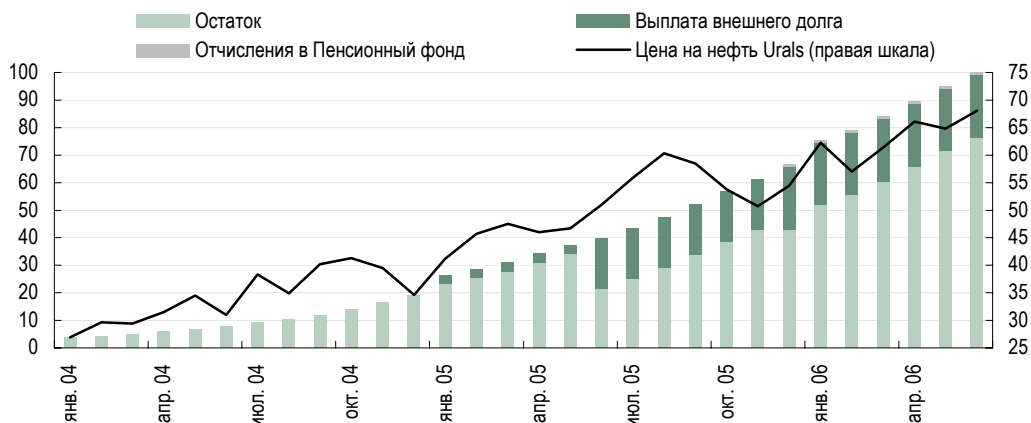


Стабилизационный фонд Дальнейшие перспективы

- Стабилизационный фонд был создан в начале 2004 г. для аккумулирования чрезмерных доходов бюджета, обусловленных высокими ценами на энергоносители.
- В условиях циклических ценовых колебаний Стабилизационный фонд служит инструментом стабилизации, который используется для изъятия бюджетных «сверхдоходов» и помощи Банку России в стерилизации излишней ликвидности, создаваемой масштабным притоком иностранной валюты.
- К концу июля объем средств фонда превысил USD82 млрд; в среднесрочной перспективе его активы будут расти, по нашей оценке, на USD30-40 млрд в год. Таким образом, к концу десятилетия средства фонда достигнут USD250 млрд.
- Наш анализ показывает, что даже сегодняшних средств, аккумулированных в Стабилизационном фонде, хватит, чтобы пережить потрясение, аналогичное кризису 1998-1999 гг.
- Инвестирование средств фонда началось с приобретения в июле текущего года иностранной валюты на сумму 400 млрд руб.; в настоящий момент средства могут быть вложены только в валюту и долговые обязательства иностранных государств, имеющие рейтинг AAA. Однако в ближайшее время, перечень инструментов, скорее всего, будет расширен и пополнится акциями из числа «голубых фишек».
- Мы считаем необходимым поиск альтернативных вариантов использования средств фонда. Мы выступаем сторонниками расходования денег за рубежом на проекты, повышающие производительность труда, а также на покупку оборудования и технологий.

Рисунок 1. Объем средств Стабилизационного фонда, USD млрд



Источники: Министерство финансов, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Введение

В настоящем кратком отчете мы рассматриваем сегодняшнее состояние Стабилизационного фонда и его роль в экономике страны. Фонд был создан в начале 2004 г. для аккумуляции чрезмерных доходов бюджета, обусловленных высокими ценами на энергоносители. Основная цель фонда заключалась в создании «подушки», которая помогла бы экономике справиться с негативными последствиями в случае падения цен на сырье. Следовательно, в условиях циклических колебаний фонд служит инструментом стабилизации, который используется для изъятия бюджетных «сверхдоходов» и стерилизации излишней ликвидности, создаваемой притоком иностранной валюты.

Задача управления Стабилизационным фондом возложена на Министерство финансов. В фонд поступают средства, получаемые бюджетом в виде НДС и пошлин на экспорт нефти. Сюда направляется часть этих налогов, образующаяся за счет превышения цены на нефть над базовой ценой отсечения (USD27 за баррель в настоящее время). Иными словами, платежи, которые уплачивались бы нефтяными компаниями, если бы цена нефти Urals соответствовала цене отсечения, поступают в федеральный бюджет, тогда как оставшая сумма поступает в Стабилизационный фонд. Другой источник для пополнения Стабилизационного фонда – остатки средств (профицит) федерального бюджета.

С момента создания средства фонда стали накапливаться довольно быстро (рис. 1). Несмотря на повышение цены отсечения с USD20 до USD27 за баррель, темпы роста в текущем году даже превосходят показатели предшествующих периодов: в январе-июне 2006 г. среднемесячный прирост составил USD5.6 млрд против USD3.5 млрд за аналогичный период прошлого года и USD1.3 млрд в позапрошлом году. Поскольку поступления фонда были изначально привязаны к ценам на нефть, столь стремительное наращивание средств не должно удивлять в условиях дорожающей нефти.

Если цена отсечения не будет изменена, а власти воздержатся от использования средств Стабилизационного фонда для финансирования расходов бюджета, активы фонда в среднесрочной перспективе будут расти, по нашей оценке, на USD30-40 млрд в год. В таком случае к концу десятилетия объем средств фонда достигнет USD250 млрд (13.5% от ВВП).

Использование

Согласно законодательству (Стабилизационный фонд регулируется законами о бюджете и Бюджетным кодексом РФ), расходование средств фонда возможно только после накопления «неприкасаемого минимума», который составляет 500 млрд руб. (около USD18.7 млрд по текущему курсу). Бюджетный кодекс гласит: «Средства Стабилизационного фонда могут использоваться для финансирования дефицита федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базовой, а также на иные цели в случае, если накопленный объем средств превышает 500 млрд руб. Объемы использования средств определяются федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год». До настоящего времени власти не допускали расходования средств фонда кроме как для погашения внешнего долга и финансирования дефицита Пенсионного фонда.

Финансирование дефицита Пенсионного фонда

Для финансирования дефицита Пенсионного фонда правительство использует средства Стабилизационного фонда. В прошлом году сумма отчислений составила 30 млрд руб. (из первоначально выделенных 111 млрд руб.). В текущем году на эти цели выделено 75 млрд руб. (табл. 1).

Таблица 1. Стабилизационный фонд: поступление и расходование средств, USD млрд

	2004	2005	2006П	...	2010П
Общие отчисления в Стабилизационный фонд	18.8	47.8	66.6		27.7
Выплата внешнего долга	0.0	22.6	22.6		--
Перечисления в Пенсионный фонд	0.0	1.0	2.8		3.0
Чистый приток средств	18.8	24.2	41.1		24.7
Итого накопленные средства (на конец года)	18.8	43.0	84.1		241.9

Источники: Министерство финансов, Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Выплата внешнего долга

С января прошлого года, когда Россия полностью погасила долг перед МВФ, правительство активно воплощало в жизнь стратегию ускоренной выплаты внешней задолженности. Ее кульминацией стала договоренность о досрочной выплате оставшейся части долга (USD22.6 млрд) Парижскому клубу кредиторов. Помимо выплат МВФ и ПКК средства Стабилизационного фонда использовались для погашения остатка задолженности (123.8 млрд руб. или USD4.3 млрд) по кредитам Внешэкономбанка, предоставленным после девальвации рубля Министерству финансов за счет средств Банка России. В приведенной выше таблице указаны основные параметры формирования и расходования средств Стабилизационного фонда.

Управление

Недавно вступившие в силу нормативно-правовые акты подготовили почву для инвестирования средств Стабилизационного фонда, которые с начала 2004 г. накапливались на спецсчетах Банка России. Министерство финансов небезосновательно опасалось, что являясь формально собственником, оно может столкнуться с исками зарубежных физических и юридических лиц, требующих ареста средств российского государства за рубежом по спорам различных сроков давности. В июне 2006 г. эксклюзивные полномочия по управлению средствами фонда получил Банк России, а уже в июле Минфин конвертировал 400 млрд руб. в средства в иностранной валюте.¹

Управление средствами Стабилизационного фонда будет осуществляться в соответствии с общим порядком, утвержденным правительством во втором квартале текущего года. Правительственным документом предусматривается возможность приобретения только иностранной валюты и долговых обязательств 14 экономически развитых государств (сюда входят США, Великобритания и 12 стран зоны евро). Кроме того, инвестиции в иностранную валюту распределены между долларом США, евро и английским фунтом стерлингов в соотношении 45/45/10. Благодаря этому обеспечивается диверсификация инвестиций при одновременном снижении рисков.

Стабилизационный фонд и золотовалютные резервы Банка России

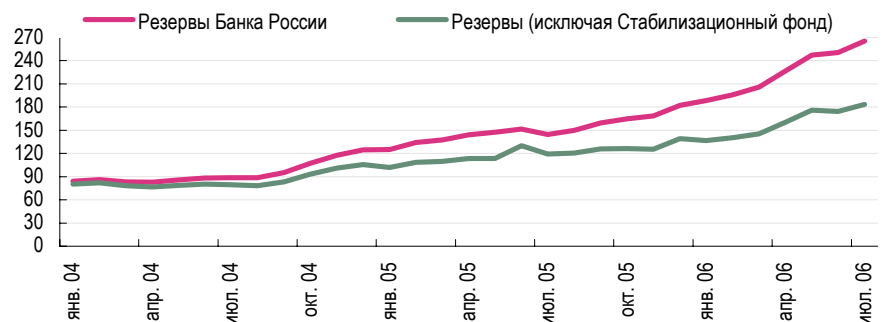
Зачастую возникает путаница при разграничении средств Стабилизационного фонда и золотовалютных резервов (ЗВР) Банка России. Строго говоря, пока средства фонда хранятся в рублях (как было до недавнего времени), они ни коим образом не влияют на объем ЗВР. Однако при приобретении иностранных активов средства фонда обмениваются на иностранную валюту Банка России, что приводит к сокращению ЗВР. Таким образом, на практике фонд становится неотъемлемой частью резервов в части средств, направленных на приобретение активов, деноминированных в иностранной валюте. Взаимосвязь также прослеживается при расходовании средств фонда. Например, в случае выплаты внешнего долга просто производится конвертация валюты с участием Министерства финансов и Банка России с соответствующим сокращением ЗВР последнего. Напротив, использование Стабилизационного фонда для финансирования дефицита бюджета приведет к необходимости конвертации части валютных активов в рубли, что влечет за собой рост ЗВР.

¹ Необходимо отметить, что приобретение иностранной валюты не выходит за пределы Банка России, а значит, не оказывает воздействия на валютный рынок.

С началом активного управления средствами Стабилизационный фонд, скорее всего, будет аккумулировать значительную часть валютных поступлений, в связи с чем замедлится рост ЗВР Банка России. Кроме того, уже накопленные в Стабилизационном фонде рублевые средства равны почти трети ЗВР (рис. 2), и со временем часть рублей фонда будет направлена на приобретение валюты из резервов.

С макроэкономической точки зрения средства Стабилизационного фонда не отличаются от резервов Банка России. Следовательно, результатом инвестирования средств Стабилизационного фонда в зарубежные активы (включая валюту) будет простое «погашение» рублей фонда Банком России. С технической точки зрения рублевые средства списываются со счетов Министерства финансов в Банке России, а валютные активы перемещаются из ЗВР Банка России на счета Минфина.

Рисунок 2. Золотовалютные резервы Банка России, USD млрд



Источники: Министерство финансов, Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Хранение или инвестиции

В СМИ неоднократно высказывались предложения о расходовании средств фонда внутри страны, однако это перечеркнет его стерилизационную задачу. Следовательно, идеи по увеличению, скажем, государственных инвестиций внутри страны должны обсуждаться в рамках бюджета, а не применительно к Стабилизационному фонду. Один из вариантов, предполагающих взаимодействие федерального бюджета и фонда, подразумевает повышение цены отсечения. Тем не менее, учитывая постоянный профицит бюджета, в краткосрочной перспективе такой вариант вряд ли стоит на повестке дня.

Начавшееся инвестирование средств фонда привело к возрождению дискуссии о большей целесообразности вложений в зарубежные ценные бумаги по сравнению с простым накоплением рублей. Для сравнительной оценки мы произвели расчеты, основанные на доходности государственных долговых обязательств США, Великобритании и Германии. С первого января 2004 г. среднегодовая доходность портфеля со структурой, соответствующей разрешенным весам валют, составила 1.3% в долларовом выражении (мы исходили из соответствующих цен закрытия и принимали во внимание спрэд между ценой спроса и предложения). За тот же период эффективный реальный курс рубля повышался на 3.4% в год. Следует отметить, что доходность долговых обязательств британского правительства (самая высокая среди указанных трех стран-эмитентов) не превышала 3.1% в долларовом выражении. Очевидно, что хранение всех средств фонда в рублях было предпочтительным вариантом (по крайней мере, с точки зрения доходности).

Основной вопрос на сегодняшний день – как будет развиваться ситуация в будущем. Для ответа на него мы выбрали инвестиционный горизонт в два с половиной года и рассчитали доходность инвестиций в долговые обязательства с погашением в начале 2009 г. (такая выборка позволяет использовать их текущую доходность к погашению). Наша трехвалютная корзина облигаций дает среднегодовую доходность на уровне 4.9%, тогда как мы прогнозируем укрепление рубля на 2.8% в год (правительство придерживается более консервативных прогнозов). Фактическое укрепление национальной валюты может отличаться от прогнозных оценок (причем скорее в большую сторону), однако, инвестиции в долговые обязательства иностранных государств, судя по всему, окажутся более доходными.

С целью получения еще более значительных доходов правительство рассматривало и возможность расширения перечня инструментов для вложения средств фонда, который мог бы включать акции из числа «голубых фишек». Мы полагаем, что в перспективе такое предложение будет реализовано, возможно, в форме отдельного специализированного фонда. Озвученное ранее намерение пригласить независимых управляющих, видимо, было отвергнуто, поэтому соответствующая задача, скорее всего, будет возложена на Банк России.

Какой объем фонда был бы достаточным?

Чтобы в общих чертах определить, сколько денег потребуется для безболезненного преодоления последствий вероятного сокращения доходов бюджета, мы воспользовались сценарным анализом, основанном на опыте конца 1990-х. Мы оценили воздействие финансового кризиса 1998-1999 гг. на доходную часть федерального бюджета и скорректировали результаты в соответствии с макроэкономическими параметрами прошлого года. Мы рассчитали падение доходов бюджета относительно 1997 г. только в 1998 г. (вариант 1) и суммарно в 1998-1999 гг. (вариант 2), применяя при этом следующие подходы.

- a) Расчет сокращения доходной части бюджета в номинальном выражении с последующей корректировкой на разницу между бюджетами тех лет и бюджетом на 2005 г.
- b) Расчет потерь бюджета в процентном выражении от ВВП (с дальнейшей корректировкой на объем ВВП).
- c) Расчет потерь в ценах 1997 г. с применением дефлятора ВВП для пересчета в эквивалентные суммы 2005 г.

Скомбинировав результаты вычислений, мы получили шесть различных оценок суммы, необходимой для покрытия теоретического бюджетного дефицита. При наиболее пессимистическом сценарии (сочетание 1-b) в год бюджет потеряет 3.0% ВВП (или 645 млрд руб.). По состоянию на конец прошлого года, средства фонда превышали указанную сумму в 1.9 раза; а прогнозируемое покрытие на 2006 и 2007 гг. (показатели дисконтированы с использованием дефлятора ВВП) составляет 2.9 и 3.3 соответственно. Если рассматривать сценарные комбинации в рамках варианта 2 (суммарные потери бюджета в 1998 и 1999 гг.) на ближайшие два года, то коэффициент покрытия потерь за счет средств Стабилизационного фонда возрастет до уровня, при котором для финансирования дефицита федерального бюджета в ближайшие два года потребовалось бы только 85% от общих средств фонда на конец 2005 г.

Стоит отметить, что мы рассматривали ситуацию, по масштабам сопоставимую с кризисом 1998 г., и нелишне напомнить, что за прошедшее время структура государственных финансов претерпела значительные изменения. В частности, доходы бюджета в большей степени зависят от колебаний цен на энергоносители. С другой стороны, бюджет постоянно сверстывается с серьезным профицитом. Это обеспечивает дополнительную защиту, которой в конце 1990-х попросту не было. Можно, конечно, придумать сценарий с еще более мрачными для финансов страны последствиями, чем в 1998 г., однако добавление черных красок, на наш взгляд, лишь уменьшает вероятность реализации подобного сценария.

Наш анализ показывает, что даже сегодняшних средств, аккумулированных в фонде, хватит, чтобы пережить потрясение, аналогичное кризису 1990-х. В этой связи все чаще звучит вопрос, следует ли в дальнейшем накапливать средства Стабилизационного фонда. С нашей точки зрения, поиск альтернативных вариантов приложения денег внутри страны является преждевременным, так как практически все предлагаемые проекты могут финансироваться за счет бюджетного профицита. Более того, рост расходов в последние два года уже оказал негативное влияние на внутренние цены.

Тем не менее, мы все больше убеждаемся в том, что Стабилизационный фонд перерос свои изначальные задачи, следовательно, его средствам необходимо найти более эффективное применение. Мы считаем, что существуют такие варианты использования накопленных денег, которые могли бы способствовать экономическому росту без значительных побочных эффектов. Однако, на наш взгляд, непременным условием (и на нем настаивает Минфин) должно быть исключение возможности расходования средств внутри страны. Правительство, например, может выделить стипендии или предоставить под низкий процент кредиты молодым врачам, педагогам или техническим специалистам на обучение за границей. Кроме того, можно выделить фонды на импорт медицинского, научно-исследовательского оборудования и инвентаря. Очевидно, целью таких действий должно быть не просто расходование «лишних» денег, а повышение качества образования специалистов, техническое переоснащение и внедрение новых технологий. Важным условием подобного использования средств является четкая процедура отбора проектов.

В таком случае фонд может стать дополнительным инструментом повышения производительности труда и улучшений в социальной сфере за счет расходования средств за рубежом (в дополнение к национальным программам, финансируемым из бюджета). Кроме того, «распечатывание» Стабилизационный фонд и не поступивших при этом его целями, власти смогут снизить политическое давление.

Выводы

Если не произойдет резкого падения цен на нефть на мировых рынках (на наш взгляд, это маловероятно), федеральный бюджет останется профицитным. В таком случае Стабилизационный фонд будет продолжать расти, а основная цель его создания – финансирование потерь бюджета при снижении цен на нефть – останется отдаленной перспективой. Более того, наш анализ показывает, что даже сегодняшних средств, аккумулированных в фонде, хватит, чтобы пережить потрясение, аналогичное кризису 1998-1999 гг.

Начало процесса инвестирования средств Стабилизационного фонда вселяет оптимизм и, по нашей оценке, обеспечит более высокую доходность по сравнению с вариантом хранения средств в рублях. В перспективе мы надеемся, что перечень вариантов возможных вложений для фонда будет расширен (сейчас помимо трех валют в него входят долговые обязательства иностранных государств, имеющие рейтинг AAA).

Мы также считаем необходимым рассмотреть альтернативных вариантов использования средств Стабилизационного фонда. Принимая во внимание макроэкономические прогнозы, целесообразно и в дальнейшем производить расходование средств исключительно за границей. Одним из возможных вариантов является покупка оборудования, не выпускаемого в России, или оплата обучения за рубежом. При этом можно либо использовать опыт Инвестиционного фонда по отбору проектов (успешно применяется Министерством экономического развития и торговли), либо привлечь к работе международные организации. На наш взгляд, при разумном подходе к данному процессу результаты не заставят себя долго ждать.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется

в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Рекомендации аналитического департамента РК

Диапазон инвестиционных рейтингов аналитического отдела РК			Рекомендации по компаниям, являющимся клиентами инвестиционно-банковского департамента *		
Покупка	67	24%	Покупка	11	73%
Держать	40	14%	Держать	2	13%
Продажа	150	54%	Продажа	2	13%
UR	2	1%	UR	0	0%
NR	17	6%	NR	0	0%
	276			15	

* Компании, от которых Ренессанс Капитал получил вознаграждение за последние 12 месяцев.

Инвестиционный рейтинг

Инвестиционный рейтинг представляет прогноз РК по совокупной доходности (прогнозное повышение цены и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев).

Инвестиционные рейтинги могут быть: Покупка (ожидаемая совокупная доходность в 15% и более); Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%); Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

Инвестиционные рейтинги определяются в зависимости от показателей приведенных выше или от изменения теоретической цены по акциям. Иногда ожидаемая совокупная доходность выходит за границы приведенных диапазонов в связи с изменением цены или волатильностью. Такое временное отклонение возможно, но должно быть утверждено руководством Аналитического отдела. Ваше решение о Покупке или Продаже ценной бумаги должно основываться на личных инвестиционных целях и должно приниматься только после оценки динамики акций и риска.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantyushin@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голуцова

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Oganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100