

## Рынок рублевых облигаций Стратегия после выборов

- **Повышение рейтинга.** С завершением периода выборов в России возрастает вероятность повышения ее суверенного рейтинга. По большинству экономических показателей страна давно заслуживает позитивных рейтинговых действий. Мы уверены, что рейтинги России будут повышены при появлении первых признаков стабилизации мировых финансовых рынков.
- **Борьба с инфляцией.** Мы считаем, что до конца этого года меры по борьбе с инфляцией будут выражаться в повышении ставок. На наш взгляд, в текущих условиях укрепление номинального курса рубля к корзине валют не будет эффективным инструментом сдерживания инфляции.
- **Ставки депозитов Банка России.** По нашему мнению, увеличение ставок по депозитам Банка России является наиболее актуальной задачей для монетарных властей. Вместе с тем, ужесточение требований по отчислениям в фонд обязательного резервирования может угрожать стабильности банковской системы и потому нежелательно.
- **Повышение ставки РЕПО.** Повышение ключевой ставки РЕПО целесообразно только после того, как ставки по однодневным депозитам достигнут уровня 5.5-6.0%. Во втором полугодии вполне вероятен рост однодневной ставки РЕПО на 50-75 б. п. в два-три захода.
- **Закрытие рекомендации.** Наша ставка на существенный рост доходностей государственных облигаций в первом квартале себя полностью оправдала. Мы закрываем рекомендацию по продаже фьючерсов на ОФЗ.
- **Программа внутренних государственных заимствований.** Спрос на ОФЗ падает, и исполнение программы заимствований в полном объеме находится под угрозой срыва. На наш взгляд, выходом из сложившейся ситуации может быть уменьшение доли «длинных» ОФЗ за счет увеличения выпуска «коротких» ГСО.
- **Доходы бюджета.** Министерство финансов России может также отказаться от части заимствований на внутреннем рынке в связи с планируемым ростом бюджетных доходов на 1.87 трлн. руб. Увеличение доходов федерального бюджета обусловлено пересмотром используемых в расчетах средних цен на нефть с USD53 до USD74 за баррель.

Мартовские выборы президента знаменуют окончание выборного периода в России, активная фаза которого длилась с осени прошлого года. В стране начинается новый этап социально-экономического развития. Вполне вероятно, что бюджетная и денежно-кредитная политика претерпит определенные изменения, что окажет самое непосредственное влияние на российский финансовый рынок. В связи с этим мы хотели бы представить свое мнение по ряду вопросов, которые будут определяющими для оценки конъюнктуры российского рынка облигаций в ближайшие три-шесть месяцев.

### Возможное повышение рейтинга

С завершением периода выборов уровень политического риска в России снижается, что формально может стать для рейтинговых агентств поводом задуматься о пересмотре суверенного кредитного рейтинга России (BBB+/Baa2/BBB+). Последнее повышение рейтинга России произошло в сентябре 2006 г., тогда на такой шаг решились аналитики из агентства S&P. С того времени золотовалютные резервы страны выросли почти в два раза, отношение государственного долга к ВВП опустилось ниже 8.0%, а активы Стабилизационного фонда (с первого января 2008 г. – Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) выросли почти в 2.5 раза до USD157 млрд по состоянию на первое марта 2008 г. Тем не менее, рост финансовой устойчивости России уже не так впечатляет рейтинговые агентства, как это было в первой половине 2000-х годов. В последние годы возможное повышение рейтингов России агентства обуславливают дальнейшими успехами в реализации структурных экономических преобразований. Именно в таком ключе уже высказались два рейтинговых агентства после президентских выборов (Moody's – третьего марта, Fitch – 29 февраля).

Еще одним фактором, сдерживающим повышение суверенного рейтинга России, является неблагоприятная ситуация на мировых финансовых рынках. Кризис на ипотечном рынке США уже спровоцировал замедление экономического роста в этой стране и вполне может вызвать стагнацию мировой экономики. Такое развитие событий грозит резким падением цен на сырьевые товары, может самым неблагоприятным образом отразиться и на благополучии развивающихся рынков. До настоящего времени развивающиеся рынки демонстрировали высокий уровень устойчивости к негативным процессам в мировой экономике. Вместе с тем, рейтинговые агентства, репутация которых серьезно пострадала в ходе последнего ипотечного кризиса, закономерно предпочитают перестраховаться и не предпринимать резких шагов по повышению рейтингов в ключевых сегментах развивающегося рынка, тем более что в случае России речь скорее всего идет о присвоении рейтинга более высокой категории А, что накладывает на агентства повышенную ответственность.

И все же, оценивая перспективы повышения суверенного рейтинга России, мы сохраняем оптимизм. По всем экономическим показателям (возможно, за исключением потребительской инфляции) страна давно заслуживает очередного повышения рейтинга. Цены на основные экспортные товары продолжают оказывать поддержку счету текущих операций, и уменьшение его положительного сальдо в 2008-2009 гг. будет происходить существенно медленнее. В принципе, повышение рейтинга в любой момент после президентских выборов не будет для нас неожиданностью. Вместе с тем, агентства, скорее всего, будут сохранять выжидательную позицию, предпочитая отслеживать самочувствие мировой экономики. Как только появятся первые признаки стабилизации мировых финансовых рынков, вероятность повышения суверенного рейтинга России возрастет многократно.

Уже непосредственно перед публикацией этого отчета агентство S&P пошло на весьма смелый шаг и изменило прогноз суверенного рейтинга России (BBB+) на «позитивный». Такое рейтинговое действие в условиях угрозы замедления мировой экономики служит еще одним подтверждением очень сильных фундаментальных характеристик российской экономики. Исходя из практики агентств, между изменением прогноза и повышением рейтинга может пройти от нескольких недель до нескольких месяцев. Решение S&P только укрепляет нас во мнении, что в текущей ситуации повышение рейтинга России зависит больше от внешних, чем от внутренних факторов.

## Денежно-кредитная политика

По нашему мнению, состояние российского денежного рынка в ближайшие месяцы будет зависеть от следующих ключевых факторов:

- меры Банка России по борьбе с инфляцией;
- трансграничные потоки капитала;
- политика федерального бюджета и институтов развития по управлению временно свободными средствами.

**Нам представляется, что воздействие этих факторов приведет к тому, что в среднем ставки денежного рынка будут не ниже 4-5%, но и не выше 8-9%.** Принимая во внимание комментарии руководства Банка России, мы считаем, что меры по борьбе с инфляцией, скорее всего, выразятся в повышении ставок; об этом говорили в своих выступлениях и А. Улюкаев, и К. Корищенко. Оба они также указывали, что в данной ситуации использование номинального укрепления рубля не будет эффективным инструментом в борьбе с инфляцией.

Мы разделяем эту точку зрения и считаем, что номинальное укрепление рубля в текущих условиях не принесет должного результата по следующим причинам:

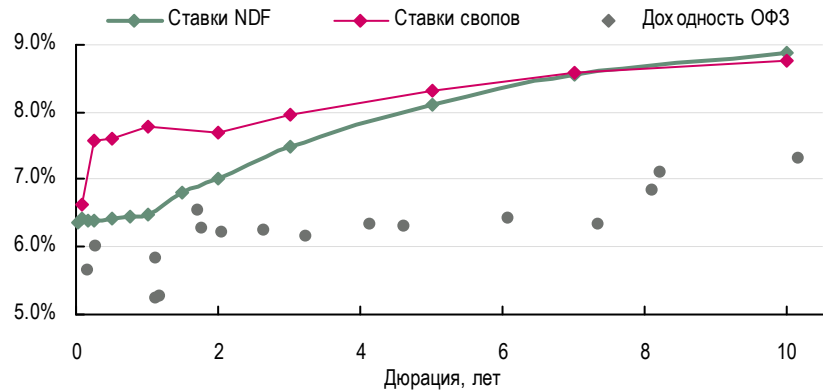
- профицит счета текущих операций – основной фактор фундаментального давления на рубль и до последнего времени основная причина перегрева экономики – быстро снижается;
- приток спекулятивного капитала прекратился, в первую очередь из-за сложностей с ликвидностью на мировом рынке. Более подробно наша точка зрения освещена в отчете «Рубль – спекуляции уже неуместны» от 14 февраля 2008 г.

## Ставки по депозитам Банка России должны быть повышены

На наш взгляд, у Банка России остается единственная возможность бороться с инфляцией путем повышения ставок по депозитам и кредитам либо ставок отчислений в фонд обязательного резервирования (ФОР), как это было сделано 31 января. Мы позитивно относимся к первой из указанных мер и считаем, что повышение ключевой ставки РЕПО будет целесообразным только после того, как ставки по депозитам сроком на один день достигнут уровня 5.5-6.0% (в настоящее время всего 3.0%). Резкое увеличение ставок ФОР, на наш взгляд, угрожает стабильности банковской системы и потому нежелательно.

**Дальнейшее повышение депозитных ставок возможно и сейчас, так как не приведет к активному притоку спекулятивного капитала.** Международные банки – денежные центры сейчас просто не в состоянии привлекать финансирование по ставке LIBOR и вынуждены платить существенные премии (этот факт наглядно иллюстрирует *рис. 1*). Как видно из графика, в конце февраля – начале марта, когда усилились ожидания укрепления рубля к корзине, короткие ставки NDF заметно снизились. Раньше падение ставок NDF вызывало немедленное понижение ставок и на внутреннем денежном рынке, так как инвесторы вкладывали средства не только в синтетические инструменты, но и в реальные деньги. Соответственно, вслед за ставками NDF происходило и заметное снижение ставок по свопам. Однако в начале 2008 г. этого не произошло, и разрыв между ставками свопов и NDF резко вырос. Таким образом, в условиях дефицита ликвидности инвесторы, купив короткие NDF, не стали переводить деньги в Россию и, таким образом, не повлияли на рыночную ситуацию.

Рисунок 1. Ставки NDF и ставки по свопам и ОФЗ по состоянию на третье марта 2008 г.



Источники: Bloomberg, ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Опасность повышения ставок ФОР заключается в том, что эта мера, в отличие от увеличения ставок по депозитам, не предполагает избирательного подхода и в равной мере затрагивает как благополучные с точки зрения ликвидности финансовые институты, так и банки, испытывающие трудности в этой области. Кроме того, если привлекательные ставки по депозитам способствуют оттоку избыточной краткосрочной ликвидности, то с помощью повышения ставки ФОР изымается как «короткая», так и «длинная» ликвидность.

#### Повышение ставки РЕПО Банка России – вопрос времени

**Ставки по операциям рефинансирования, в частности РЕПО, вряд ли возрастут в ближайшие два-три месяца. Вместе с тем, повышение однодневной ставки РЕПО во второй половине года – более чем вероятное событие.**

Ситуация с инфляцией, похоже, начала улучшаться. Рост потребительских цен в феврале на уровне 1.2% сопоставим с аналогичным показателем прошлого года. Мы ожидаем дальнейшего снижения инфляции благодаря эффекту базы, а также существенному ужесточению денежно-кредитной политики во второй половине прошлого года на фоне кризисных явлений на мировых рынках.

Кроме того, руководители Банка России неоднократно указывали, что ожидают дальнейшего оттока капитала в ближайшие несколько месяцев и что российским банкам придется серьезно увеличить объем заимствований у Банка России. Наконец, в апреле предстоит квартальная выплата НДС, объем которой, по нашим предварительным оценкам, составит около 350 млрд руб., что окажет большой стерилизационный эффект и приведет к ощутимому оттоку ликвидности с денежного рынка.

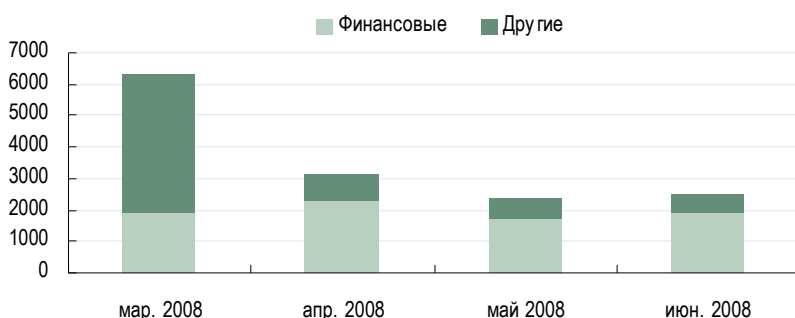
Таким образом, нам кажется весьма маловероятным, что Банк России станет рисковать стабильностью банковской системы в ситуации, когда инфляция, возможно, уже снижается. Напротив, мы ожидаем, что Банк России продолжит активно разрабатывать и осуществлять мероприятия по обеспечению банковской системы ликвидностью, когда она действительно понадобится, о чем мы уже неоднократно писали.

Тем не менее, вполне вероятно, что минимальная ставка операций РЕПО может быть повышена во второй половине года, когда (и если) ситуация на денежном рынке – как российском, так и международном – придет в норму. **По нашему мнению, во втором полугодии, особенно если ситуация с ценами на продукты питания не нормализуется, Банк России вполне может повысить ставку РЕПО на 50-75 б. п. в два-три захода.**

## Отток капитала

Вероятность продолжения оттока капитала, на наш взгляд, действительно высока. По нашим оценкам, платежи российских эмитентов по внешнему долгу в предстоящие месяцы будут довольно значительными, особенно в марте. Следует, однако, отметить, что такой скачок объясняется выплатами по долгу Роснефти, часть которого, возможно, будет рефинансирована. Тем не менее, в такой ситуации нам сложно представить, что потоки средств по счету движения капитала будут положительными.

Рисунок 2. Выплаты по основной сумме внешнего долга



Источники: Cbonds, оценка Ренессанс Капитала

Таким образом, мы полагаем, что в ближайшие несколько месяцев уровень ставок будет оставаться довольно высоким, так как основным поставщиком ликвидности будет Банк России. Единственной альтернативой, на наш взгляд, могут стать временно свободные остатки средств федерального бюджета и средства институтов развития. В отношении бюджетных средств, однако, уже было официально заявлено, что они будут предоставляться только в случае напряженности на денежном рынке и по довольно высоким ставкам.

Тем не менее, нам представляется, что Банк России сможет эффективно удерживать короткие ставки денежного рынка в предпочтительном для него диапазоне – между 4-5% и 8-9%.

## Мы закрываем торговую рекомендацию по ОФЗ

В нашем отчете «*Стратегия на 2008 год: глобальное похолодание*» от 28 декабря 2007 г. в качестве ключевой торговой стратегии на рублевом рынке облигаций в первом квартале 2008 г. мы предложили нехеджированную продажу фьючерсов на государственные облигации. С момента публикации нашей рекомендации доходности ОФЗ выросли в среднем на 30-40 б. п., а котировки самого длинного выпуска 30-летних ОФЗ потеряли в цене почти 4 п. п. Котировки рекомендованных нами к продаже мартовских фьючерсов на 15-летние (G018-3.08) и 30-летние ОФЗ (G020-3.08) упали с 11005.0 и 10270.0 до 10700.0 и 9900.00 соответственно. Таким образом, наша ставка на существенный рост доходностей государственных обязательств в первом квартале себя полностью оправдала. **Мы закрываем рекомендацию по продаже фьючерсов на ОФЗ и рекомендуем инвесторам зафиксировать прибыль по открытым коротким позициям.**

В настоящий момент доходности гособлигаций уже превысили объявленные Министерством финансов в начале года ориентиры для краткосрочных и среднесрочных инструментов (5.3% и 6.4% соответственно) и вплотную приблизились к ориентирам для долгосрочных заимствований (7.2%). В дальнейшем рост доходностей государственных бумаг, скорее всего, будет более медленным. Основными предпосылками к росту доходностей ОФЗ в первые месяцы 2008 г. были повышение однодневной ставки РЕПО Банка России на 25 б. п., а также большой объем первичного предложения гособлигаций в связи с необходимостью осуществлять масштабную программу государственных заимствований.

Мы полагаем, что в ближайшие два-три месяца негативное влияние этих факторов на рынок ОФЗ будет минимальным.

## Исполнение программы государственных заимствований под угрозой срыва

Объем заимствований Министерства финансов на первичном рынке до конца года может быть не таким большим. Становится очевидным, что исполнить амбициозную программу государственных заимствований на 2008 г. Минфину будет очень сложно. Напомним, что запланированный рост чистого привлечения на рынке ОФЗ в текущем году составляет 65% (369 млрд руб.), и почти 60% от этого объема составят долгосрочные облигации. Учитывая высокую угрозу дальнейшего роста внутренних процентных ставок, а также непрозрачность действий Банка России по повышению ставок, ясно, что рыночный спрос на государственные бумаги будет минимальным.

Последние два аукциона ОФЗ впервые за последние несколько лет были признаны несостоявшимися. Главной причиной отмены аукционов, скорее всего, стал недостаточный спрос со стороны инвесторов: заявок на покупку государственных облигаций могло просто не хватить для размещения необходимых 20% выпуска. Можно предположить, что самым низким спросом пользовались пятнадцатилетние ОФЗ – сейчас участники рынка очень неохотно покупают облигации с высокой дюрацией. Размещение трехлетних ОФЗ могло не состояться в том числе и из-за нежелания Министерства финансов предоставлять инвесторам дополнительную премию.

На наш взгляд, самым эффективным способом реализовать программу государственных заимствований в полном объеме может быть перераспределение объемов выпуска между ГСО и ОФЗ. Так, вполне может быть увеличен объем краткосрочных ГСО, которые, вероятно, привлекут интерес государственных корпораций, испытывающих потребность вложить временно свободные средства в короткие активы, не страдающие от отрицательной переоценки. С другой стороны, выпуск ОФЗ, особенно с длинной дюрацией, можно существенно сократить.

## О росте доходов бюджета

Министерство финансов, однако, имеет еще один, более простой выход – отказаться от размещения ОФЗ в больших объемах и сократить программу госзаимствований в этом году. Такая возможность появляется по мере пересмотра доходной части бюджета.

В настоящее время Минфин России работает над поправками в закон «О федеральном бюджете на 2008 год», в соответствии с которыми доходная часть бюджета может быть увеличена на 1.87 трлн. руб., или почти на 30%. Рост доходов обусловлен пересмотром используемых в расчетах средних цен на нефть с USD53 до USD74 за баррель. Дополнительные средства будут направлены в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

Важно также отметить, что вместе с доходами бюджета в сторону увеличения будет пересмотрен и планируемый объем ВВП в 2008 г. Согласно данным Минфина, прогнозное значение этого показателя может быть увеличено с 35.0 трлн. руб. до 38.9 трлн. руб. Размер нефтегазового трансферта, который используется для покрытия дефицита нефтегазового бюджета, с повышением прогнозного значения ВВП также должен возрасти. Закрепленный в бюджетном кодексе трансферт в размере 6.1% ВВП соответствует росту его абсолютного значения на 240 млрд руб. в 2008 г.

В учете вышесказанного, планы Минфина по заимствованиям на внутреннем рынке теоретически могут быть заметно сокращены. Однако такой вывод справедлив лишь при условии неизменности или относительно меньшего увеличения бюджетных расходов. В настоящее время министерство планирует повысить расходы бюджета на 331 млрд. руб., но источником их финансирования будут дополнительные нефтегазовые доходы в объеме не менее 325 млрд. руб. Окончательные выводы о том, насколько острой будет проблема финансирования дефицита нефтегазового бюджета в 2008 г., можно будет сделать после принятия соответствующих поправок.

Таким образом, 2008 год может стать еще одним спокойным годом для рынка ОФЗ, и дальнейший рост доходностей этих бумаг может оказаться минимальным. Вместе с тем, чтобы рынок ОФЗ оставался эффективным инструментом бюджетной политики и поддержания рыночного ценообразования в сегменте государственных облигаций, необходимы срочные меры по укреплению инфраструктуры рынка ОФЗ.

# 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 (совместно «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 мог 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.

## 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

**Рынок акций – Россия**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

**Рынок акций – Украина**  
Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

**Начальник отдела анализа долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

**Рынок акций – Средняя Азия**  
Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбег  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Ареева

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко

**Рынок акций Средней Азии, стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OStepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди

© 2008 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