0,014)	0,007	0,045	0,281	0,003
Стандартная ошибка	0,003	0,002	0,025	0,081	0,002
R-квадрат	0,451				

Источники: оценка УРАЛСИБа

...однозначно показывает, что внутренние цены на продовольствие зависят в первую очередь от объема производства, а не от мировых цен. Результаты нашего анализа показывают, что гораздо более надежным индикатором для прогнозирования российской продовольственной инфляции, чем индекс мировых продовольственных цен ФАО, является объем производства сельскохозяйственной продукции на внутреннем рынке, что выглядит логичным. С одной стороны, статистическая значимость индекса ФАО весьма невелика (соответствующая t-статистика равна 1,8, что означает лишь 10-процентный уровень значимости); с другой стороны, в модели, учитывающей оба индикатора (индекс ФАО и индекс производства на внутреннем рынке), индекс ФАО не является статистически значимым. Кроме того, мировые цены на продукты питания не оказывают серьезного влияния на продовольственную инфляцию на внутреннем рынке – повышение индекса ФАО на 10 п.п. приводит к росту внутренних цен на продовольствие лишь на 0,45 п.п. Наконец, модель с индексом производства сельхозпродукции на внутреннем рынке демонстрирует большее соответствие данным по сравнению с моделью, базирующейся на индексе ФАО: критерий соответствия фактическим данным первой модели (R-квадрат) выше, чем у второй. Учитывая, что оценки коэффициентов слабо зависят от выбора конкретной модели, признаков проблемы эндогенности не наблюдается. Таким образом, у нас есть основания усомниться в общепринятом мнении, согласно которому продовольственная инфляция импортируется в Россию, напротив, с нашей точки зрения, стабильность внутренних цен на продукты питания зависит, прежде всего, от динамики внутреннего производства сельхозпродукции.

В августе–декабре продовольственная инфляция составит 3,5–4%... Описанную выше модель можно использовать для прогнозирования российской продовольственной инфляции в 2012 г. Ключевым сценарием в этой модели является оценка сельхозпроизводства в ближайшие несколько месяцев. И хотя точный размер ущерба, нанесенного сельскому хозяйству аномальной жарой этим летом, пока не ясен, разумно предположить, что масштабы сокращения производства будут примерно вдвое меньше, чем спад, вызванный засухой 2010 г. (тогда объем производства в наиболее проблемных месяцах – августе–сентябре – сократился на 23–25% год к году). В целом прогноз урожая зерновых текущего года на уровне 75 млн т лежит примерно посередине между урожаями «нормального» 2011 г. (94,2 млн т) и засушливого 2010 г. (60,9 млн т). Исходя из предположения о неизменности монетарного давления до конца года наш прогноз кумулятивной инфляции цен на продовольствия в августе–декабре составляет 3,5–4%.

...из которых лишь 1–1,5 п.п. можно отнести на счет аномальной жары. Для надлежащей оценки дополнительной инфляции, возникшей по причине аномально жаркой погоды в текущем году, необходимо оценить инфляцию цен на продукты питания, которая имела бы место при «нормальных» погодных условиях. Если предположить, что урожай зерновых в 2012 г. составил бы 94,2 млн т, то, исходя из исторической корреляции между объемом сельхозпроизводства и динамикой урожая зерновых, рост объемов производства в сельском хозяйстве во 2 п/г 2012 г. был бы отрицательным и оказался бы на уровне минус 0,8% год к году, а накопленная инфляция цен на продовольствие за август–декабрь оказалась бы равна 2,5%. Это подразумевает,

Наша модель продовольственной инфляции соответствует фактическим показателям

Продовольственная инфляция: фактическая и моделируемая, изм. за мес. в %



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

Рост объемов сельхозпроизводства в значительной степени коррелирует с показателем

Оценки коэффициентов, стандартные ошибки и критерий соответствия фактическим данным

	Рост урожая зерновых	Конст.
Коэффициент	0,286	0,016
Стандартная ошибка	0,035	0,009
R-квадрат	0,860	

Источники: оценка УРАЛСИБа

Летняя засуха может стать причиной замораживания ставок ЦБ

что на долю дополнительной инфляции, обусловленной жарой, в росте цен на продовольствие приходится лишь 1–1,5 п.п. Учитывая, что продукты питания составляют 32% потребительской корзины Росстата, вклад продовольственной инфляции в рост ИПЦ по итогам года составит 0,3–0,5 п.п.

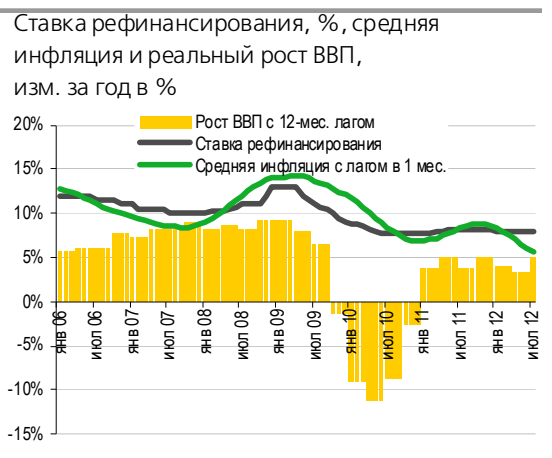
В 2012 г. инфляция составит 7–7,5% и превысит официальный прогноз (6%). Еще одним существенным фактором роста инфляции (в 2012 г.) станет индексация регулируемых тарифов 1 сентября. Тарифы на тепло, воду и водоотведение повысятся на 4–6%, что окажет как прямой, так и косвенный эффект (через удорожание других товаров и услуг). Принимая во внимание, что на долю услуг ЖКХ приходится 6,3% потребительской корзины Росстата, прямое влияние индексации тарифов на потребительскую инфляцию, по нашей оценке, составляет 0,2–0,4 п.п. Косвенный эффект индексации тарифов с трудом поддается оценке, однако мы надеемся, что он будет незначительным. Таким образом, общий вклад роста продовольственных цен и индексируемых тарифов в ИПЦ, согласно нашим расчетам, составляет 0,5–1 п.п. Учитывая, что на 20 августа инфляция с начала года составила 4,7%, к концу года показатель может достичь 7–7,5% и превысить наш прогноз (6,7%), а также оказаться существенно выше официального ориентира (6%). Вместе с тем недавно Минэкономразвития впервые признало возможность превышения официального прогноза, заявив, что по итогам года показатель может составить 7%.

Осенний скачок инфляции может заставить ЦБ повременить с повышением ставок

Непростое положение дел в экономике дает ЦБ основания для смягчения денежно-кредитной политики. Принимая во внимание ожидающийся осенью всплеск инфляции, главный вопрос заключается в том, какие ответные меры может предпринять ЦБ. Общепринятая логика диктует повышение ключевых ставок для борьбы с растущей инфляцией, однако на этот раз ускорение инфляции обусловлено явно немонетарными факторами, что лишает ужесточение денежно-кредитной политики всякого смысла. В этой связи намного большее опасение вызывает резкое замедление экономического роста в июле – по словам замминистра экономики Андрея Клепача, в июле темпы роста ВВП снизились до 2,6% год к году с 4,4% в 1 п/г 2012 г. Замедление роста в июле зафиксировано во всех основных секторах, за исключением промпроизводства, увеличившегося на 3,4% год к году, однако это отчасти объясняется так называемым календарным эффектом – в июле 2012 г. было на один рабочий день больше, чем в июле 2011 г. Кроме того, необходимо отметить замедление роста оборота розничной торговли до 5,1% год к году (самого низкого уровня с января 2011 г.) на фоне снижения темпов роста розничного кредитования впервые за два года. Это определенно свидетельствует о том, что главный источник роста – потребительский спрос – начинает сбавлять обороты, а значит, экономический рост продолжит замедляться. Как следствие, в условиях слабой макроэкономической конъюнктуры от ЦБ требуются совершенно иные действия, а именно снижение ключевых ставок для поддержания ликвидности, роста кредитования и, таким образом, стимулирования экономики.

Оценка политики ЦБ... Для прогнозирования решений ЦБ в сфере денежно-кредитной политики мы вновь прибегаем к регрессионному анализу и пользуемся компактной линейной моделью, в которой ставка рефинансирования ЦБ представляет собой зависимую переменную, а потребительская инфляция и рост реального ВВП являются независимыми переменными. Как показали результаты нашего анализа, лучше всего модель работает при использовании средней (на горизонте 12 месяцев) инфляции и лагированного роста ВВП. Нашу модель можно рассматривать как модификацию известного правила Тейлора, описывающего денежно-кредитную политику Федрезерва, при этом необходимо признать наличие определенных проблем со спецификацией модели. Прежде всего, речь идет о проблеме эндогенности – мы исходим из посылки, что ЦБ реагирует на инфляцию и шоки роста ВВП, однако при использовании простой линейной модели де факто не учитывается, что инфляция и динамика ВВП, в свою очередь, также реагируют на действия ЦБ в сфере денежно-кредитной политики (возможно, с некоторым лагом). Кроме того, мы отмечаем признаки серийной корреляции остатков в нашей модели. В-третьих, учитывая, что шаг изменения ставок ЦБ составляет 25 б.п., пространство состояний нашей зависимой переменной дискретно. Все перечисленные проблемы приводят к формальному нарушению классических предположений линейной модели и могут стать причинами смещенных оценок коэффициентов модели. Поскольку изменение ставок на 25 б.п. является относительно небольшой величиной, с нашей точки зрения, дискретный характер зависи-

ЦБ принимает меры в ответ на резкое замедление темпов роста с лагом в один год



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

Летняя засуха может стать причиной замораживания ставок ЦБ

мой переменной не представляет серьезной проблемы. К сожалению, проблема эндогенности и серийная корреляция остатков не могут быть с легкостью устранены в рамках компактной линейной модели (что может быть сделано с помощью стандартных методов в более широком классе моделей), однако ее простота, по нашему мнению, в данной ситуации является неоспоримо более важным преимуществом.

...говорит о четком фокусе на инфляцию. Несмотря на потенциальные проблемы со спецификацией, мы полагаем, что полученные нами результаты о политике ЦБ РФ достаточно информативны. Мы выяснили, что в среднем Центробанк повышает ставку рефинансирования на 25 б.п. (что обычно сопровождается повышением всех основных ставок на 25 б.п.) на каждые дополнительные 52 б.п. роста инфляции. Мы также получили, что Банк России снижает ставку рефинансирования на 25 б.п. на каждые 194 б.п. снижения темпов роста реального ВВП. Кроме того, мы обнаружили, что хотя ЦБ может реагировать на недавние инфляционные шоки (с месячным лагом), он отвечает с годовым лагом на замедление темпов экономического роста. В любом случае Центробанку нужно время на то, чтобы прийти к заключению о необходимости поддержки экономики. Это говорит о явной асимметричности задач политики ЦБ – инфляции уделяется большее внимание, а экономическому росту – меньше. Такая ситуация неувидительна: на протяжении нескольких лет Банк России поддерживал экономику посредством сдерживания избыточного укрепления рубля. Однако за последние несколько месяцев ЦБ РФ использовал кредитный канал для поддержки экономического роста, то есть предоставлял российским банкам крупные суммы денежных средств в кредит. И все же сравнение фактических ставок ЦБ с теми, которые предполагает оцененное нами правило, позволяет говорить о трех эпизодах (начиная с 2006 г.), когда ЦБ РФ осуществлял относительно мягкую монетарную политику с целью поддержки экономики. Первый такой эпизод зафиксирован в марте – октябре 2008 г. и может объясняться президентскими выборами в этом году. Второй произошел в мае 2009 г. - январе 2010 г. и, вероятно, был вызван необходимостью восстановления экономики после кризиса 2008–2009 гг. Третий эпизод применения относительно мягкой монетарной политики длился с начала 2011 г. по май 2012 г. и мог быть вызван глобальной экономической нестабильностью и электоральным циклом 2011–2012 гг.

Банки испытывают трудности с привлечением средств для дальнейшего роста... На приведенном ниже графике сравниваются ежемесячные объемы предоставленных чистых кредитов и привлеченных депозитов в российской банковской системе. Пурпурная линия обозначает разницу между кредитами и депозитами, накопленную с начала 2010 г. График показывает, что в течение 2010 г. объемы привлеченных депозитов превосходили объемы предоставленных банкам кредитов. Таким образом, к концу года банки аккумулировали более 1,5 трлн руб. избыточных средств клиентов. На графике также видно, что в 2011 г. ситуация полностью изменилась: объемы выдаваемых кредитов выросли до такой степени, что к концу 2011 г. накопленные средства клиентов были полностью израсходованы. В 2012 г. линия уходит в положительную зону, и это говорит о том, что у российских банков возникла необходимость в получении дополнительных средств для поддержания роста. Поскольку начиная с августа 2011 г. ситуация на рынках капитала остается очень сложной, банкам трудно привлечь достаточный объем заимствований или провести успешное размещение акций. В результате они были вынуждены обратиться к ЦБ за получением кредитов под обеспечение.

Основным приоритетом политики ЦБ является борьба с инфляцией

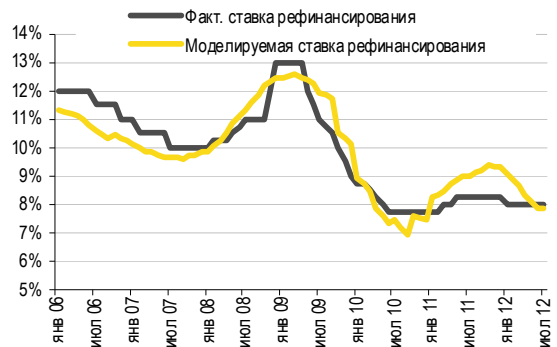
Оценки коэффициентов, стандартные ошибки и критерий соответствия фактическим данным

	Ср. инфляция	Рост ВВП	Конст.
Коэффициент	0,484	0,129	0,045
Стандартная ошибка	0,035	0,014	0,003
R-квадрат	0,828		

Источники: оценка УРАЛСИБа

ЦБ оказывает поддержку экономике в предвыборный период и в условиях турбулентности

Ставка рефинансирования ЦБ: фактическая и моделируемая, %

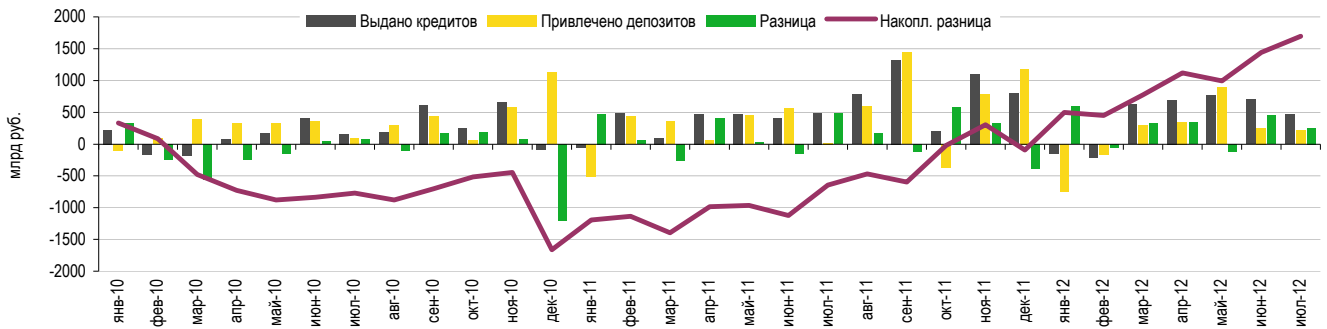


Источники: ЦБ, оценка УРАЛСИБа

Летняя засуха может стать причиной замораживания ставок ЦБ

Депозиты, накопленные в 2010 году, были полностью потрачены банками в 2011 году

Ежемесячный объем чистой выдачи кредитов, привлечения депозитов и разрыв между ними

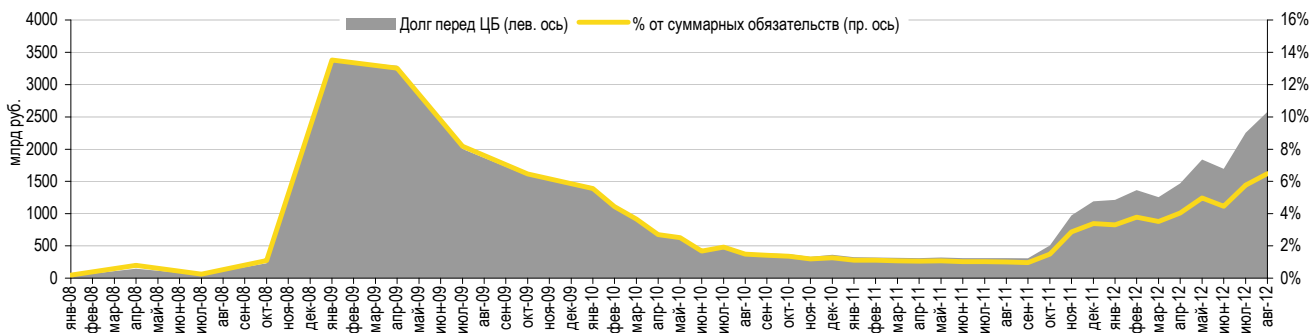


Источник: ЦБ

Как показано на следующем графике, на конец июля 2012 г. совокупный объем средств, привлеченных российскими банками у ЦБ, достиг 2,5 трлн руб., или 6,5% совокупных обязательств. Такая степень зависимости от фондирования Центробанка отмечалась в 2009 г. после банкротства банка Lehman Brothers.

Зависимость банков от ЦБ вновь высока

Задолженность банков РФ перед ЦБ



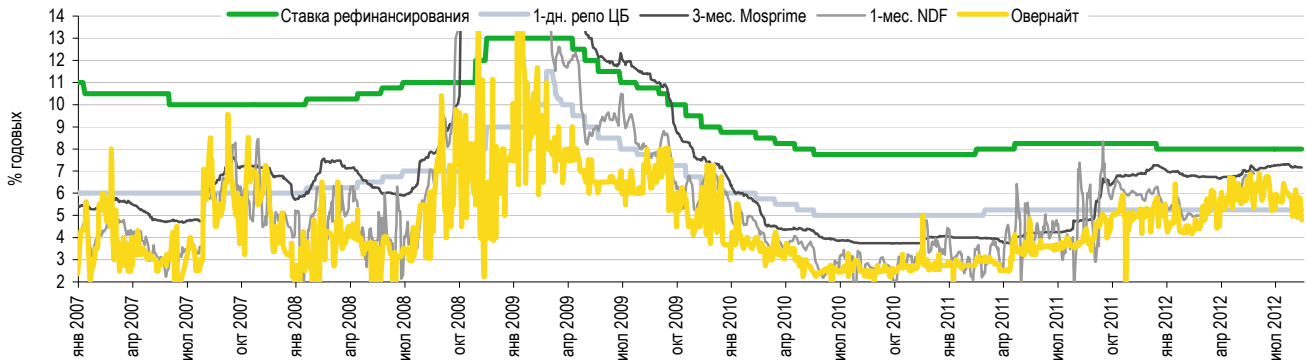
Источник: ЦБ

...что усиливает дефицит ликвидности. Быстрый рост кредитных портфелей российских банков, наблюдавшийся в 2011 – 1 п/г 2012 гг., на фоне ограниченного доступа на рынки капитала стал основной причиной значительного дефицита ликвидности в финансовой системе. Два основных признака ее сжатия – это упомянутые выше крупные заимствования средств у Центрального банка, а также и то, что во 2 кв. 2012 г. краткосрочная рублевая ставка на денежном рынке стабильно превышала однодневную ставку РЕПО (см. график ниже). Это свидетельствует о том, что тех гигантских объемов средств, которые ЦБ РФ предлагал банкам, часто было недостаточно. После замедления темпов роста розничного кредитования (впервые отмечен в июле) вслед за торможением роста корпоративного кредитования в начале 2012 г. в августе мы увидели первые признаки изменения установившегося на денежном рынке тренда: краткосрочные ставки начали медленно снижаться. Станет ли это новой тенденцией или нет, покажет время. Однако это не умоляет того важного факта, что зависимость банков от ЦБ остается высокой. Таким образом, нехватка ликвидности, которая явно ощущается в банковской системе, сдерживает инфляцию уже многие месяцы: ставки денежного рынка в настоящее время приблизительно на 3 п.п. выше, чем в середине 2010 г., тогда как ставка рефинансирования с того времени поднялась лишь на 25 б.п.

Летняя засуха может стать причиной замораживания ставок ЦБ

Рыночные ставки сейчас на 3 п.п. выше, чем в 2010 году

Основные ставки денежного рынка РФ



Источник: ЦБ, Bloomberg

Итог: снижению ставок может помешать ускорение инфляции. Что касается будущих действий ЦБ РФ, то асимметрия двух задач – стабильности цен и экономического роста – предполагает, что в течение нескольких следующих месяцев ЦБ РФ будет уделять больше внимания растущей инфляции. По нашему мнению, это может помешать Центробанку снизить ключевые процентные ставки (ставку рефинансирования, РЕПО). Кроме того, в настоящее время многие экономисты ожидают даже небольшого повышения основных ставок. Мы считаем, что в текущих рыночных условиях, а именно, острого дефицита ликвидности и замедления темпов роста экономики, ужесточение денежно-кредитной политики будет представлять угрозу стабильности финансового и реального секторов и в то же время лишь незначительно сдержит рост цен, поскольку основное инфляционное давление оказывают факторы, не относящиеся к монетарной сфере.

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редакторская группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Управление продаж

Москва

+7 (495) 788 0888

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012