

---

---

18 января 2011

---

---

## Макропрогноз 2011: "Хуже не будет"

Прогноз на 2011	
Темпы роста ВВП	3.50%
Инфляция (декабрь к декабрю)	7.0–8.0%
Бивалютная корзина, руб.	33.5–34.5
Ставка Overnight	3.75
ОФЗ (дюрация 2 года)	6.70%
ОФЗ (дюрация 4 года)	7.80%

### Summary

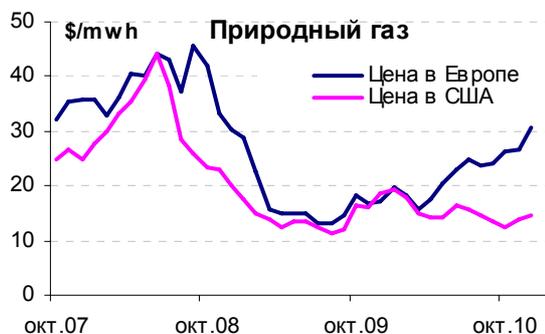
- **В 2011 мы прогнозируем благоприятные внешние условия для России: нефть будет стоить выше \$90 за баррель, а рост мировых цены на сельхозтовары замедлится**
- **Темпы роста ВВП останутся на низком уровне – 3.5%, что будет обусловлено проблемами в потребительском секторе, отрицательным вкладом чистого экспорта и завершением цикла пополнения запасов**
- **В первом полугодии продовольственная инфляция будет высокой, однако постепенно он начнет затухать. Во втором полугодии мы ожидаем более умеренной инфляционной динамики**
- **В ответ на рост инфляции ЦБ повысит депозитные ставки на 1 п.п. В конце года на фоне замедления роста цен ужесточение денежно-кредитной политики прекратится**
- **Высокие цены на нефть создают условия для укрепления рубля, однако, в связи с курсовой политикой ЦБ и оттоком капитала оно будет незначительным**
- **Повышение ставок ЦБ и активные заимствования Минфина приведут к умеренному росту кривой доходности рублевых облигаций**

## Внешние условия в 2011 году.

2010 год был достаточно благоприятным с точки зрения внешней конъюнктуры на товары российского экспорта: среднегодовые цены на нефть, алюминий, сталь (около 70% общего экспорта) выросли на 25%– 30%. При этом они продолжают расти, стоимость барреля нефти марки URALS уже превысила \$95. По нашему мнению, в 2011 году внешние условия для российского экспорта останутся позитивными.

В своих оценках мы закладываем среднегодовую цену на нефть \$92 за баррель. Благоприятная ситуация на рынке нефти связана, во-первых, с высокими темпами роста потребления со стороны развивающихся стран, в первую очередь, Китая. Кроме того, предложение черного золота государствами, не входящими в ОПЕК, продолжит снижаться в связи с тем, что естественное истощение действующих месторождений не компенсируется вводом в действие новых. При этом ОПЕК продолжит ограничивать свое производство для поддержания высоких цен.

Положение Газпрома на европейском рынке в 2011 году также должно несколько улучшиться. В отличие от американского рынка спотовые цены на газ в Европе в 2010 году почти непрерывно росли, увеличившись за год (декабрь к декабрю) почти в 2 раза. Поэтому контрактные условия Газпрома стали намного более привлекательными для европейских потребителей, в связи с чем экспорт российского газа должен вырасти.



Источник: Bloomberg, расчеты Райффайзенбанка

В 2010 году в мире также резко выросли цены по широкому кругу сельскохозяйственных товаров, что привело к серьезному повышению инфляции в большинстве развивающихся стран, в том числе и в России. Безусловно, его главной причиной были чрезвычайно неблагоприятные погодные условия сразу в нескольких сельскохозяйственных регионах: в одних местах была засуха, в других – наводнение.

Снижение предложения продовольственных товаров происходило на фоне продолжающегося роста потребления со стороны быстро развивающихся экономик азиатского и латиноамериканского регионов. Оценить вклад этого фактора в текущий рост с/х цен очень тяжело, однако, мы не считаем, что сейчас сложились фундаментальные условия для дефицита продовольственных товаров. В этой связи показательна динамика цен на рис, на производство которого не повлияли неблагоприятные погодные условия – по сравнению с началом 2010 года его стоимость практически не изменилась.

По нашему мнению, динамика цен на с/х товары в текущем году будет определяться в основном погодой, которая, к сожалению, продолжает пока преподносить неприятные сюрпризы. В то же время, судя по фьючерсам, участники рынка в 2011 году не прогнозируют значительного всплеска цен на пшеницу, в то время как по хлопку и сахару, наоборот, ожидается падение стоимости на 25%–30%. Необходимо также отметить, что в отличие от энергоносителей и металлов, производство сельскохозяйственных товаров может достаточно быстро повыситься вслед за ростом цен и, таким образом, частично компенсировать дефицит. Поэтому, хотя исключать дополнительных негативных шоков нельзя, в своем прогнозе мы закладываем стабильные внешние цены на основные с/х товары.

**В 2011 году внешние условия для российского экспорта останутся позитивными**

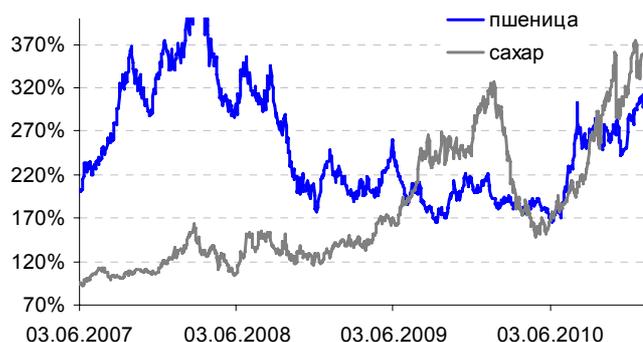
**Мы закладываем среднегодовую цену на нефть \$92 за баррель**

**В результате роста спотовых цен в Европе, ситуация с экспортом российского газа должна улучшиться**

**Рост мировых цен на с/х товары был в основном связан с погодными условиями**

**Судя по фьючерсам, участники рынка не ожидают продолжения роста стоимости с/х товаров. Мы также закладываем в своем прогнозе стабильные цены**

## Динамика биржевых цен (CBOT), 01.01.2005=100%



## Денежно-кредитная и фискальная политика

В 2011 году российским властям предстоит сделать важный выбор в сфере денежной и фискальной политики. Центральный банк должен принять решение о том, с какой скоростью необходимо повышать ставки в ответ на рост инфляции. Когда в связи с засухой рост продовольственных цен только начался, представители ЦБ заявляли, что реагировать на краткосрочный шок предложения нет необходимости. Однако ожидаемого быстрого замедления инфляции не произошло, так как неблагоприятные погодные условия возникли сразу на нескольких континентах, и мировые с/х цены продолжили расти. В результате Россия, помимо собственных проблем, стала импортировать зарубежную инфляцию. В подобных условиях ЦБ изменил риторику и начал выражать серьезную обеспокоенность по поводу роста цен, а в конце декабря повысил депозитные ставки.

Банк России находится в сложной ситуации: с одной стороны, темпы роста экономики по-прежнему слабые, и повышение ставок может вообще остановить ее восстановление; с другой, годовые темпы инфляции с большой вероятностью уже весной превысят 10%. По нашему мнению, в подобных условиях ЦБ необходимо было бы переждать период высокой инфляции и оставить ставки неизменными, так как рост цен был вызван шоком предложения и не несет серьезных рисков раскручивания инфляционной спирали. Однако, похоже, что Центральный банк решил действовать уже сейчас. И, хотя мы не ожидаем слишком агрессивного ужесточения политики, наш прогноз по повышению депозитных ставок составляет 0.5 п.п. в первом полугодии (до 3.25%) и 1 п.п. (до 3.75%) в целом за год. Необходимо отметить, что ожидания повышения ставок ЦБ уже привело к росту среднесрочных доходностей облигаций примерно на 60 б.п.–90 б.п., что негативно скажется на объемах кредитования экономики.

Вторая важная задача ЦБ в этом году – это либерализация курсовой политики. В своем декабрьском интервью Сергей Игнатьев недвусмысленно намекнул, что ЦБ продолжит практику расширения валютного коридора и снижения объемов интервенций на его границах (подобно мерам, предпринятым в октябре 2010). Как показал 2010 год, Банк России все меньше опасается больших движений курса рубля как в сторону укрепления, так и ослабления. Мы ожидаем, что ЦБ расширит коридор еще на 1 рубль осенью 2011 года, произойдет это за счет увеличения диапазона, в котором вообще не осуществляется интервенций. Одновременно он снизит размер "пограничных" интервенций еще на \$50 млн. При этом мы не прогнозируем уменьшения объема плановых покупок/продаж валюты, так как этот инструмент становится основным в курсовой политике ЦБ.

Правительству в 2011 году придется решать фискальную дилемму. В законе о федеральном бюджете на этот год доходы рассчитаны исходя из цены на нефть \$75 за баррель. Если же она составит \$92 за баррель, как в нашем прогнозе, то бюджет получит дополнительные 1.0 трлн. руб. (около 2% ВВП) и правительству необходимо будет решать, что делать с этими деньгами. Очевидно, что, как и в прошлом, в этом вопросе столкнутся позиции Минфина, который старается максимально снизить дефицит бюджета, и Министерства экономики, пытающегося фискальными стимулами ускорить восстановление экономики.

**ЦБ начал осторожно повышать ставки в ответ на рост инфляции**

**Мы ожидаем, что повышение депозитных ставок не будет агрессивным, за год оно составит 1 п.п.**

**ЦБ продолжит либерализацию курсовой политики, валютный коридор будет расширен еще на 1 рубль.**

**В результате роста цен на нефть, бюджет получит около 1 трлн. руб. внеплановых доходов...**

По нашему мнению, увеличения расходов не избежать, пересмотр бюджета, скорее всего, начнется уже поздней весной. В целом мы ожидаем, что бюджетные расходы будут увеличены на 300–400 млрд. руб. (0.6%–0.8% ВВП). В результате дефицит федерального бюджета составит около 1 трлн. руб. (2% ВВП). В подобных условиях Минфин, скорее всего, откажется от расходования Резервного фонда и полностью профинансирует дефицит за счет рыночных (в основном внутренних) заимствований и приватизации.

## Экономический рост

### Динамика в 2010 году

Российская экономика вступает в 2011 год не в очень хорошей форме. В прошлом году ее восстановление резко затормозилось: по нашей оценке, ВВП за этот период вырос всего на 3.2%–3.3% (официальный прогноз 3.8%). В определенной степени столь низкий показатель связан с аномальными погодными условиями: сначала из-за сильных холодов произошло серьезное падение объемов строительства, а летняя засуха нанесла значительный ущерб сельскому хозяйству. С другой стороны, эффект низкой базы 2009 года изначально играл в пользу высоких темпов роста ВВП в 2010 году.

На наш взгляд, наиболее адекватной оценкой экономического роста в прошлом году является темп прироста ВВП 4 кв. 2010 к 4 кв. 2009. По нашим расчетам, этот показатель составил лишь 2.4–2.5%. При этом восстановление экономики до сих пор находится на шатком основании: на протяжении года ни потребление, ни инвестиции не продемонстрировали устойчивой тенденции к росту.

### Динамика розничного оборота и капитальных инвестиций, с исключением сезонности дек. 2006 = 100%



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Слабая динамика потребительского спроса в 2010 году определялась по-прежнему сложной ситуацией на рынке труда, а также резким ростом цен на продукты питания. В первом полугодии на рынке труда произошли серьезные улучшения, характеризующиеся значительным ростом занятости. Однако с июля, хотя безработица и продолжала падать, рост занятости полностью прекратился. Поэтому во второй половине года улучшения на рынке труда носили во многом формальный характер, по сути же новые рабочие места не создавались. В подобных условиях неудивительно, что рост заработных плат был слабым, соответственно, и не было предпосылок для устойчивого роста потребления. При этом скачок цен на продовольственные товары привел к падению покупательной способности населения, в результате чего в четвертом квартале розничные продажи показали негативную динамику.

Инвестиции в основной капитал выросли в прошлом году примерно на 5%, однако это лишь в небольшой степени компенсировало 16%-ное падение в 2009 году. Столь слабая динамика в первую очередь связана со строительством, где большую часть года наблюдалась стагнация. В то же время инвестиции в машины и оборудование за год показали значительное улучшение, по нашим оценкам, рост составил около 15%. При этом к концу года рост инвестиций значительно ускорился, что в целом и обеспечило положительные темпы роста ВВП в четвертом квартале на фоне спада в потреблении.

**...из них примерно 300–400 млрд. руб. пойдет на дополнительные расходы, остальное – на уменьшение дефицита бюджета**

**Рост экономики в 2010 году был слабым**

**Восстановление экономики до сих пор находится на шатком основании**

**Рост потребительского спроса затормозился в связи со сложной ситуацией на рынке труда и скачком продовольственных цен**

**Рост капитальных инвестиций сдерживался стагнацией в строительстве**

В дополнение к слабой динамике потребления и инвестиций внешний сектор в прошлом году вносил серьезный отрицательный вклад в рост ВВП. Темпы роста импорта составили более 35%, в то время как экспорт в реальном выражении практически не увеличился. Таким образом, в 2010 году рост потребления и инвестиций в значительной степени основывался на использовании импортных товаров. По нашему мнению, слабая динамика российского экспорта на фоне благоприятных внешних ценовых условий по большинству сырьевых товаров связана с ограниченными мощностями экспортных отраслей. Кроме того, негативная ситуация сложилась с экспортом природного газа (около 10% в общем экспорте), физические объемы которого значительно снизились из-за ослаблений позиций Газпрома на европейском рынке.

Необходимо отметить, что, несмотря на низкие темпы роста потребления, капитальных инвестиций и отрицательного вклада чистого экспорта промышленное производство в 2010 году значительно выросло, более чем на 8%, хотя динамика этого показателя также была неравномерной в течение года. В связи с этим можно сделать вывод, что значительная часть дополнительно произведенных товаров пошла не на потребление, а на пополнение запасов, что косвенно подтверждается данными Росстата.

## **Прогноз**

В 2011 году мы прогнозируем, что темп прироста реального ВВП составит 3.5%. Несмотря на то, что формально темпы экономического роста сохранятся на уровне 2010 года, в действительности, с учетом эффекта низкой базы 2009 года (см. выше), в 2011 произойдет умеренное ускорение экономической активности.

По нашему мнению, основным драйвером роста российской экономики будут капитальные инвестиции. На фоне благоприятных внешних условий и дефицита мощностей продолжится наращивание инвестиций в экспортные отрасли. Кроме того, свой вклад в рост ВВП внесет реализация масштабных инфраструктурных проектов РЖД, Газпрома, Транснефти, Олимпстроя и т.д. Для выполнения своих инвестиционных программ компании будут активно пользоваться кредитными ресурсами. Хотя повышение ставок ЦБ несколько притормозит рост кредитования, в 2011 году он все же останется положительным, в районе 15% (в 2010 году около 10%). Мы также ожидаем умеренное восстановление в строительстве.

По нашим оценкам, рост потребительского спроса останется слабым. Сохранится сложная ситуация на рынке труда, чему в частности будет способствовать повышение ставки соцналога с 26% до 34%, которое снизит фонд оплаты труда примерно на 900 млрд. руб. Высокая продовольственная инфляция, которая продержится как минимум полгода, также будет сдерживать рост потребления. В то же время ожидаемые нами внеплановые расходы бюджета (за счет более высоких нефтяных цен) скорее всего, будут направлены на поддержку населения, что должно частично компенсировать ухудшение состояния потребителей.

Мы прогнозируем, что в 2011 году чистый экспорт будет вносить небольшой отрицательный вклад в рост ВВП, так как увеличение физических объемов импорта будет опережать аналогичные показатели экспорта. Также экономический рост пострадает в связи с постепенным завершением цикла пополнения запасов.

## **Инфляция**

Как и в прошлом году, динамика инфляции в 2011 будет главным образом зависеть от ситуации в продовольственном секторе. В самом конце 2010 года вновь произошло ускорение роста цен на ряд продуктов питания: хлеб, крупы, сахар, подсолнечное масло, плодоовощные товары, мясо. В одних случаях подобное можно объяснить ростом мировых цен, в других – отложенным эффектом засухи. Кроме того, подорожание мяса (которое составляет примерно четверть продовольственной корзины), возможно, связано с увеличившейся стоимостью кормов.

**Чистый экспорт вносил серьезный отрицательный вклад в рост ВВП**

**Существенная часть роста производства была связана с пополнением запасов**

**Темп прироста реального ВВП в 2011 составит 3.5%**

**Основным драйвером роста будут капитальные инвестиции в экспортные отрасли и инфраструктурные проекты**

**Рост потребительского спроса останется слабым, чему будет способствовать повышение соц. налога и высокая продовольственная инфляция**

**В конце 2010 года рост продовольственных цен снова ускорился на фоне продолжения повышения мировых цен**

Мы ожидаем, что в первом полугодии 2011 года продовольственная инфляция останется высокой. Во-первых, по ряду позиций рост мировых цен еще не полностью отразился во внутренних ценах. Во-вторых, образовавшийся на российском рынке дефицит пшеницы и других зерновых может привести к новому скачку потребительских цен на соответствующие товары. Кроме того, в связи со значительным удорожанием кормов сохранится повышательное давление на стоимость мяса, молочной продукции, яиц.

Однако, хоть и неравномерно, но рост продовольственных цен будет постепенно затухать на фоне прогнозируемого нами успокоения мировых с/х рынков. Поэтому во втором полугодии мы ожидаем намного более умеренной инфляционной динамики. При этом в течение всего года темпы роста цен на непродовольственные товары и услуги останутся низкими – в условиях слабого потребительского спроса и тяжелой ситуации на рынке труда продовольственный ценовой шок не передастся на другие группы товаров. В целом, в зависимости от мировой конъюнктуры и погодных условий в России следующим летом, мы прогнозируем инфляцию на конец 2011 года (декабрь к декабрю) в диапазоне 7.0%–8.0%.

### Прогноз роста цен на основные продовольственные товары

Название категории	Доля в продовольственной корзине	Рост цен за 2011
Мясо	25%	6%–8%
Фруктоовощные товары	9.5%	10%–14%
Хлеб	5%	5%–6%
Молочные продукты	7%	8%–10%

Источник: оценки Райффайзенбанка

### Курс

На протяжении 2010 года ситуация на валютном рынке менялась достаточно кардинально. Если в первом полугодии наблюдалось давление в сторону укрепления рубля, то с июля начался отток капитала, который интенсифицировался в сентябре–ноябре. В результате осенью произошло серьезное ослабление рубля, а Центральный банк начал массивные продажи валюты. В декабре на фоне роста цен на нефть до \$90/бл. отток капитала значительно снизился, а в начале 2011 года стоимость бивалютной корзины вернулась в зону, где ЦБ осуществляет покупки валюты.



Источник: Bloomberg

После резкого роста импорта летом 2010 года появились серьезные опасения, что сальдо текущего счета в скором времени обнулится. Однако в результате роста цен на нефть ситуация с торговым балансом снова улучшилась. По нашим оценкам, при цене на нефть \$92 размер сальдо текущего счета в 2011 году составит около \$70 млрд. Столь большой объем притока валюты обеспечивает достаточно комфортную ситуацию для российской валюты.

**В первом полугодии 2011 года продовольственная инфляция останется высокой, однако постепенно она будет снижаться**

**Во втором полугодии темпы инфляции будут умеренными. В целом за год рост потребительских цен составит 7%–8%**

**После резкого роста импорта летом 2010 года появились серьезные опасения, что сальдо текущего счета в скором времени обнулится**

**Но в результате повышения цен на нефть сальдо текущего счета в 2011 году составит \$70 млрд., что обеспечивает комфортную ситуацию для рубля**

В то же время укрепление рубля, по нашему мнению, будут сдерживать два фактора. Во-первых, если стоимость корзины опускается ниже определенного уровня (сейчас 34.6 руб.) ЦБ на ежемесячной основе осуществляет плановые покупки валюты. При этом их объем увеличивается при росте цен на нефть. По нашим оценкам, при \$92 за баррель размер плановых покупок будет составлять около \$3 млрд. в месяц или \$36 млрд. за год, то есть половина прогнозируемого нами сальдо текущего счета.

Кроме действий ЦБ укреплению рубля может помешать отток капитала. Счет капитала является очень волатильной составляющей платежного баланса и его трудно прогнозировать, однако, по нашему мнению, существует ряд серьезных причин для продолжения оттока капитала. Во-первых, снижая курсовые риски, российские компании будут все активнее погашать внешние заимствования и заменять их на внутренние. Кроме того, как и в 2010 году мы ожидаем большой объем зарубежных приобретений и выкупа российских активов у иностранцев – в ситуации слабого экономического роста это является хорошей альтернативой для расширения бизнеса. В противовес этому существуют амбициозная программа российских IPO и приватизации на этот год, которая, в случае реализации может привлечь существенный объем иностранного капитала.

Несмотря на наличие аргументов как за, так и против, мы все же считаем, что макроэкономические факторы, такие как слабый экономический рост и более низкие ставки по сравнению с другими развивающимися странами, все-таки приведут к умеренному оттоку капитала в этом году. В результате положительное сальдо текущего счета будет в большой степени компенсировано плановыми интервенциями ЦБ и оттоком капитала. Поэтому, хотя в целом баланс будет складываться в пользу российской валюты, мы не ожидаем масштабного укрепления рубля в этом году. В то же время, ожидаемое нами расширение валютного коридора ЦБ скорее всего приведет к единовременному снижению стоимости бивалютной корзины на 50 коп.

В целом на конец года мы видим стоимость бивалютной корзины в диапазоне 33.5–34.5 руб. При этом в условиях достаточно гибкой курсовой политики ЦБ вполне вероятны резкие движения рубля, особенно внутри коридора 34.0–36.0 руб. за корзину, где Банк России осуществляет незначительный объем интервенций.

## Процентные ставки

По нашим оценкам, избыток банковской ликвидности (ОБР + большая часть депозитов + часть корсчетов) в настоящее время составляет около 1.7 трлн. руб. С учетом принятых нами предпосылок относительно параметров платежного баланса, бюджета, динамики наличной валюты в обращении этот избыток, хотя и несколько уменьшившись, сохранится в течение всего 2011 года. Таким образом, большую часть времени ставки overnight будут находиться около депозитной ставки ЦБ, которая, согласно нашим прогнозам, к концу года будет повышена до 3.75% (см. выше).

Рост краткосрочных ставок приведет к сдвигу всей кривой доходности. Однако повышение ставок ЦБ во многом уже сейчас заложено в ценах облигаций. Кроме того, прогнозируемое нами улучшение ситуации с инфляцией во второй половине года должно несколько снизить опасения участников рынка по поводу будущих шагов Банка России.

Как уже было сказано, вследствие сверхплановых доходов от роста цен на нефть Минфину при осуществлении внутренних заимствований будет находиться в достаточно комфортных условиях. Мы закладываем размер выручки от приватизации на уровне 200 млрд. руб. В связи с этим, необходимый объем финансирования дефицита за счет чистых рыночных заимствований составляет около 800 млрд. руб., из которых 600 млрд. руб., по нашим оценкам, будет приходиться на ОФЗ. Таким образом, с учетом погашения в 2011 году рублевых гос. бумаг на 300 млрд. руб. Минфину нужно разместить на внутреннем рынке около 900 млрд. руб.

**Однако, укрепление рубля будут сдерживаться плановыми интервенциями ЦБ ...**

**... и умеренным оттоком капитала**

**Расширение валютного коридора ЦБ приведет к единовременному снижению стоимости бивалютной корзины на 50 коп.**

**На конец года стоимость бивалютной корзины будет находиться в диапазоне 33.5–34.5 руб.**

**Избыток банковской ликвидности сохранится в течение всего 2011 года**

**Вслед за депозитной ставкой ЦБ стоимость заимствований на срок overnight вырастит до 3.75%**

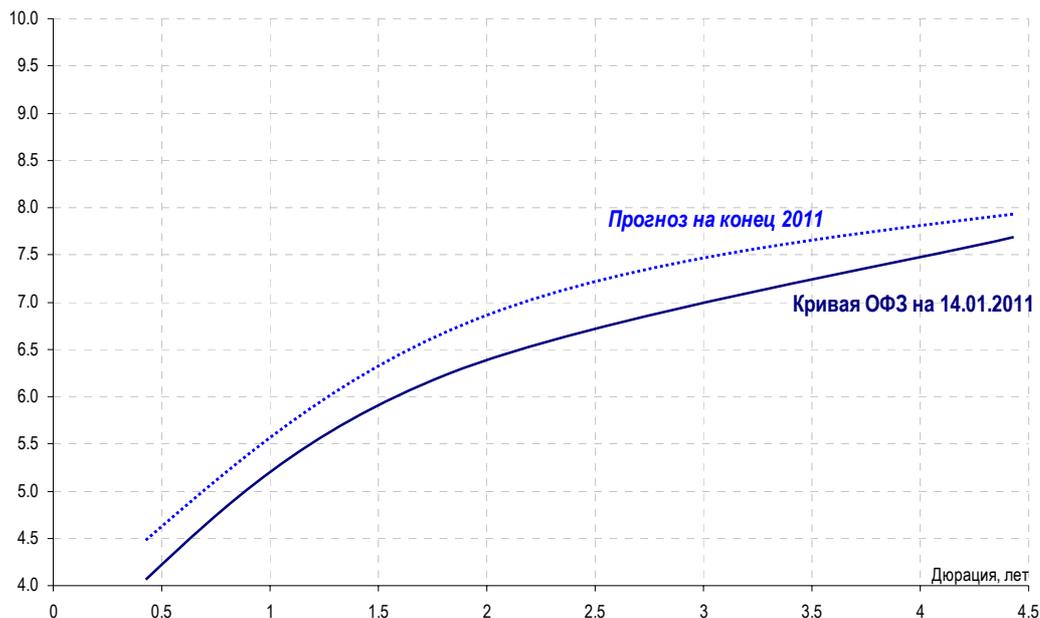
**В 2011 году Минфину нужно разместить ОФЗ примерно на 900 млрд. руб**

В то же время, очевидно, что его долговая политика будет отличаться от проводимой в предыдущие годы. Алексей Кудрин дал понять, что теперь Резервный фонд будет тратиться только в исключительных случаях, а финансирование дефицита будет осуществляться целиком за счет рыночных заимствований и приватизации. Поэтому мы ожидаем, что в связи с более жесткой необходимостью выполнять долговую программу Минфин при размещении ОФЗ будет более толерантен к предоставлению премии к рыночной доходности, хотя агрессивного снижения цен все же не будет.

В целом мы ожидаем, что повышение ставок ЦБ и активные заимствования Минфина приведут к росту кривой ОФЗ к концу года еще на 30–50 б.п к текущим уровням. Доходность ОФЗ с дюрацией 2 года мы видим на уровне 6.7%, с дюрацией 4 года – 7.8%.

**В связи с запретом на трату Резервного фонда, Минфин столкнется с жесткой необходимостью выполнять долговую программу и станет более толерантен к предоставлению премии к рыночной доходности**

**Мы ожидаем рост кривой ОФЗ к концу года еще на 30–50 б.п к текущим уровням**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## **ЗАО «Райффайзенбанк»**

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

---

---

Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### **Торговые операции**

Александр Дорошенко	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817

---

**Аналитика**

**Операции на рынке  
облигаций**

**Организация  
облигационных займов**

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.

