

Готовимся к худшему, надеемся на лучшее

- Мировая экономика в 2012 г замедлится, инфляционное давление снизится.
- Вероятность кризиса по сценарию 2008 г с эпицентром в Европе велика как никогда, тем не менее, пока мы оцениваем вероятность катастрофы ниже 50 %.
- В рамках базового сценария мы ориентируемся на среднегодовой уровень цен на нефть в \$ 102.5 за баррель Urals, среднегодовой курс рубля к доллару – 31.0 при евро / доллар на уровне 1.35.
- Экономика России в 2012 г замедлится: рост ВВП составит 3.4 %, промышленности – 3.0 %.
- Замедление экономического роста будет обусловлено как ослаблением потребительского спроса, так и более низкими темпами роста инвестиций.
- Инфляция продолжит замедляться в 1-ой половине года вплоть до 5-5.5 % в годовом выражении; во втором полугодии начнется ускорение вслед за повышением тарифов.
- Банковский сектор в настоящий момент выглядит несколько перегретым; мы ждем роста активов банков в следующем году в пределах 15-20 %, кредиты корпоративному сектору увеличатся в пределах 20 %, в рознице рост замедлится до 25-27 %.
- Отток капитала продолжится, но этот показатель не превысит значение профицита счета текущих операций.
- Рубль может укрепиться в начале года, но потом вновь будет ослабевать. К концу года корзина может подняться в диапазон 37-38, доллар / рубль – выше 33.
- На денежном рынке сохранятся проблемы с ликвидностью. Ставки денежного рынка по-прежнему будут определяться ставкой ЦБ по операциям прямого РЕПО. ЦБ не будет спешить со снижением ставок, пока замедление экономики не станет более очевидным.

Содержание

Основные макроиндикаторы	3
Внешние факторы: готовимся к худшему, надеемся на лучшее	4
Реальный сектор: на траектории 4-процентного роста	7
Потребительский спрос: кризис – это не про нас!	11
Инвестиции: нефтяники поддержат инвестиционный спрос	13
Банковский сектор: осторожно – перегрев!	16
Платежный баланс: капитал в таком объеме не востребован	20
Рубль и ставки: динамическое равновесие	21

Основные макроиндикаторы

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ						
Urals (среднегодовой), \$ / бар.	78.2	108.5	102.5	103.5	104.5	105.5
Евро / доллар (среднегодовой)	1.33	1.40	1.35	1.36	1.37	1.38
Корзина (среднегодовой)	34.8	34.5	36.0	36.3	36.7	37.4
Доллар / рубль (среднегодовой)	30.4	29.3	31.0	31.3	31.5	32.0
ВВП						
Реальный, % год к году	4.0	4.0	3.4	3.7	3.8	4.0
Номинальный, млрд. руб.	44 939	53 478	60 590	68 709	78 054	88 747
% год к году	15.9	19.0	13.3	13.4	13.6	13.7
Номинальный, \$ млрд.	1 479	1 828	1 955	2 198	2 478	2 773
% год к году	21.2	23.6	6.9	12.5	12.7	11.9
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР						
Промышленность	8.2	4.9	3.0	3.5	3.6	3.7
Розничная торговля	6.3	6.7	6.2	6.3	6.4	6.5
Строительство	3.5	5.5	5.2	6.8	7.2	8.0
Инвестиции в основной капитал	6.0	6.0	5.0	6.2	6.5	7.0
ДОХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ						
Средняя номинальная заработная плата, руб. / мес.	20 952	23 508	26 212	29 252	32 587	36 237
% год к году	12.4	12.2	11.5	11.6	11.4	11.2
Средняя номинальная заработная плата, \$ / мес.	690	804	846	936	1 035	1 132
Реальная заработная плата, % год к году	5.2	3.2	4.0	4.2	4.3	4.5
РЫНОК ТРУДА						
Постоянное население, млн. чел.	142.9	142.9	142.8	142.7	142.6	142.5
Эк. активное население (в среднем за год), млн. чел.	75.4	75.7	75.5	75.2	74.8	74.5
Безработные (в среднем за год), млн. чел.	5.6	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7
Норма безработицы (среднегодовая), %	7.5	6.8	6.6	6.5	6.4	6.2
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд.						
Экспорт	400	532	550	586	620	650
Импорт	249	326	390	440	485	530
Торговое сальдо	152	206	160	146	135	120
Сальдо счета текущих операций	70	98	50	34	20	2
Чистое привлечение капитала частным сектором	-34	-80	-30	-15	0	15
Золотовалютные резервы	479	523	540	564	587	606
валютные резервы	444	471	483	504	526	544
золото	36	53	57	60	61	62
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ, млрд. руб.						
Доходы	8 304	11 300	11 000	11 680	12 500	
% к ВВП	18.5	21.1	18.2	17.0	16.0	
Расходы	10 116	10 900	12 150	13 400	14 300	
% к ВВП	22.5	20.4	20.1	19.5	18.3	
Сальдо	-1 812	400	-1 150	-1 720	-1 800	
% к ВВП	-4.0	0.7	-1.9	-2.5	-2.3	
Резервный фонд	775	1 781	1 967	2 045	2 074	
Фонд национального благосостояния	2 696	2 733	2 909	3 020	3 136	
ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА						
Широкая денежная база, млрд. руб.	8 190	9 050	10 200	11 450	12 700	14 000
% год к году	26.6	10.5	12.7	12.3	10.9	10.2
M2, млрд. руб.	20 012	23 914	27 836	32 513	38 040	44 583
% год к году	31.1	19.5	16.4	16.8	17.0	17.2
Инфляция (цены потребителей), % год к году	8.8	6.3	6.5	6.8	6.5	6.0
в среднем за год, %	6.9	8.6	6.4	6.7	6.7	6.3
Цены производителей, % год к году	16.7	16.0	8.0	8.0	7.5	7.0
в среднем за год, %	12.2	19.0	12.0	9.0	8.0	7.5

Внешние факторы: готовимся к худшему – надеемся на лучшее

Мировой экономический рост в 2011 году замедлился, однако говорить о наступлении рецессии в глобальном масштабе ещё рано. Пока спад начался только в Европе (здесь, по-видимому, уже в текущем квартале будет зафиксирована отрицательная динамика ВВП), в то время как США, Китай, многие развивающиеся страны остаются на траектории роста. Агрегированные макропоказатели (см. графики ниже), такие как мировое промышленное производство, мировая торговля, производство стали, продажи автомобилей – все четко показывают, что нынешняя ситуация принципиально отличается от 2008 года – мирового экономического спада пока нет. Собственно, это обстоятельство во многом и объясняет сохранение высоких цен на нефть, что многим кажется удивительным (мы не разделяем эту точку зрения).

В целом по году рост мировой экономики ожидается на уровне чуть ниже 3 % по сравнению с 4 % в 2010 г. Консенсус-прогнозы на 2012 г предполагают замедление мирового экономического роста, но незначительное, до 2.5 %. При этом ожидается, что экономика США может продемонстрировать ускорение, и, надо отметить, последняя статистика дает определенные надежды на подобное развитие событий. Экономика Китая продолжит замедляться, но это будет сценарий soft landing без каких-либо серьезных потрясений. В отношении Европы иллюзий нет – регион погружается в рецессию, но большинство экспертов полагают, что влияние европейских проблем на мировую экономику будет носить ограниченный характер.

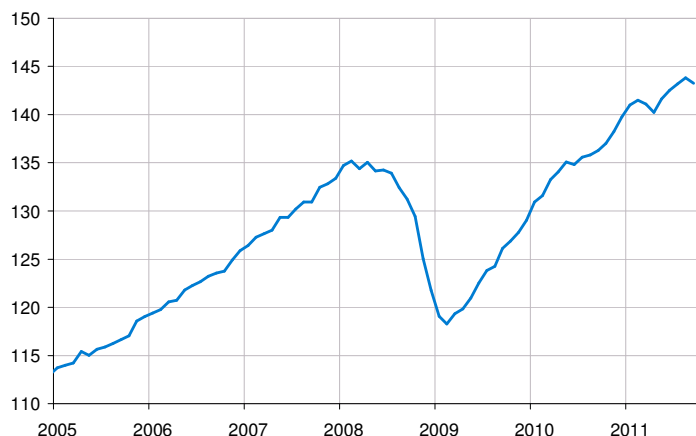
Мы полагаем, что степень этого влияния будет определяться глубиной европейской рецессии и состоянием финансовых рынков, что сейчас предсказать достаточно сложно. На наш взгляд, возможны два принципиальных сценария развития европейского кризиса.

Динамика реального ВВП, %

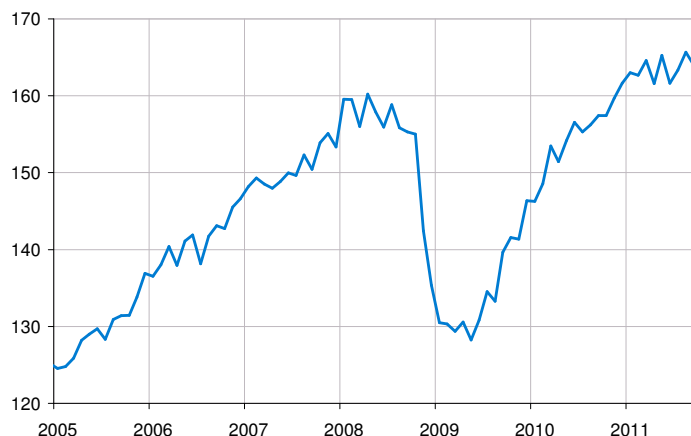
	2010	2011 П		2012 П	
		консенсус	МВФ	консенсус	МВФ
Мир в целом	4.0	2.7	4.0	2.5	4.0
США	3.0	1.8	1.5	2.9	1.8
Евросоюз	1.9	1.6	1.6	0.5	1.1
Япония	4.4	-0.8	-0.5	1.7	2.3
Китай	10.4	9.2	9.5	8.6	9.0
Индия	8.7	-	7.8	-	7.5
Россия	4.0	4.1	4.3	3.6	4.1
Бразилия	7.6	3.0	3.8	3.4	3.6
Турция	8.1	7.1	6.6	2.7	2.2

Источники: Bloomberg, МВФ, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Мировое промышленное производство*

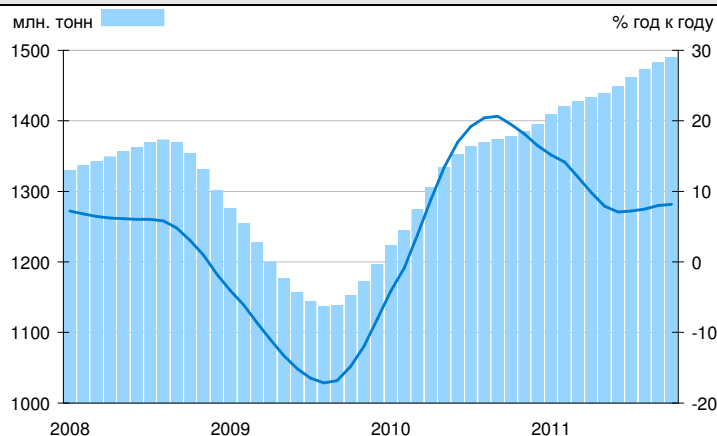


Мировая торговля*

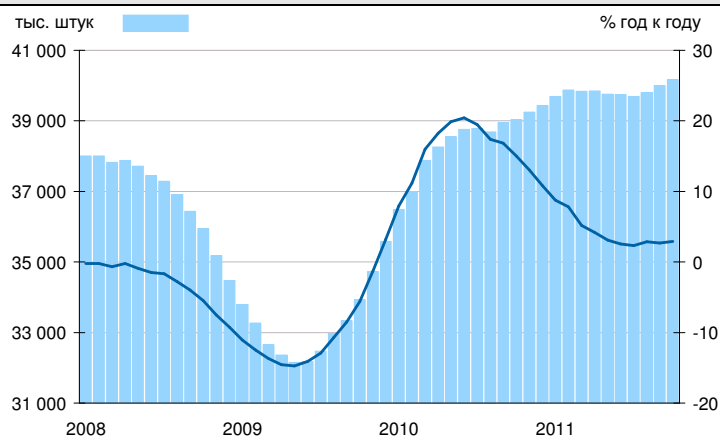


* - сезонно-сглаженные индексы, 100 – среднегодовой уровень 2000 г.

Мировое производство стали*



Продажи автомобилей на крупнейших рынках**



* - все графики – накопленным итогом за 12 месяцев

** - США, Китай, Япония, Германия, Франция, Великобритания, Италия

Источники: REUTERS, Bloomberg, Worldsteel, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Базовый сценарий

В качестве базового мы рассматриваем сценарий сохранения контроля над ситуацией на европейских долговых рынках – именно здесь эпицентр кризиса, и именно состояние рынка суверенных долгов европейских стран будет определять самочувствие мировой экономики. Мы не спорим с тем, что американские долги представляют из себя не меньшую угрозу, но полагаем, что в 2012 г будет разыгрываться все-таки европейская карта. Представить ситуацию, когда одновременно и европейские, и американские суверенные долги окажутся под прессингом, сложно – в силу масштабов этих рынков инвесторы скорее будут рассматривать их как альтернативные, т.е. пока все будет плохо в Европе, США будут оставаться «спасительной гаванью».

Возвращение доверия к европейским долгам потребует более активного вмешательства со стороны ЕЦБ, причем высока вероятность того, что программа спасения Европы будет носить скоординированный характер, т.е. в монетизации долга в той или иной степени поучаствуют все крупнейшие Центробанки и, прежде всего, ФРС. Вмешательство денежных регуляторов необходимо, чтобы выиграть время, которое должно быть потрачено на выработку эффективных механизмов координации бюджетно-фискальной политики внутри еврозоны. Это является сейчас ключевым условием возвращения доверия инвесторов к долговым обязательствам европейских стран.

Эмиссия повысит инфляционные риски, но в полной мере они проявятся лишь после преодоления острой фазы кризиса и возвращения к устойчивому росту. В 2012 г ценовое давление в целом по миру уменьшится по причине ослабления конечного спроса в реальной экономике. По этой же причине не стоит ждать и бурного ралли в commodities, даже если ФРС и ЕЦБ активизируют эмиссионную деятельность. Скорее всего, регуляторы постараются добавить ровно столько ликвидности, сколько необходимо, чтобы компенсировать прессинг на цены и удержать их от снижения – угроза дефляции в нынешней экономической ситуации более чем реальна. Так что мы склонны закладывать в наши базовые модели чуть более низкие цены на основные сырьевые товары по сравнению с уровнями 2011 г, несмотря на то, что ожидаем активных эмиссионных действий со стороны мировых Центробанков.

Базовый сценарий – основные предпосылки макропрогноза

	2011	2012	2013	2014	2015
Urals (среднегодовой), \$ / бар.	108.5	102.5	103.5	104.5	105.5
Евро / доллар (среднегодовой)	1.40	1.35	1.36	1.37	1.38
Корзина (среднегодовой)	34.5	36.0	36.3	36.7	37.4
Доллар / рубль (среднегодовой)	29.3	31.0	31.3	31.5	32.0

Источники: Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Пессимистичный сценарий (сценарий – катастрофа)

Главным риском в нынешней ситуации мы считаем затягивание переговорного процесса. Европейская экономика сползает в рецессию, вслед за этим ухудшаются бюджетные показатели и долговые метрики. Однако пока рецессия выглядит достаточно мягкой – ничего даже близкого к масштабам спада в 2008/09 гг мы не наблюдаем.

Если экономический спад ускорится, то ситуация на долговых рынках может выйти из-под контроля. В общем то ситуация уже сейчас близка к критической, ведь очевидно, что рефинансирование 1.9-триллионного долга Италии под 6-7 % - это неустойчивое состояние, которое не может сохраняться долго, особенно при отсутствии роста бюджетных доходов. Инвесторы в какой-то момент осознают, что дальнейшее рефинансирование становится слишком рискованным, и рынок для Италии окажется закрытым.

В этом случае масштабы катастрофы могут оказаться сопоставимыми с 2008 годом. Мы практически наверняка увидим жесткий делеверидж по всей мировой финансовой системе, паралич кредитных рынков, глубокий спад мировой экономики.

При ценах на нефть \$ 50-60 за баррель последствиями для России будет значительная девальвация рубля (корзина уйдет в диапазон 40-45, доллар/рубль подскочит до 40) и спад ВВП, который, впрочем, окажется более умеренным, чем в 2009 г (скорее всего, в пределах 5 %).

В сравнении с 2008 г корпоративный сектор в целом лучше готов к кризису по причине меньшего объема краткосрочного долга и наличия резервов во многих компаниях. Более умеренные риски мы видим и в банковском секторе – из-за лучшей готовности эмитентов к кризису качество кредитных портфелей пострадает в меньшей степени. Тем не менее, для спасения отдельных банков и корпораций вновь потребуются государственная поддержка. У правительства же резервов сейчас заметно меньше, чем три года назад (\$ 60 млрд. в резервном фонде против \$ 140 млрд. в 2008 г.), поэтому программы господдержки будут носить преимущественно эмиссионный характер. Если в базовом сценарии мы ждем дальнейшего замедления инфляционных процессов (вплоть до 5 % годовой инфляции к лету), то в этом сценарии мы вновь вернемся к двузначным показателям инфляции.

К сожалению, такой сценарий более чем вероятен, хотя сейчас мы оцениваем эту вероятность ниже 50 %. Однако вероятность катастрофы с каждым днем повышается, и уже в первом квартале, на который приходится пик рефинансирования европейских долгов, ситуация может драматично измениться.

Реальный сектор: на траектории 4-процентного роста

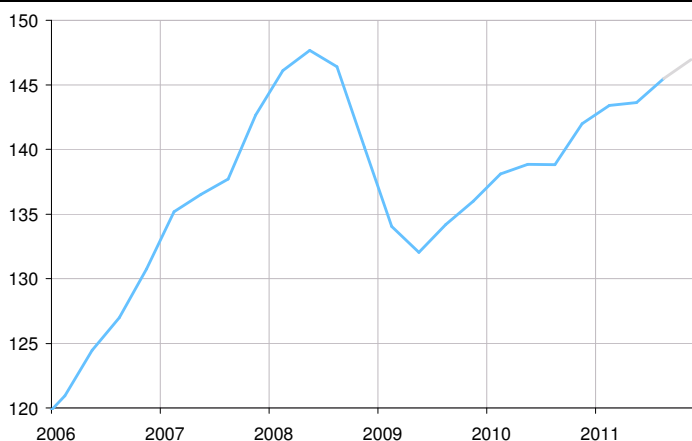
После кризиса темпы роста российской экономики замедлились вдвое. Последние два года мы достаточно устойчиво двигались по траектории 4-процентного роста. Динамика экономического развития в посткризисные годы характеризовалась заметным снижением инвестиционной активности, прежде всего, в частном секторе и более умеренным, по сравнению с докризисными годами, ростом потребительского спроса на фоне замедления роста реальных доходов населения и возросшей склонностью населения к сбережениям.

В 2011 году ситуация несколько изменилась. Прежде всего, улучшились потребительские настроения, что привело к ускорению роста потребительского спроса. Однако это ускорение не было поддержано динамикой реальных доходов населения, рост которых, напротив, замедлился. Тратили накопления и активно наращивали кредит. Такая ситуация не является устойчивой, и в 2012 г. доходы и потребление, должны сблизиться – мы ждем ускорение роста реальных доходов (во многом за счет низкой инфляции) и замедления расходов.

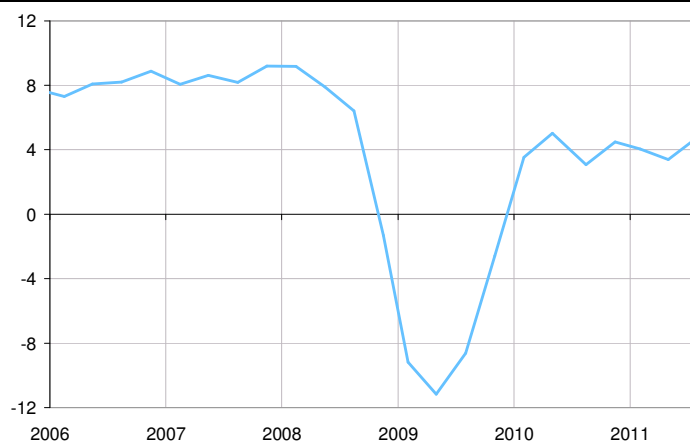
В части инвестиционного спроса ситуация в 2011 г была противоречивой – частный сектор сохранял осторожность, в то время как государство и квазигосударственные компании нарастили объемы инвестиций в инфраструктурные проекты. Сектор жилищного строительства, по-видимому, прошел дно и встал на траекторию роста. В целом рост инвестиций в 2011 г будет сопоставим с предыдущим годом и составит около 6 %. В следующем году сохранятся высокие объемы инвестиций, связанные с инфраструктурой, однако заметного роста здесь уже не будет. В то же время мы ожидаем увеличения инвестиционной активности в нефтегазовом секторе, который, по-видимому, и станет главным локомотивом инвестиционного спроса. В целом существенного замедления роста инвестиций в 2012 г мы не ожидаем.

Чистый экспорт в 2011 г внес положительный вклад в динамику ВВП, что объяснялось, прежде всего, благоприятной конъюнктурой мировых рынков углеводородного сырья. Однако на фоне ожидаемого замедления мировой экономики в 2012 г внешний спрос уже не сможет выступать в качестве фактора ускорения экономического роста.

Реальный ВВП, сезонно-сглаженный индекс



Реальный ВВП, % год к году



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Промышленный рост в текущем году замедлился и в итоге составит чуть менее 5 % по сравнению с 8.2 % в 2010 г. Положительная динамика по году будет зафиксирована в большинстве отраслей, но и замедление является общей тенденцией.

Нижеприведенные графики позволяют оценить динамику посткризисного восстановления в различных отраслях. Многие отрасли не только преодолели последствия кризиса, но и вышли на новые максимальные уровни. Это, прежде всего, нефтедобыча и нефтепереработка, трубная промышленность, производство минеральных удобрений. Мощными темпами в последние пару лет росло

производство грузовых вагонов и легковых автомобилей. Автопром существенно превысил производственные показатели докризисного периода, но связано это не с восстановлением спроса на автомобили (продажи легковых авто в этом году составят 2.6 млн. штук по сравнению с 2.9 млн. в 2008 г), а с масштабным увеличением промышленной сборки иностранными производителями (меньше стали импортировать, больше производить внутри страны).

В целом промышленность вернулась к докризисным объемам выпуска, и даже несколько превысила их, но это относится не ко всем отраслям. Так, например, далеки ещё от докризисных уровней выпуск грузовых автомобилей, производство цемента – т.е. отрасли, ориентированные преимущественно на инвестиционный спрос.

Период посткризисного восстановления в большинстве отраслей завершился, поэтому рассчитывать на сохранение столь же высоких темпов промышленного роста, как в 2010/11 гг, не приходится. В 2012 г мы ждем замедления промышленности до 3 %.



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Исходя из официальных данных по ВВП за 3 квартала 2011 г (рост на 4.1 % г/г), можно ожидать, что по году рост составит около 4 %. Возможно, Росстат несколько повысит эти оценки, но принципиального изменения в общей картине не будет.

В 2012 г мы ждем замедления роста российской экономики – потребительский и инвестиционный спрос замедлятся, но не драматично; внешний спрос ухудшится в большей степени. В итоге по сравнению с 4 % в текущем году рост ВВП в 2012 г составит, по нашим оценкам, 3.4 %. В дальнейшем мы ждем возвращения темпов роста к 4 %.

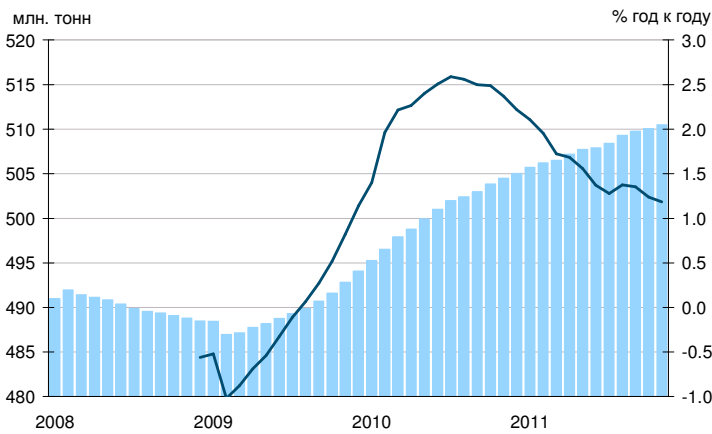
Основные макропоказатели, % год к году в реальном выражении

	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
ВВП	4.0	4.0	3.4	3.7	3.8	4.0
Промышленность	8.2	4.9	3.0	3.5	3.6	3.7
Розничная торговля	6.3	6.7	6.2	6.3	6.4	6.5
Строительство	3.5	5.5	5.2	6.8	7.2	8.0
Инвестиции в основной капитал	6.0	6.0	5.0	6.2	6.5	7.0

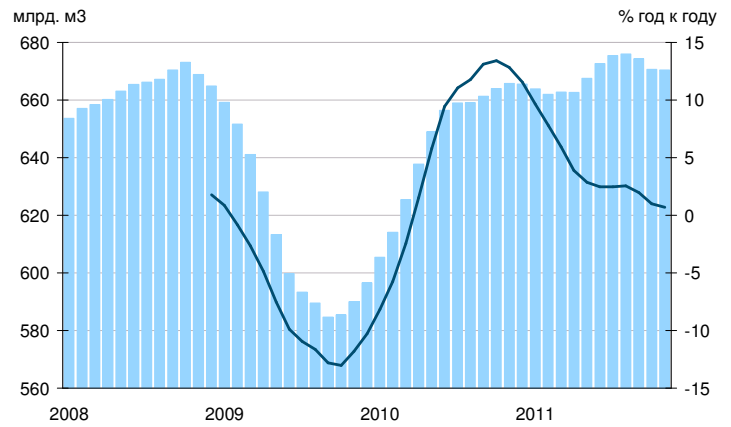
Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Производство отдельных промышленных товаров и добыча сырья в РФ, накопленным итогом за последние 12 месяцев

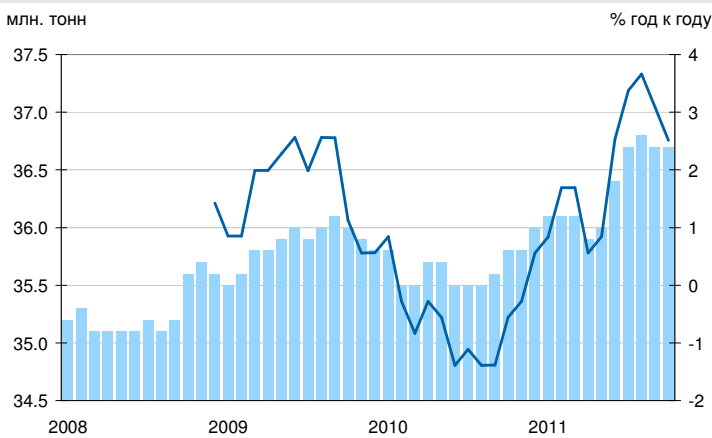
Добыча нефти



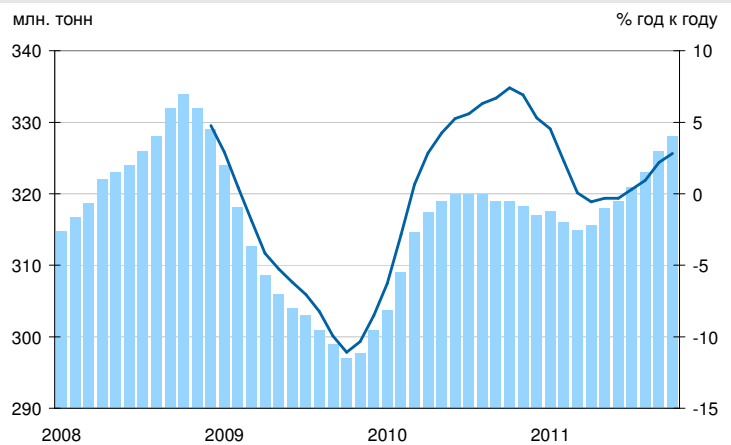
Добыча газа



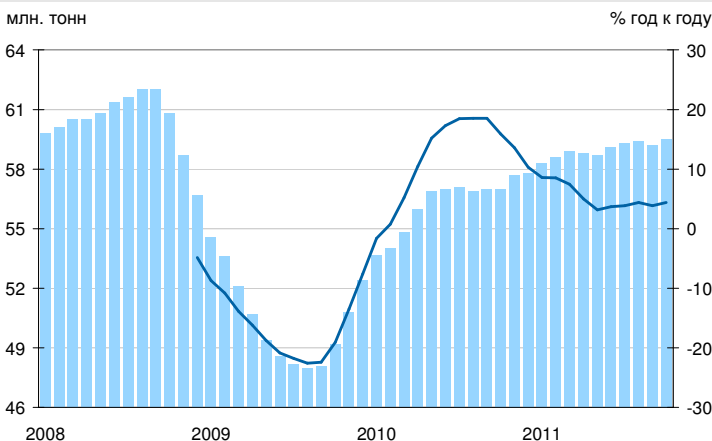
Бензин



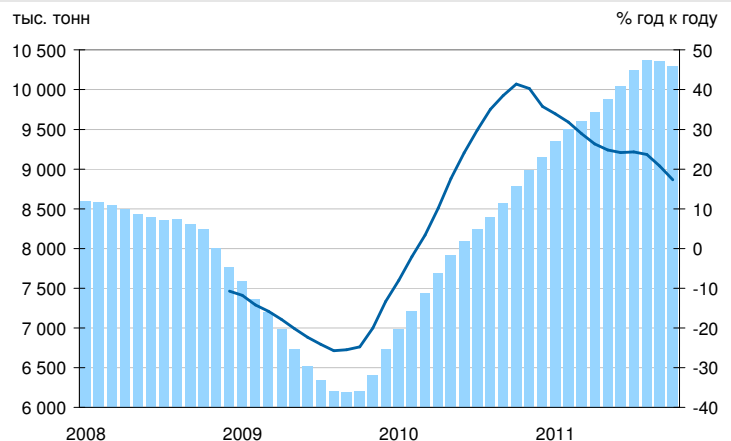
Уголь



Стальной прокат



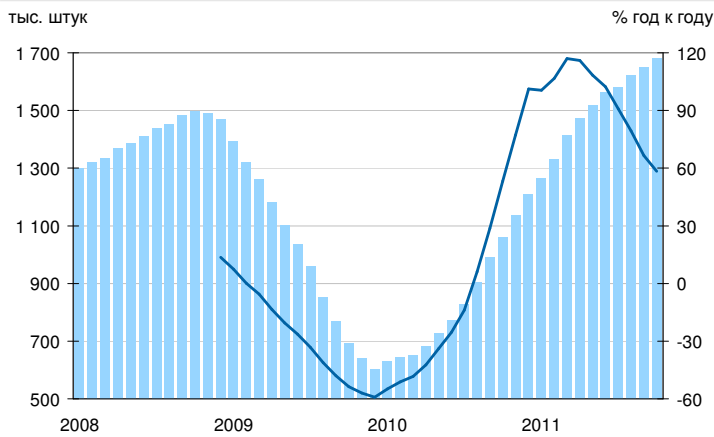
Стальные трубы



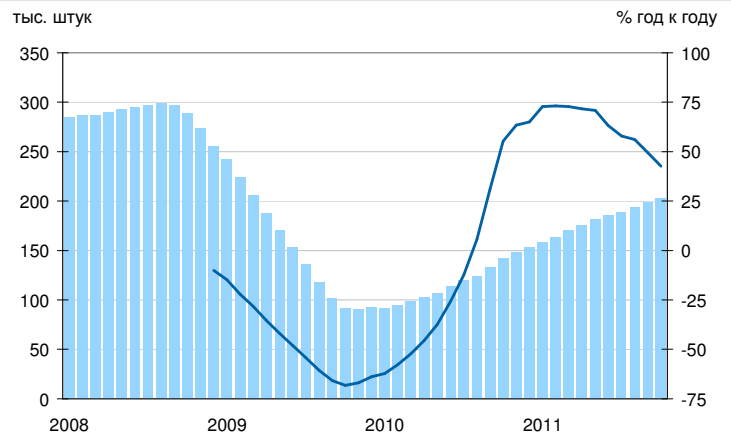
Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Производство отдельных промышленных товаров и добыча сырья, накопленным итогом за последние 12 месяцев (продолжение)

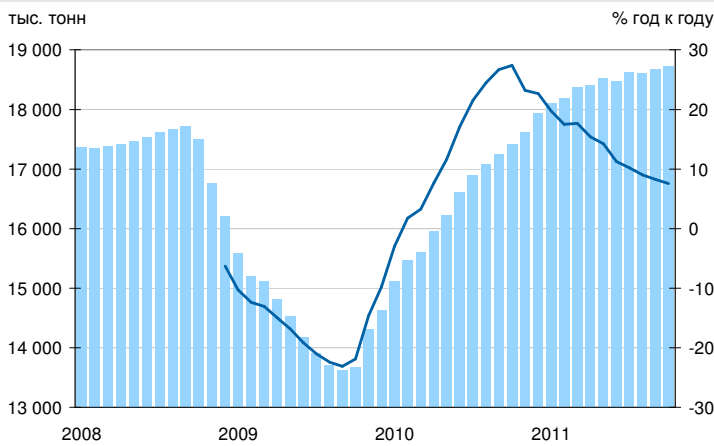
Легковые автомобили



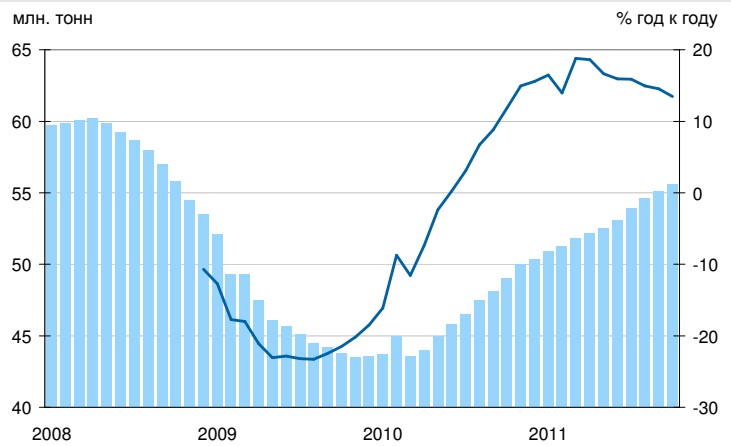
Грузовые автомобили



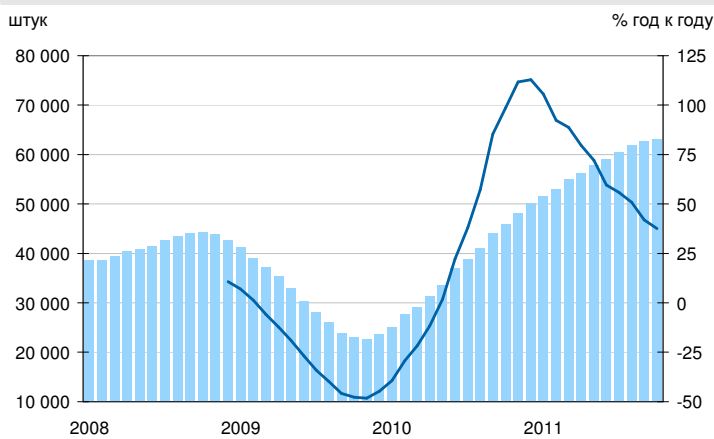
Минеральные удобрения



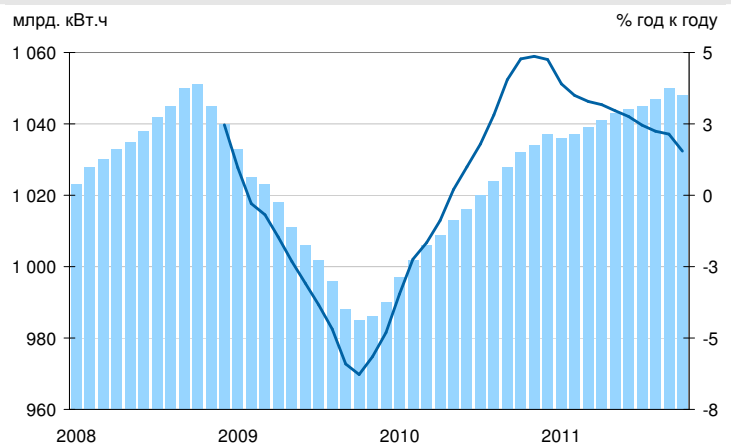
Цемент



Грузовые вагоны



Электроэнергия



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

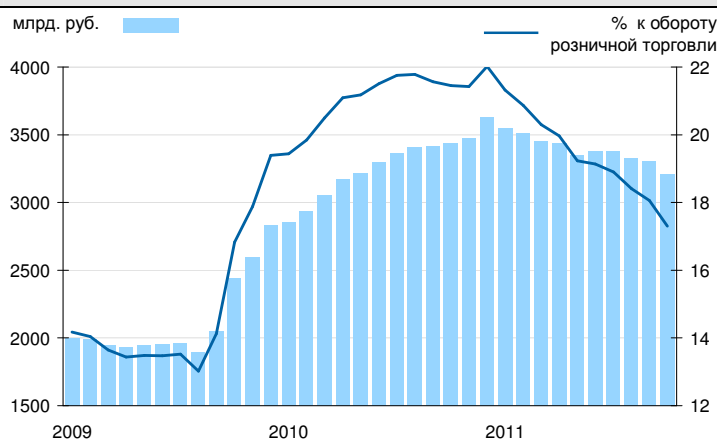
Потребительский спрос: кризис – это не про нас!

В 2011 году произошел перелом в настроениях потребителей – впервые после кризиса склонность к сбережениям начала снижаться. Основную роль сыграл достаточно низкий уровень процентных ставок, сложившийся в начале года; важным фактором стала и улучшившаяся ситуация на рынке труда, позволившая потребителям смотреть в будущее с большим оптимизмом. Наконец, сработал и эффект отложенного спроса (сколько можно экономить!).

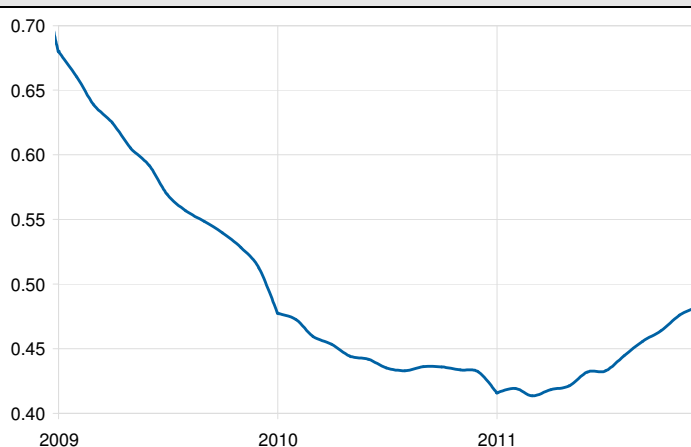
Как видно из приведенных ниже графиков, перелом произошел в 1-м квартале 2011 г., а уже летом потребительская активность резко пошла в гору.

Ни один эксперт в начале года не ожидал, что потребительский кредит вырастет за год на 35 %, оценки лежали в диапазоне 20-25 %. Однако по факту мы имеем более чем 30 % рост розничного кредитного портфеля банков. Никто не ожидал, что рост вкладов замедлится до 20 % после роста на 31 % в 2010 г. Но, похоже, что рост этого показателя по году окажется даже ниже 20 %.

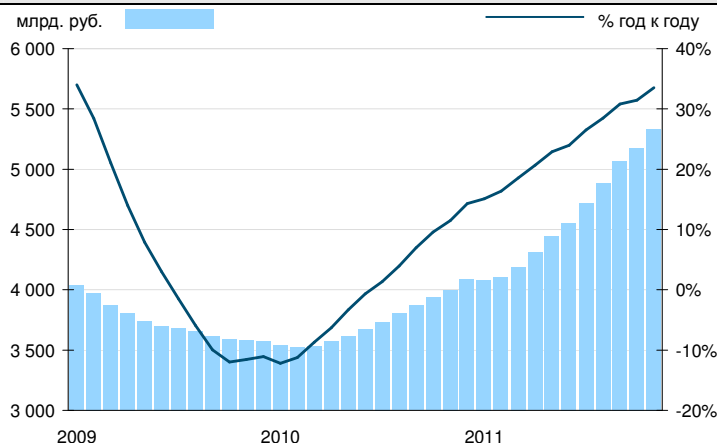
Прирост сбережений населения, накопленным итогом за 12 мес.



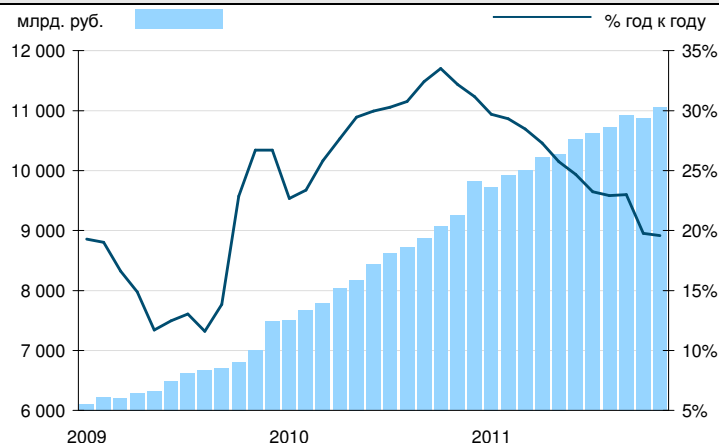
Кредиты / депозиты населения



Кредиты населения



Вклады населения



Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

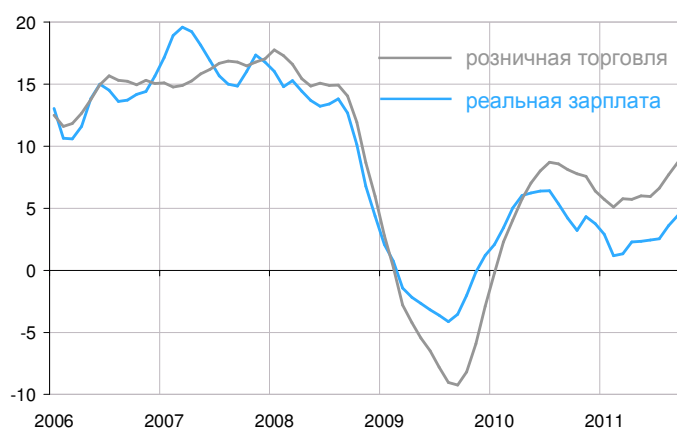
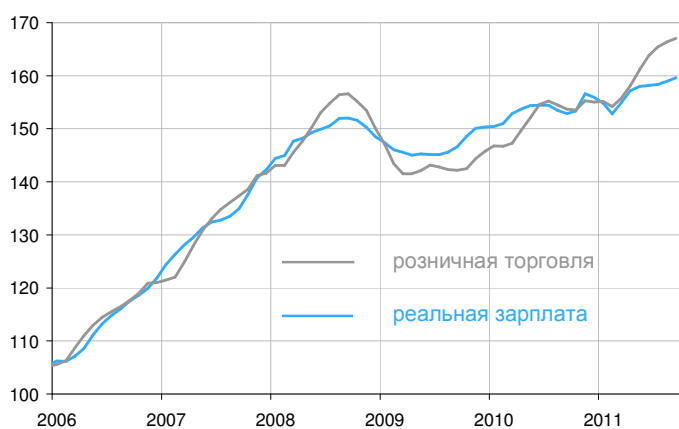
Кредитование и расходование сбережений стали основными источниками всплеска потребительской активности. Нижеприведенные графики отчетливо показывают, что, начиная с весны, рост розничной торговли стал резко обгонять рост реальных зарплат. Последний показатель по итогам года увеличится на скромные 3-3.5 % (для сравнения, на пике предыдущего цикла в 2005/08 гг. реальные зарплаты росли в среднем на 15.2 % в год), в то время как в сегменте розничной торговли увеличение реального оборота будет близко к 7 %. Исторически между этими показателями всегда наблюдалась очень высокая корреляция. Тот факт, что в этом году рост в секторе розничной торговли почти что вдвое превысил рост реальных зарплат, можно трактовать как перегрев – столь сильный отрыв потребления от

доходов последний раз мы наблюдали накануне кризиса 2008 г. Тогда это закончилось почти что 10-процентным падением потребительских рынков. Может ли быть повторение такого сценария сейчас? – Да. В случае кризисного развития событий в мировой экономике провал потребления вновь может оказаться весьма существенным, но, скорее всего, все-таки чуть меньшим, чем в 2009 г.

В нашем же базовом сценарии мы предполагаем, что рост реальных зарплат в 2012 г. несколько ускорится (в основном, за счет низкой инфляции), в то время как рост потребления, напротив, замедлится (в целом потребитель станет осторожней). Охлаждающий эффект с определенным лагом окажет и произошедший рост процентных ставок, который вновь подтолкнет потребителей более активно сберегать. Как результат, мы увидим снижение темпов роста оборота розничной торговли; медленней будет расти и розничный кредитный портфель.

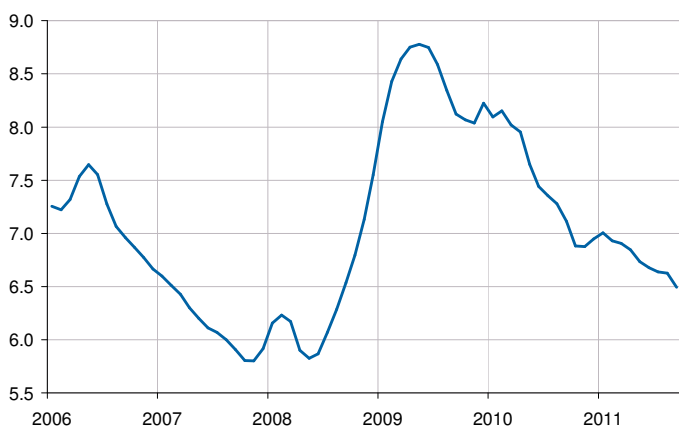
Реальная зарплата и физический оборот розничной торговли, сезонно-сглаженные индексы, 100 – ср. уровень 2000 г.

Реальная зарплата и физический оборот розничной торговли, % год к году



Безработица, % с устранением сезонности сглаж. по 3 мес.

Количество официально зарегистрированных безработных, получающих пособие, млн. чел.



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Инвестиции: нефтяники поддержат инвестиционный спрос

Динамика капитальных инвестиций в этом году будет сопоставима с показателями 2010 г – рост составит около 6 %. При этом основной вклад в положительный прирост внесли инфраструктурные проекты. Частный сектор в целом сохранил достаточно низкую инвестиционную активность.

В нижеприведенной таблице мы проанализировали динамику инвестиционной активности в ряде ключевых отраслей, взяв для расчетов показатели и плановые прогнозы крупнейших компаний. Вывод достаточно очевиден: в завершающемся году основным локомотивом инвестиционного роста стали инфраструктурные проекты. Инвестиции в инфраструктуру останутся на высоком уровне и в 2012 г, однако рост инвестиций в эти проекты будет уже не столь сильным. Основное же ускорение, по нашим оценкам, должна продемонстрировать нефтедобывающая отрасль, во многом, благодаря инвестиционным планам Лукойла, Башнефти, ТНК-ВР. Активизация инвестиций в нефтянке может поддержать и ряд отраслей обрабатывающей промышленности, в частности, трубников, которые в конце этого года испытали заметный провал.

Расчеты по приведенной в таблице выборке, которая покрывает примерно треть общероссийских капитальных инвестиций, показывают, что в целом рост инвестиций в 2012 г будет ниже, чем в текущем, но замедление окажется достаточно умеренным (цифры приведены в номинальном выражении и для перехода к реальным показателям требуют корректировки на дефлятор инвестиций). Неопределенными пока выглядят инвестиционные планы Газпрома, который по сообщению ряда СМИ откладывает крупные инвестиционные проекты на 2013/14 гг., а в следующем году может значительно снизить объемы инвестиций. Мы пока оцениваем эти планы как маловероятные, и потому не учитываем их при расчете инвестиций.

Мы ожидаем, что показатель прироста инвестиций в реальном выражении в 2012 г снизится с 6 % до 5 %.

Инвестиции, % год к году



Строительство, % год к году



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

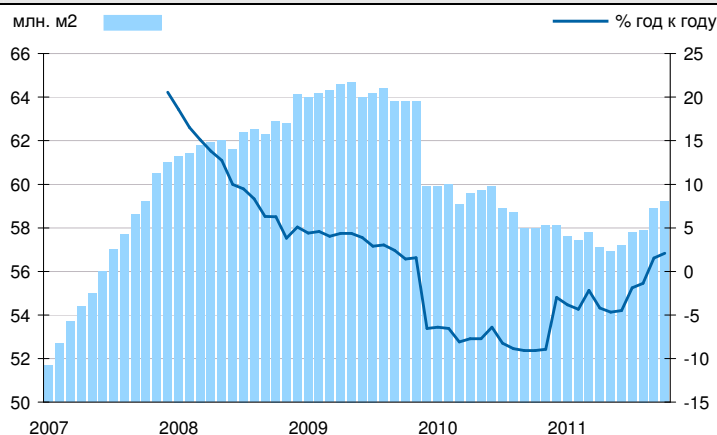
В строительном секторе можно отметить улучшение динамики ввода нового жилья – по-видимому, отрасль прошла свое дно и начинает восстанавливаться. При этом средние цены на жилье также демонстрируют восстановление – в рублевом выражении они растут сопоставимо с инфляцией.

Важным поддерживающим фактором для жилищного рынка явилась активизация банков на ипотечном рынке. В рублевом выражении объем выданных ипотечных кредитов в 2011 г практически удвоился по сравнению с 2010 г и приблизился к 700 млрд. рублей.

Одним из индикаторов динамики средних цен на жилье в стране может служить изменение размера среднего ипотечного кредита. По нашим расчетам, этот

показатель вырос почти что на 8 % в 2010 г и увеличится примерно на 9 % в 2011 г. Эти расчеты подтверждают тезис о том, что цены на жилье в среднем по стране растут сопоставимо с потребительскими ценами. Мы полагаем, что эта же тенденция сохранится и в 2012 г. – т.е. за счет общего замедления инфляции произойдет и незначительное замедление темпов роста цен на жилье.

Ввод нового жилья*

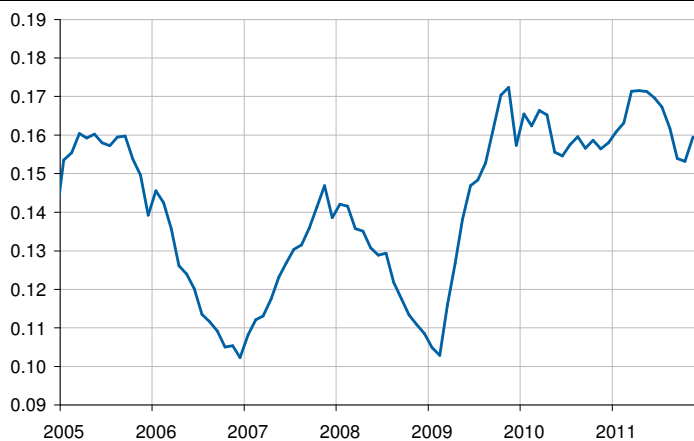


Цены на жилье в Москве, тыс. руб./м2

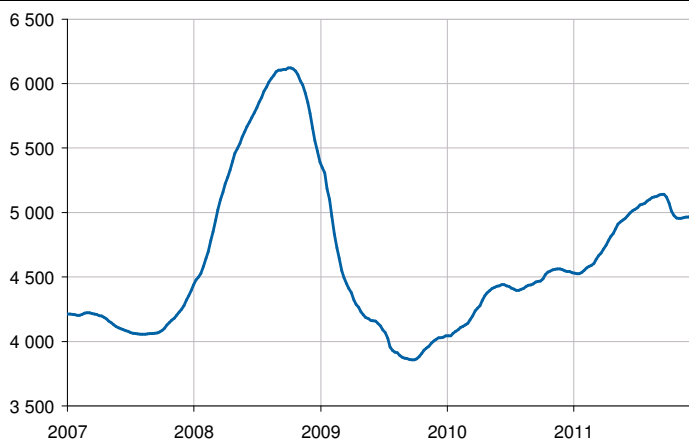


* - накопленным итогом за 12 месяцев

Индекс доступности московского жилья (соотношение среднероссийской зарплаты и цен на жилье в Москве)* - чем выше, тем доступнее

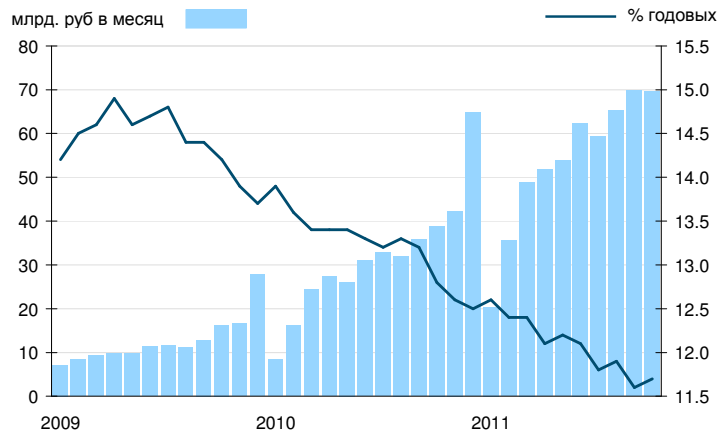


Цены на жилье в Москве, \$./м2

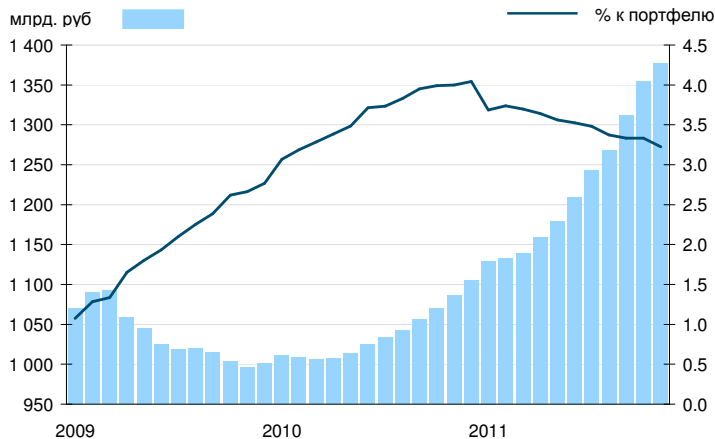


* - с устранением сезонности

Предоставление ипотечных кредитов и средняя процентная ставка по ипотеке в рублях



Ипотечный портфель банков и просроченная задолженность по нему



Источники: Росстат, Банк России, IRN.ru, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Инвестиционная активность в отраслях (CAPEX в млрд. рублей)

Отрасль	Компании	2010	2011	2012	Комментарий
РЖД		317	396 +25%	412 +4%	<p>В декабре 2011 г СД РЖД утвердил новую инвестиционную программу на 2012-2014 г. Общий объем инвестиций в 3 летнем плане составляет 1.1 трлн. руб. Вместе с созданием инфраструктуры олимпийских игр, крупнейшими проектами компании являются:</p> <ul style="list-style-type: none"> - программа развития железнодорожной инфраструктуры московского транспортного узла (497.4 млрд. руб.) - создание транспортной инфраструктуры для развития ТЭК Восточной Сибири и Дальнего Востока (115.2 млрд. руб.) - инфраструктура портов Северо-Запада (84.3 млрд. руб.) - транспортная инфраструктура проекта «Урал промышленный – Урал Полярный» (67.5 млрд. руб.)
Генерация	ИнтерРАО ОГК ТГК РусГидро Росэнергоатом	297	387 +30%	379 -2%	<p>Программа ТЭС сильно корректироваться не будет в связи с наличием обязательств по ДГМ. Основные вводы ТЭС намечены на 2013-2014 гг – это подразумевает, что пик инвестиционной нагрузки будет достигнут в 2012-2013 гг. В среднем же по отрасли пик инвестиционной активности придется на 2011 г. Снижение в 2012 г связано с планами пересмотра программы РусГидро. В регионах наибольшая инвест. нагрузка ложится на станции ОЭС Урала (24 %), ОЭС Северо-запада (19%), ОЭС Центра (18.5 %) и ОЭС Юга (17.9 %).</p>
Сети	ФСК Холдинг МРСК	214	281 +31%	277 -1%	<p>Инвестиционные программы сетевых компаний в ближайшее время будут направлены на подключение олимпийских объектов, расширению дефицитных энергозон и снижение потерь при передаче. Первоначально предполагалось, что пиковые инвестиции будут достигнуты в 2012 г с последующим снижением до 70 млрд. к 2017 г. Тем не менее, в ближайшее время размеры программ комплекса могут быть скорректированы, что связано с ограничением роста тарифов в 2012 г. Предположительно корректировка программ будет произведена к апрелю 2012 г.</p>
Нефтяные компании	Роснефть ЛУКОЙЛ ТНК-ВР Сургутнефтегаз Газпром нефть Татнефть Башнефть	853	890 +4%	1 011 +13%	<p>Динамичный рост CAPEX нефтяных компаний обусловлен, прежде всего, увеличением инвестиций в новые проекты: Ванкорское (Роснефть), Верхнечонское, Сузунское, Тагульское (все - ТНК-ВР), Талаканское (Сургутнефтегаз), им. Требса и Титова (Башнефть). Кроме того, некоторые компании (прежде всего, Роснефть) проводят модернизацию действующих НПЗ. Наряду с этим в 2012 г ожидается расширение инвестиционной программы ЛУКОЙЛа на западно-сибирских brownfields.</p>
Газовые компании	Газпром НОВАТЭК	1 142	1 220 +7%	1 331 +9 %	<p>2011-2014 гг. станут пиковыми для Газпрома с точки зрения инвестиционной нагрузки: основные средства концерн направляет на ввод в разработку восточносибирских и ямальских проектов (прежде всего, Бованенковское месторождение включая газопровод до Ухты) а также сооружение новых трубопроводных систем (Сахалин-Хабаровск- Владивосток, Nord Stream, South Stream). Однако, по информации ряда СМИ в следующем году концерн может сократить уровень CAPEX примерно вдвое и перенести основные затраты на последующие годы. На наш взгляд, это маловероятный сценарий, и мы пока не закладываем его в наши расчеты.</p>
Металлурги	ММК, Evraz, Северсталь, НЛМК, ГМК, РУСАЛ	233	223 -4%	224 +1%	<p>Сокращение объема капитальных вложений в 2011-2012 гг. связано с завершением ряда крупных проектов в отрасли: доменной печи #7 (НЛМК, 2011), первой очереди стана 2000 (ММК, 2011), второй очереди стана 2000 (ММК, 2012), первой очереди БоГЭС (РУСАЛ/Русгидро, 2012).</p>
Угольщики	Мечел Распадская	34	46 +35%	49 +6%	<p>Угольные компании увеличат размер капитальных затрат: Мечел активно вкладывает в реализацию проекта Эльгауголь, а Распадская – в восстановление ключевой шахты и рост производства на других мощностях.</p>
Телекомы	МТС Вымпелком Ростелеком	167	209 +25%	194 -7%	<p>Компании связи могут регулировать объем кап. вложений в зависимости от ситуации на рынке и своей финансовой нагрузки. В кризисные периоды они сокращают кап. вложения, потом наверстывают "упущенное". Так в 2011 они увеличивали сапех, наверстывая прошлое недоинвестирование (плюс, год был в целом удачным, и они могли инвестировать даже чуть больше, чем обычно). Негативные прогнозы на 2012 г скорее всего заставят компании сократить свои инвестиции как в % от выручки, так и в абсолютном выражении.</p>

Банковский сектор: осторожно – перегрев!

Рост банковского сектора в этом году превысит 20 % по сравнению с 15 % в 2010 г; доля банковских активов в ВВП вырастет с 75 % до 78.5 %.

Кредитный портфель банков увеличится примерно на 28 % после роста на 12.6 % в 2010 г, при этом кредиты населению вырастут почти что на 35 % (14.3 %), корпоративные кредиты увеличатся более чем на 25 % (12.1 %).

На фоне столь бурного роста кредитования качество кредитных портфелей формально улучшилось – просрочка снизилась с 5.7 до 5 % кредитного портфеля; объем проблемных и безнадежных ссуд (такую статистику ЦБ публикует по банкам топ-30), превышавший на пике 10 % кредитного портфеля, опустился до 7 %. Однако этот вывод (об улучшении качества портфелей), на наш взгляд, является сомнительным. В этом году, особенно в первой его половине, банковский сектор функционировал в условиях огромного избытка ликвидности, конкуренция за корпоративных клиентов была беспрецедентно жесткой, и в этот период по всем законам должно было происходить смягчение требований к заемщикам. То же самое касается и розницы – увеличение темпов кредитования в 2.5 раза невозможно без более лояльного отношения к клиентам. Так что, скорее всего, по новым кредитам происходило размывание качества портфелей, но проявится это лишь в следующем году.

С точки зрения прибыли год оказался рекордным для банков. Сальдированная прибыль банковского сектора (прибыли прибыльных банков минус убытки убыточных банков) должна по году вырасти более чем на 40 % и наверняка превысит 800 млрд. рублей. Это соответствует ROAE на уровне чуть ниже 17 % и ROAA на уровне 2.2 % - максимальные показатели рентабельности за последние 4 года. Однако важно подчеркнуть, что столь существенный рост прибыли был связан не столько с увеличением доходности операций, сколько с политикой формирования резервов – прибыль до отчислений в резервы в этом году изменилась незначительно, а заметный рост общей прибыли был обусловлен низким объемом отчислений в резервы.

Осенью ситуация для банков принципиально изменилась – отток капитала и ухудшение ситуации на международном рынке капитала привел систему в состояние дефицита ликвидности. Однако денежные власти оперативно отреагировали на изменение конъюнктуры, предоставив банкам через механизм РЕПО необходимый объем ликвидности (в декабре объем обязательств банков перед ЦБ по операциям РЕПО превышал 900 млрд. рублей). Стабилизирующую роль сыграли и депозиты Минфина – 700 млрд. рублей, которые Минфин привлек в ОФЗ, фактически были возвращены в систему и оказались на депозитах банков; в какой-то момент объем этих депозитов превышал 1 трлн.

«Лишние» деньги в экономике (депозиты в ЦБ + вложения банков в ОБР), млрд. рублей



Ликвидность (корсчета + депозиты), млрд. рублей



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Ситуация на денежном рынке привела к ожидаемому росту процентных ставок в экономике, который, по-видимому, еще не завершился. Ничего драматичного в этом мы не видим, напротив, считаем, что несколько «перегретой» банковской системе небольшое охлаждение не помешает.

Мы полагаем, что на фоне роста ставок и сохранения напряженной ситуации на денежных рынках (по нашим оценкам, впрыск бюджетных денег в конце декабря приведет лишь к краткосрочному спаду напряженности) динамика банковского сектора в 2012 г замедлится. Мы ждем роста банков в следующем году в пределах 15-20 %, кредиты корпоративному сектору увеличатся в пределах тех же 20 %, в рознице рост замедлится до 25 %. Рентабельность капитала несколько снизится.

Из проблем, которые ждут банки в следующем году, особо стоит отметить ситуацию с достаточностью капитала. Этот показатель для банков ТОП-30 снизился за два года с более чем 20 % до почти что 14 % (см. графики ниже). Высокая прибыль позволит банкам поднять достаточность капитала, но все-равно этот фактор будет оставаться ограничителем роста в 2012 г.

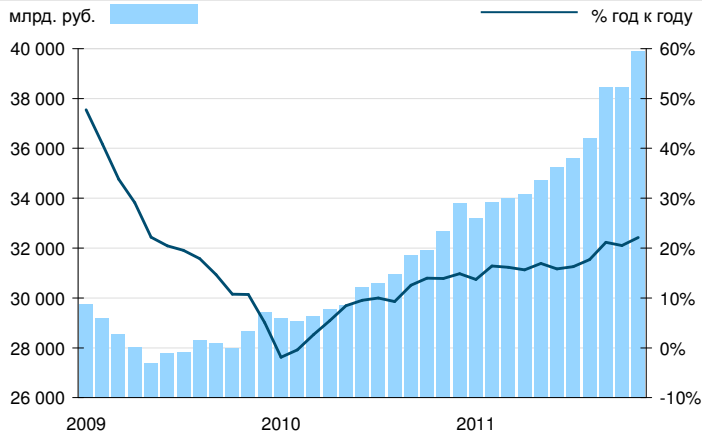
Основные показатели банковского сектора, млрд. руб.

	2008	2009	2010	2011 П	2012 П
Активы	28 022	29 430	33 805	41 985	49 543
% год к году	39.2	5.0	14.9	24.2	18.0
% к ВВП	67.9	75.9	75.2	78.5	81.8
Собственный капитал	3 811	4 621	4 732	5 101	5 867
% год к году	42.7	21.2	2.4	7.8	15.0
% к активам	13.6	15.7	14.0	12.2	11.8
Депозиты населения	5 907	7 485	9 818	11 654	13 693
% год к году	14.5	26.7	31.2	18.7	17.5
% к пассивам	21.1	25.4	29.0	27.8	27.6
Кредиты населению	4 017	3 574	4 085	5 494	6 895
% год к году	35.2	-11.0	14.3	34.5	25.5
% к активам	14.3	12.1	12.1	13.1	13.9
% к депозитам населения	68.0	47.7	41.6	47.1	50.4
Просроченная задолженность	149	243	282	300	330
% к портфелю	3.7	6.8	6.9	5.5	4.8
Кредиты предприятиям и ИЧП	12 510	12 542	14 063	17 804	21 186
% год к году	34.3	0.3	12.1	26.6	19.0
% к активам	44.6	42.6	41.6	42.4	42.8
Просроченная задолженность	266	763	743	860	920
% к портфелю	2.1	6.1	5.3	4.8	4.3
Просроченная задолженность по кредитам	415	1 006	1 026	1 160	1 250
% к кредитному портфелю	2.5	6.2	5.7	5.0	4.5
Резервы на возможные потери по кредитному портфелю	899	1 821	1 904	2 000	2 180
% к кредитному портфелю	5.4	11.3	10.5	8.6	7.8
% к просроченной задолженности по кредитам	217	181	186	172	185
Прибыль	409	205	573	820	850
% год к году	-19	-50	180	43	4
ROAA	1.7	0.7	1.8	2.2	1.9
ROAE	12.6	4.9	12.3	16.7	15.4

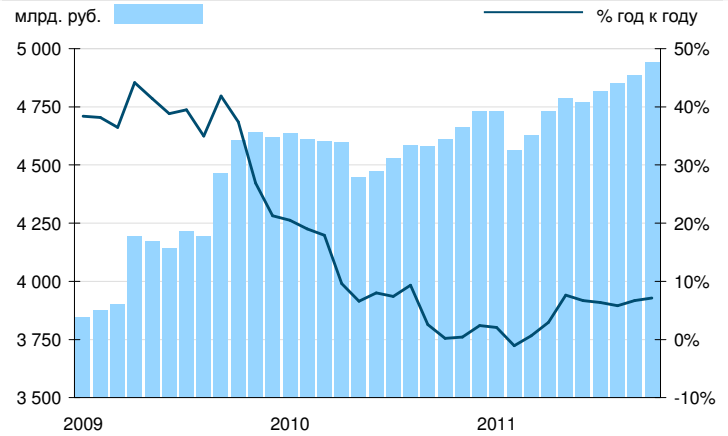
Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Динамика основных показателей банковского сектора

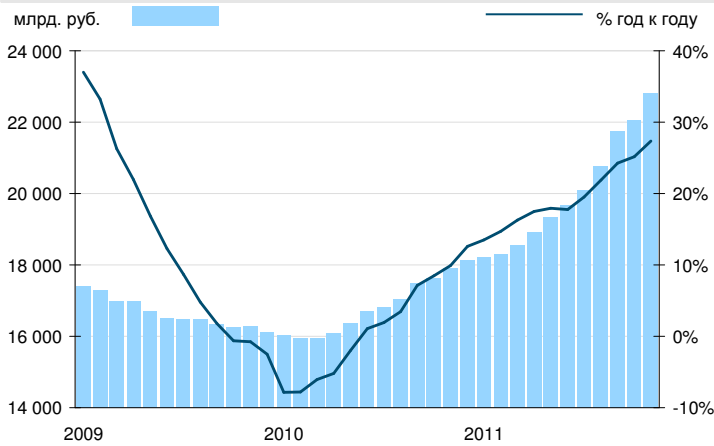
Активы



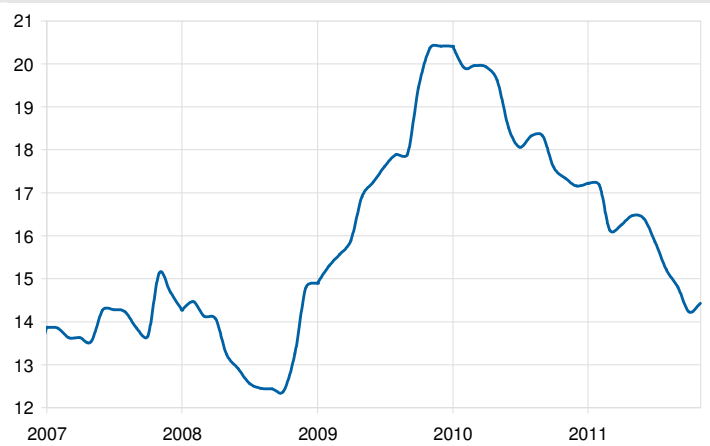
Капитал



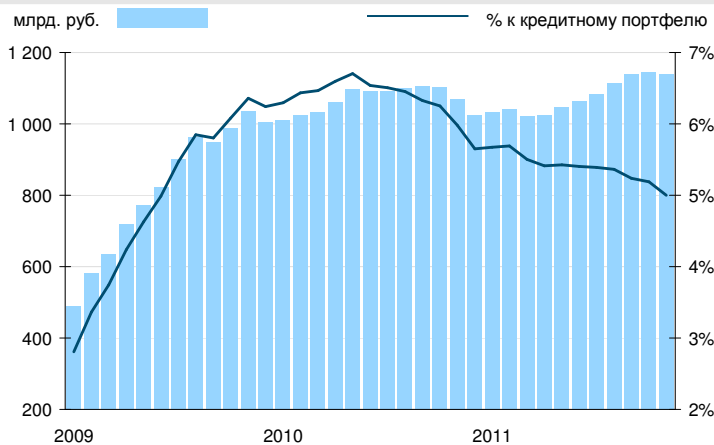
Кредитный портфель



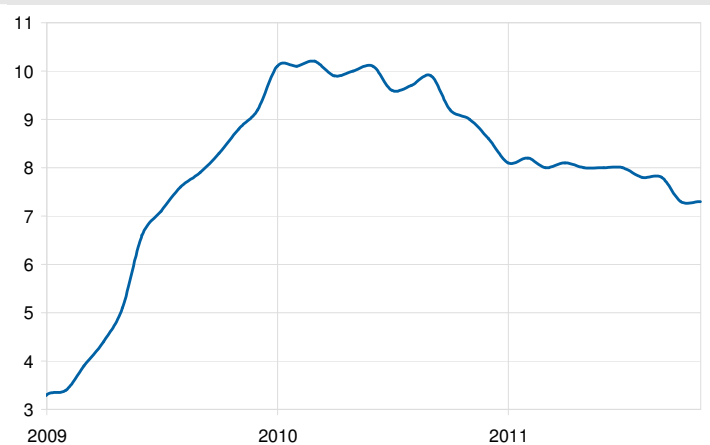
Достаточность капитала банков ТОП-30



Просроченная задолженность



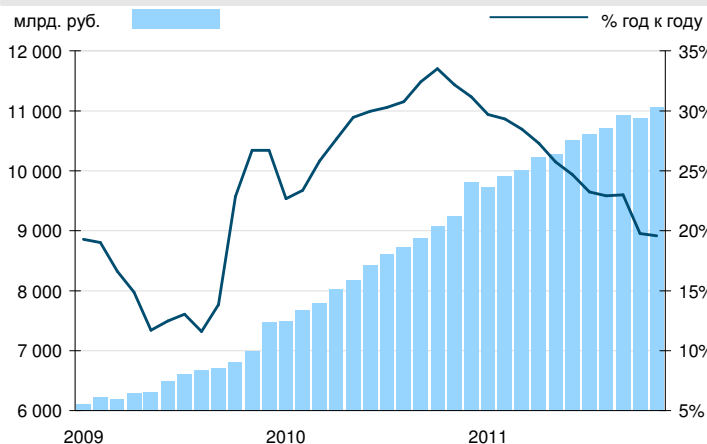
Проблемные и безнадежные ссуды банков ТОП-30, % в кредитном портфеле



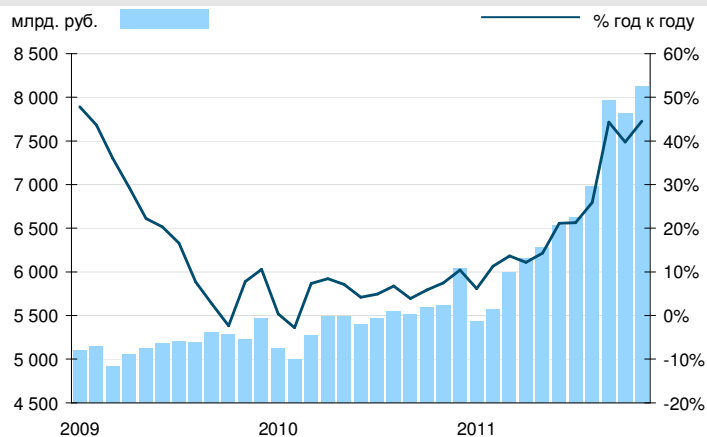
Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Динамика основных показателей банковского сектора

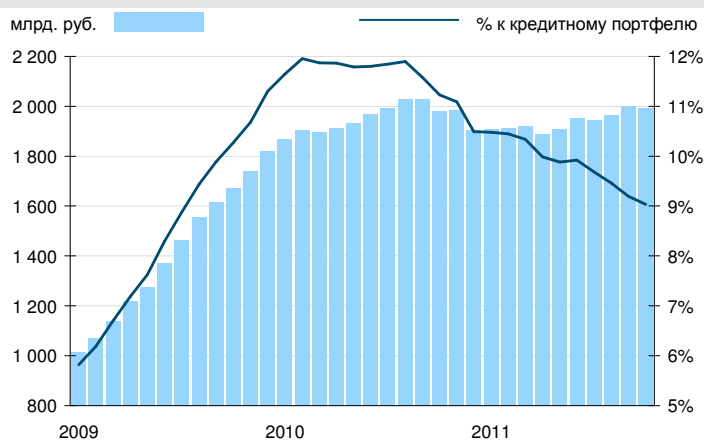
Депозиты населения



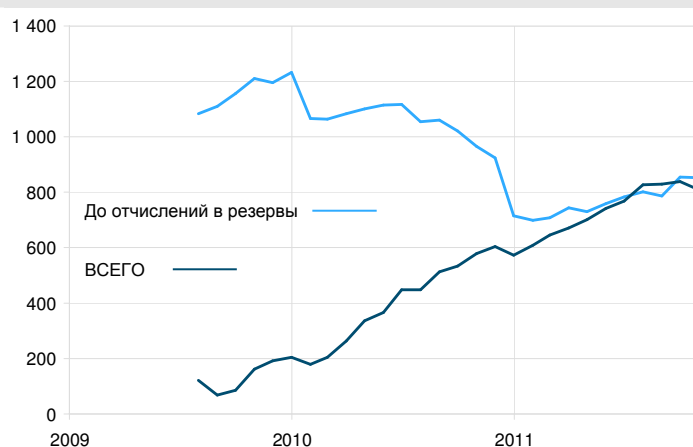
Депозиты юридических лиц



Резервы



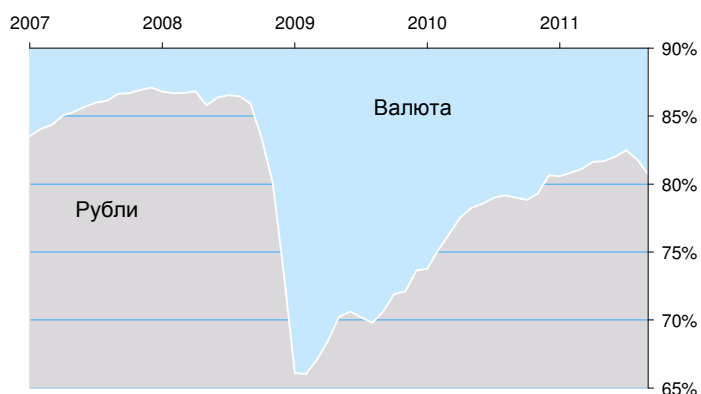
Сальдированная прибыль*



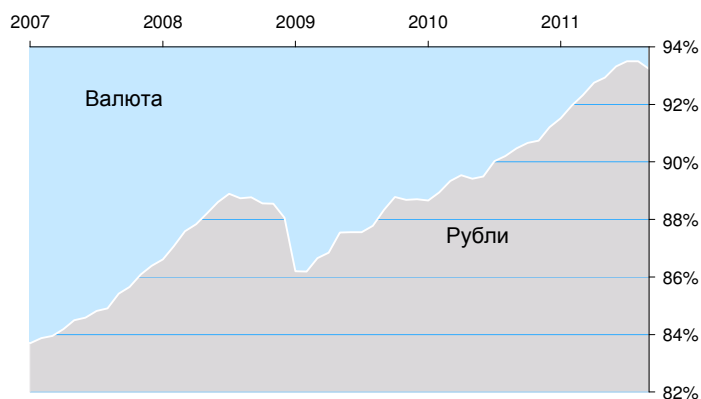
* - накопленным итогом за 12 месяцев

Валютная структура кредитов и депозитов населения

Депозиты населения



Кредиты населению



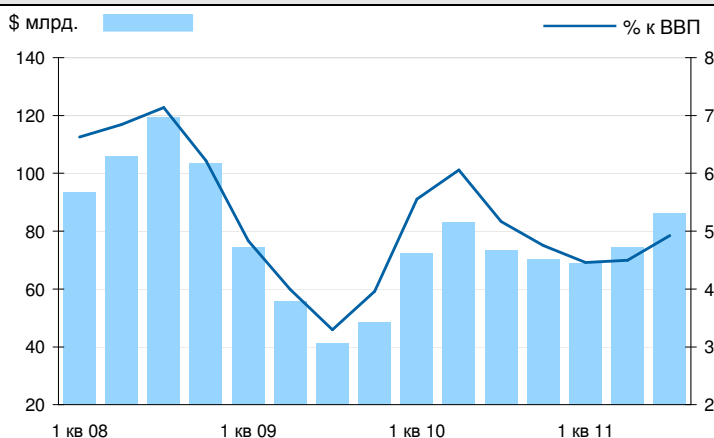
Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Платежный баланс: капитал в таком объеме не востребован

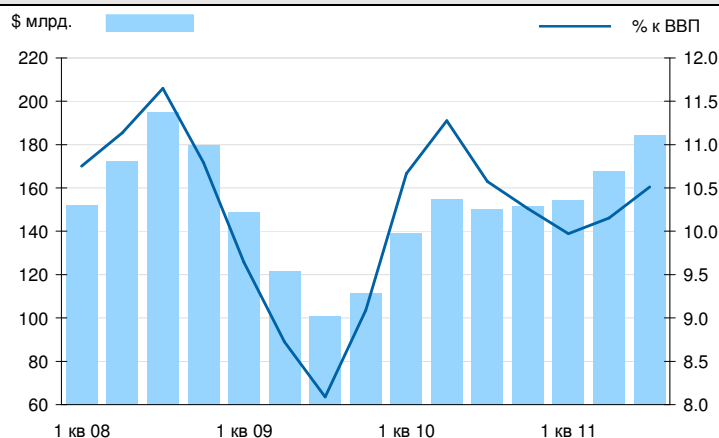
В 2001 г мы наблюдали значительно возросший приток валюты по счету текущих операций (сальдо счета текущих операций по году будет близко к \$ 100 млрд.) и одновременно ускорение оттока капитала (по-видимому, не менее \$ 80 млрд.). Последнее обстоятельство многие эксперты трактуют в исключительно негативном свете, связывая его с низкой инвестиционной привлекательностью России. На наш взгляд, это не совсем корректное утверждение. Отток капитала, по большому счету, является функцией двух основных производных – баланса текущих операций и состояния глобальных рынков. Тот объем капитала, который притекает в страну по счету текущих операций, российская экономика просто не может быстро переварить. Этот капитал, находящийся на руках экономических субъектов (не только у экспортеров, но также у населения и не связанных с экспортом сырья компаний, деньги которым распределяются как напрямую от экспортеров, так и через бюджет), является, по сути, «горячими деньгами». Эти hot money достаточно чувствительны к внешней конъюнктуре, и как только они «видят» рост рисков, они «бегут» на валютные счета. Чем выше профицит счета текущих операций – тем больше «горячих денег» в экономике; чем выше риски – тем больше отток.

Если говорить про инвестиционную привлекательность России, то правильней оперировать таким показателем, как прямые иностранные инвестиции. Здесь ситуация выглядит менее драматичной, чем с оттоком капитала, однако она также свидетельствует об ухудшении ситуации. По данным ЦБ, приток ПИИ начал замедляться со 2-го квартала 2011 г. По году этот показатель может оказаться чуть меньше прошлогоднего значения (\$ 43 млрд.). В целом можно констатировать, что по сравнению с 4-5 % ВВП прямых иностранных инвестиций в 2007/08 гг., мы вновь вернулись к скромным 2-3 % ВВП. И это, действительно, очень наглядная характеристика инвестиционной привлекательности посткризисной России.

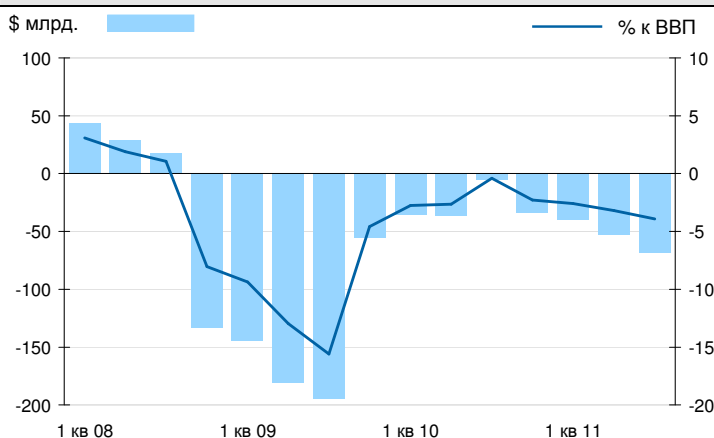
Сальдо счета текущих операций



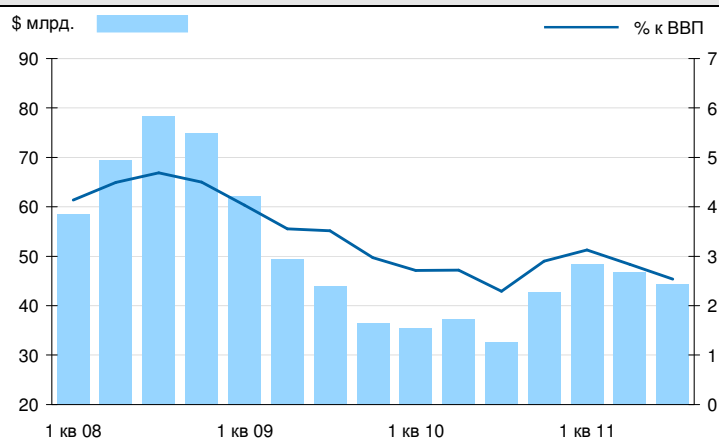
Торговый баланс



Отток капитала*



Прямые иностранные инвестиции*



* - накопленным итогом за 4 квартала

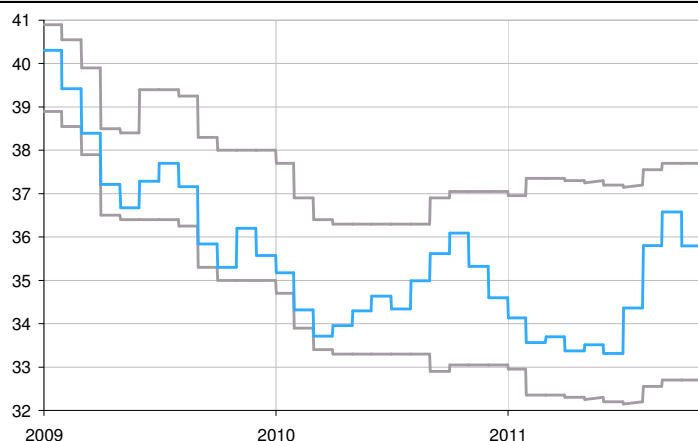
Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Рубль и ставки: динамическое равновесие

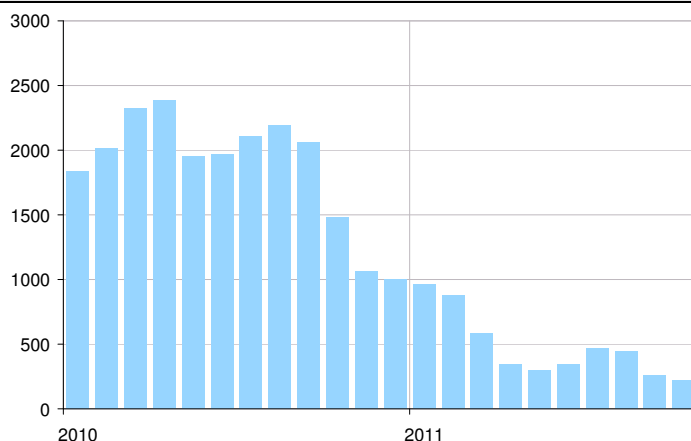
В рамках нашего базового прогноза, базирующегося на среднегодовой цене Urals в \$ 102.5 за баррель, мы прогнозируем одновременное сокращение счета текущих операций (до \$ 50 млрд.) и уменьшение оттока капитала (до \$ 30 млрд.). Это означает, что повторится ситуация текущего года – приток валюты по счету текущих операций будет превышать отток по счету операций с капиталом, но незначительно. Таким образом, фундаментальных причин для сильного ослабления или укрепления рубля при прогнозируемых ценах на нефть нет, а определяющими факторами в динамике рубля в 2012 г должны стать сезонность и общерыночные настроения.

Границы бивалютной корзины составляют сейчас 32.7-37.7, текущее значение превышает отметку 36. За прошедший год ЦБ расширил границы бивалютной корзины на 1 рубль (в начале года было 33.05-37.05) и стал существенно меньше вмешиваться в ход торгов (см. график «Интервенции ЦБ»). Денежные власти все более уверенно продвигаются к режиму таргетирования инфляции, однако пока не готовы полностью отпустить рубль в свободное плавание. Такой режим, по-видимому, будет сохраняться и в 2012 г. Возможно, ЦБ несколько снизит объем накопленных интервенций, при котором он сдвигает границу, но вряд ли полностью отпустит рубль.

Границы ЦБ и бивалютная корзина
(среднемесячные значения)



Интервенции ЦБ на валютном рынке*, млрд. рублей



* - накопленным итогом за 12 месяцев

Если в начале года не произойдет потрясений в Европе, то рубль в 1-м квартале укрепится – так мы думали ещё в начале декабря, но достаточно неожиданно проявившиеся политические риски, по-видимому, в значительной мере компенсируют сезонный избыток предложения валюты, и в этих условиях серьезного укрепления рубля не произойдет. Совершенно очевидно, что после выборов внутривалютный фон стал важным фактором, влияющим на динамику финансовых рынков – не только рубль, но также акции и евробонды находятся под давлением из-за роста политических рисков. Похоже, что в этих условиях новой реальности нам придется жить вплоть до мартовских выборов Президента.

Профицит счета текущих операций в 1-м квартале 2012 г при \$ 100 за баррель превысит \$ 30 млрд. Большой отток за квартал у нас наблюдался только в разгар кризиса в 4-м квартале 2008 г. Мы полагаем, что даже при негативном внутривалютном фоне приток валюты по счету текущих операций в 1-м квартале будет больше, чем отток по счету операций с капиталом. Таким образом, наиболее вероятный прогноз для рубля на начало года – от нейтральной динамики в случае нарастания политической напряженности или ухудшения ситуации в Европе, до укрепления рубля при относительно нейтральном изменении обозначенных факторов. Чтобы рубль в начале года продолжил снижаться, должно произойти драматичное ухудшение ситуации в стране или в мире.

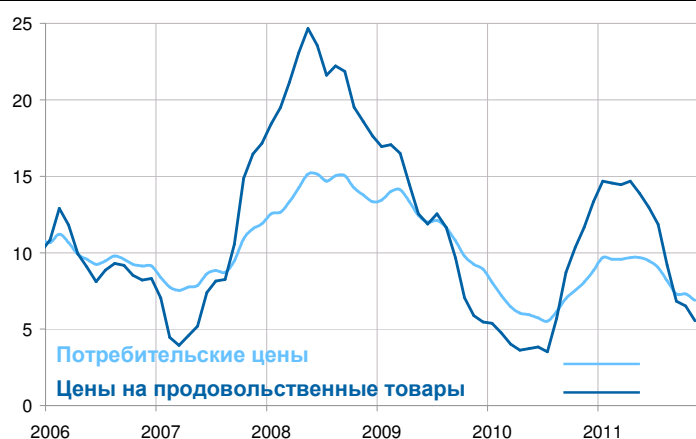
Мы ставим на небольшой рост рубля в 1-м квартале. В терминах бивалютной корзины это может быть возвращение в диапазон 35-36. Однако уже весной

тренды должны поменяться, сезонный избыток валюты исчезнет, и определяющим фактором вновь станут внешние и внутренние риски. Мы ждем, что во второй половине года рубль возобновит снижение, бивалютная корзина может подняться в диапазон 37-38 (границы ЦБ, по-видимому, будут передвинуты вверх). Среднегодовое значение корзины мы оцениваем в 36 рублей.

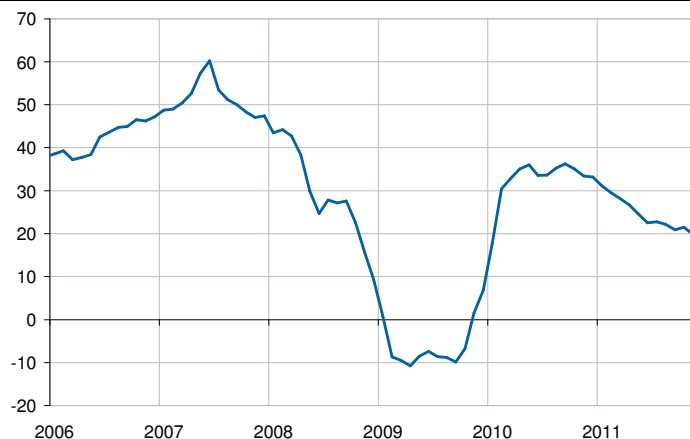
Процентная политика ЦБ в 2012 г также не должна претерпеть значительных изменений. Приоритет ценовой стабильности, который ЦБ в последнее время регулярно подчеркивает, будет сохраняться.

Текущие показатели инфляции сейчас близки к рекордно-низким уровням, и, учитывая, что повышение тарифов на газ и электроэнергию передвинуто на середину 2012 г, в 1-м полугодии высоковероятно дальнейшее снижение инфляции (возможно, до 5-5.5 % в годовом выражении). В этих условиях ЦБ мог бы пойти на снижение процентных ставок. Но обычно снижение ставок ЦБ рассматривается как мера, стимулирующая кредитную деятельность банков, а через неё и экономический рост. Однако в банковском секторе, как отмечалось выше, и так наблюдается некоторый перегрев в кредитовании, зачем его еще больше подстегивать, не совсем понятно. Более того, если сейчас пойти на снижение ставок, то это усилит давление на рубль, что в преддверие президентских выборов может рассматриваться как нежелательное явление. На наш взгляд, более логичным видится сохранение процентных ставок ЦБ на текущем уровне до появления более очевидных признаков замедления экономики. Монетарное стимулирование может ей понадобиться уже в середине года.

Инфляция, % год к году



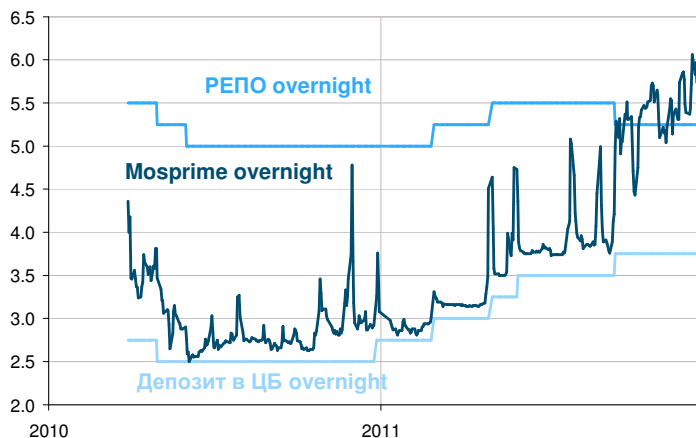
Денежная масса (M2), % год к году



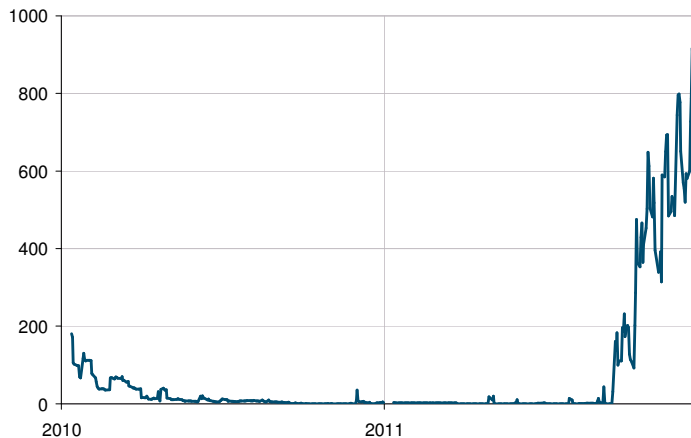
Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

На денежном рынке напряжение в конце декабря спадет, однако дефицит ликвидности может вернуться очень скоро. По нашим оценкам, чистые вливания Минфина в декабре составят 600-700 млрд. рублей, и этих денег будет недостаточно, чтобы банки могли полностью расплатиться с ЦБ по РЕПО (сейчас задолженность составляет около 900 млрд. рублей). При этом порядка 600 млрд. рублей банки должны будут Минфину на конец года, и эту задолженность потребуется погасить в январе-феврале (уже начиная с марта, бюджет может оказаться дефицитным, т.е. лишних денег для размещения на депозитах в банках, не будет). Таким образом, ставки денежного рынка по-прежнему будут определяться ставкой ЦБ по операциям прямого РЕПО. Как мы отмечали выше, очевидных причин для снижения этой ставки у ЦБ сейчас нет.

Ставки денежного рынка, % годовых



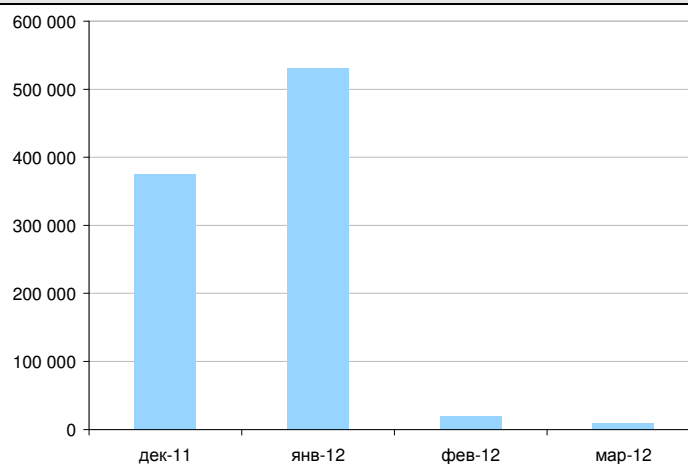
Задолженность банков перед ЦБ по операциям РЕПО, млрд. рублей



Задолженность банков перед Минфином, млрд. рублей



График возврата депозитов Минфина, млн. рублей

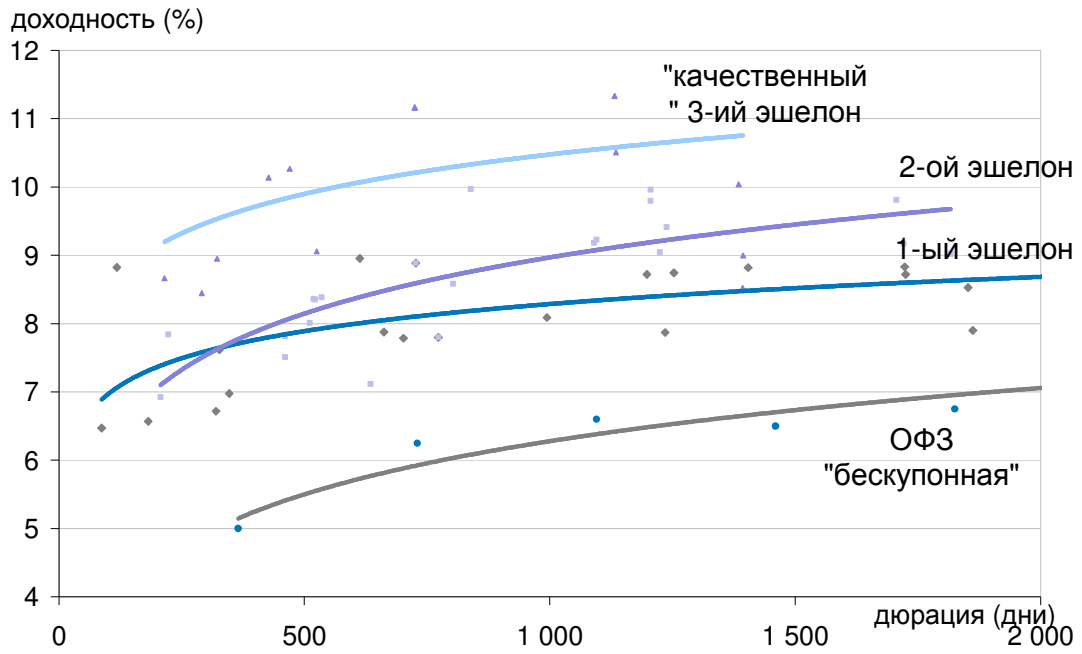


Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Состояние денежного рынка и растущие риски будут подталкивать процентные ставки на долговых рынках вверх. Однако мы не ждем заметного сдвига кривых, полагая, что общее замедление экономического роста и охлаждение внутреннего спроса приведет к ослаблению спроса на кредит.

Заимствования Минфина также не должны стать дестабилизирующим фактором – при текущих ценах на нефть бюджет имеет достаточный запас прочности, чтобы избавить Минфин от заимствований по любой цене. Однако если цены на нефть пойдут ниже \$ 100, повышательное давление на процентные ставки будет нарастать.

Карта внутреннего долгового рынка



Источники: REUTERS, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/**Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.