

Обзор денежных рынков:

Подшевели! Налетай?!



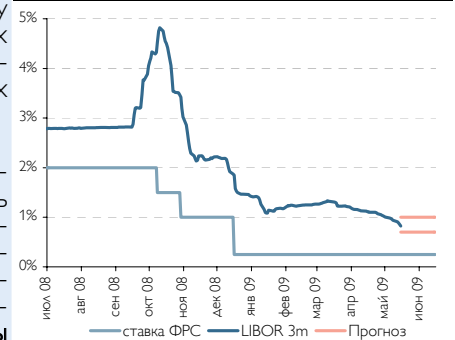
ГАЗПРОМБАНК

- ▶ В апреле – первой половине мая ситуация на российском денежном рынке оставалась благоприятной. Уровень ставок межбанковского кредитования имел тенденцию к снижению: трехмесячная индикативная ставка MOSPRIME опустилась до 13,5% к середине мая. Отсутствие дефицита ликвидности было обусловлено большим объемом накопленных резервов в банковской системе, а также понижением ряда ключевых ставок Центральным банком. Тем не менее, дальнейшему снижению ставок на межбанковском рынке будет препятствовать проводимая в настоящее время ЦБ политика сокращения объемов предоставляемой ликвидности через различные инструменты рефинансирования.
- ▶ В мае – июне межбанковские ставки (MOSPRIME, 3м), по всей видимости, будут иметь умеренную тенденцию к понижению: вероятно, в интервале 12,0–13,5% (трехмесячный MOSPRIME). Понижение ставок ниже уровня 12,0% представляется нам маловероятным, даже при условии дальнейшего сокращения ставки рефинансирования ЦБ.
- ▶ В апреле – начале мая ситуация на денежном рынке США в целом оставалась стабильной: средний уровень трехмесячной ставки LIBOR опустился ниже уровня 1,0%. Позитивное воздействие на динамику межбанковских ставок оказали результаты стресс-тестов американских финансовых институтов, а также продолжение выкупа казначейских облигаций органами денежно-кредитного регулирования США в рамках программы «количественного смягчения».
- ▶ В условиях «политики нулевых ставок» степень влияния ФРС на ситуацию на финансовых рынках значительно снизилась. В этой связи уровень межбанковских ставок будет преимущественно определяться корпоративными новостями, а также макроэкономической статистикой и инфляционными ожиданиями. Отметим, что дефляционные процессы могут способствовать дальнейшему понижению номинальных ставок, однако спреда к базовой облигации останутся не ниже 50 б.п. Таким образом, мы ожидаем, что в мае – июне трехмесячная ставка LIBOR в долларах США останется стабильной в интервале 0,75–1,0%.

Содержание:

▶ Российский денежный рынок	2
▶ Текущая ситуация	2
▶ Прогноз межбанковских ставок	3
▶ Мировые денежные рынки	4
▶ Текущая ситуация	4
▶ Прогноз межбанковских ставок	5
▶ Календарь основных событий	6
▶ Ключевые индикаторы состояния ликвидности	7

Прогноз уровня трехмесячной ставки LIBOR в долларах США



Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

Основные индикаторы состояния ликвидности

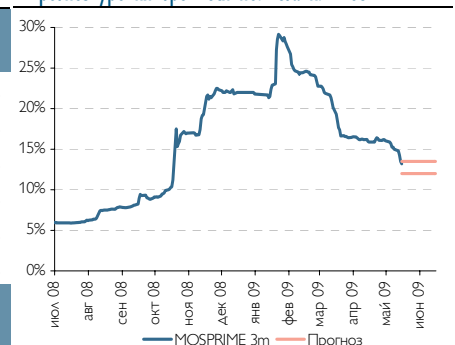
Зарубежные рынки

LIBOR	15.05.09	Изм. за месяц	Изм. к началу года
USD o/n	0,23%	▼ -3,75 б.п.	▲ 9,00 б.п.
USD 3m	0,83%	▼ -28,69 б.п.	▼ -59,94 б.п.
EUR o/n	0,55%	▼ -24,75 б.п.	▼ -166,00 б.п.
EUR 3m	1,25%	▼ -16,50 б.п.	▼ -164,63 б.п.
GBP o/n	0,55%	▼ -5,00 б.п.	▼ -150,88 б.п.
GBP 3m	1,36%	▼ -17,75 б.п.	▼ -141,31 б.п.

Российский рынок

	15.05.09	Изм. за месяц	Изм. к началу года
MIBOR o/n	8,41%	▼ -91 б.п.	▼ -482 б.п.
MIBOR 3m	14,37%	▼ -285 б.п.	▼ -737 б.п.
MOSPRIME o/n	7,38%	▼ -129 б.п.	▲ 18 б.п.
MOSPRIME 3m	13,21%	▼ -267 б.п.	▼ -859 б.п.
MIACR o/n	6,82%	▼ -97 б.п.	▼ -1155 б.п.
MIACR 3m	16,28%	▼ -172 б.п.	▲ 128 б.п.

Прогноз уровня трехмесячной ставки MOSPRIME



Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

Базовые ставки	15.05.09	Изм. за месяц	Изм. к началу года
ФРС	0,25%	0,00 б.п.	0,00 б.п.
ЕЦБ	1,00%	▼ -25,00 б.п.	▼ -150,00 б.п.
Банк Англии	0,50%	0,00 б.п.	▼ -150,00 б.п.

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Ставки ЦБ	15.05.09	Изм. за месяц	Изм. к началу года
Ставка рефинансирования	12,00%	▼ -100 б.п.	▼ -100 б.п.
Средневзвешенная ставка РЕПО	9,83%	▼ -152 б.п.	▲ 59 б.п.

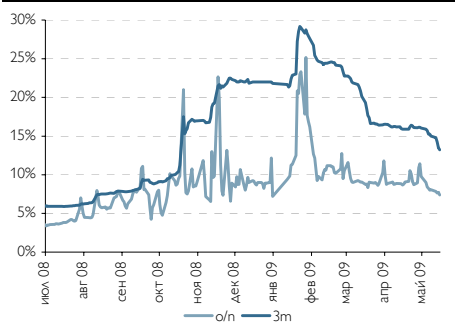
Источник: Bloomberg, Банк России, расчеты Газпромбанка



Российский денежный рынок

► Текущая ситуация

Динамика индикативных ставок межбанковского рынка (MOSPRIME)



Источник: Bloomberg

В апреле – начале мая ситуация на российском денежном рынке оставалась благоприятной, что выразилось в дальнейшем снижении ставок межбанковского кредитования. Трехмесячная индикативная ставка MOSPRIME опустилась с 16,5% в начале апреля до 13,5% к середине мая, после чего стабилизировалась. Стоимость краткосрочных заимствований на межбанковском рынке колебалась в интервале 8-10% и в целом также имела тенденцию к снижению.

Отсутствие дефицита ликвидности обусловлено большим объемом накопленных резервов в банковской системе. За 6 месяцев, начиная с октября прошлого года, банкам было предоставлено свыше 2,0 трлн руб. через различные инструменты рефинансирования ЦБ, в то время как объем выданных кредитов за соответствующий период увеличился менее чем на 1,5 трлн. Таким образом, порядка 600 млрд руб. фактически находятся на балансах финансовых организаций в виде высоколиквидных резервов.

Снижению стоимости заимствования на межбанковском рынке также способствовало сокращение ключевых ставок Центральным банком. За прошедший месяц органы денежно-кредитного регулирования дважды понизили ставки, в совокупности – на 100 б.п. В результате, с 14 мая 2009 г. ставка рефинансирования составляет 12,0%. Хотя в России учетная ставка не является столь эффективным инструментом влияния на экономику, ее снижение способно оказать стимулирующее воздействие на объемы кредитования за счет понижения стоимости заимствования для конечных заемщиков.

Тем не менее, ЦБ продолжает сокращать объемы ликвидности, предоставляемой через различные инструменты рефинансирования, что способно ограничить потенциал понижения ставок на межбанковском рынке.

► Беззалоговые аукционы ЦБ

Беззалоговые аукционы, проводимые ЦБ РФ, являются для российской банковской системы доминирующим источником рефинансирования. Тем не менее, доля средств, предоставленных через них, в совокупном объеме выданной банкам ликвидности за последний месяц сократилась с почти 52,0% до 46,6%.

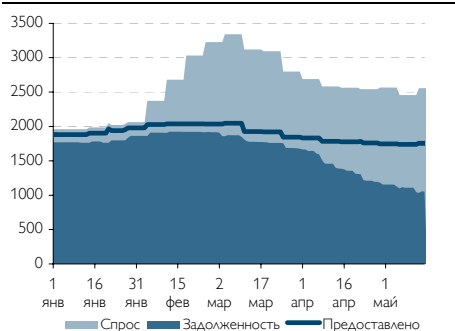
При этом в сфере беззалогового кредитования наметился ряд неоднозначных тенденций, как со стороны спроса, так и со стороны предложения.

Со стороны предложения, Банк России значительно снизил объем выдаваемых средств. Так, объем ликвидности, размещаемой на срок 35 дней, за последний месяц сократился на треть – в среднем до 25,0 млрд руб. в рамках одного аукциона. Объем размещаемых средне- и долгосрочных средств (на срок до 6 месяцев) упал почти в 3,5 раза – в среднем до 16,7 млрд руб. с более чем 55,5 млрд. месяцем ранее. Таким образом, Банк России предоставляет средства на рефинансирование ранее привлеченных кредитов (зачастую даже не в полном объеме), однако не наращивает систему дополнительной ликвидностью.

Со стороны спроса имеют место две разнонаправленные тенденции. С одной стороны, объем заявок банков на беззалоговых аукционах регулярно превышает максимальный размер предложения. С другой – совокупный объем задолженности финансовых организаций перед ЦБ существенно сокращается (на 330 млрд за последний месяц), что свидетельствует о досрочном погашении ряда кредитов. Таким образом, можно сделать вывод о том, что банки, предъявляющие наибольший спрос на аукционах, уже исчерпали выделенные на них лимиты, однако по-прежнему нуждаются в средствах ЦБ.

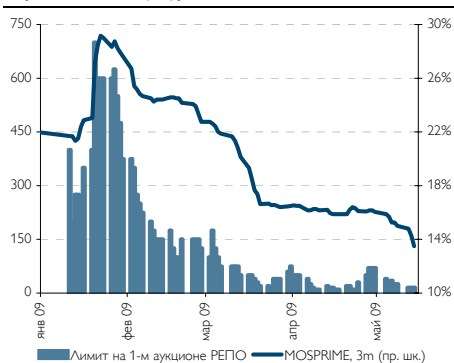
Отметим, что хотя рост объемов предоставления ликвидности банкам в конце прошлого – начале текущего года не смог привести к существенному увеличению объемов кредитования, сокращение рефинансирования привело к снижению активности банков в сфере выдачи кредитов (их объем снизился в марте на 1,5% м/м после уменьшения на 0,4% м/м в феврале).

Основные показатели предоставления средств через беззалоговые аукционы ЦБ, млрд руб.



Источник: Банк России, расчеты ГПБ

Максимальный объем средств, предоставляемый на первом аукционе РЕПО, млрд руб.



Источник: Банк России, расчеты ГПБ

Операции прямого РЕПО с ЦБ

Помимо беззалоговых аукционов, сокращение лимитов предоставления средств коснулось также операций прямого РЕПО. С сентября 2008 г. ЦБ устанавливает максимальный размер предложения на первом аукционе РЕПО на срок 1 день. При этом данный лимит на протяжении апреля – первой половины мая имел тенденцию к дальнейшему понижению: в среднем с 63,0 млрд руб. в марте до менее чем 30,0 млрд в апреле – первой половине мая.

Прогноз межбанковских ставок в российских рублях (MOSPRIME)

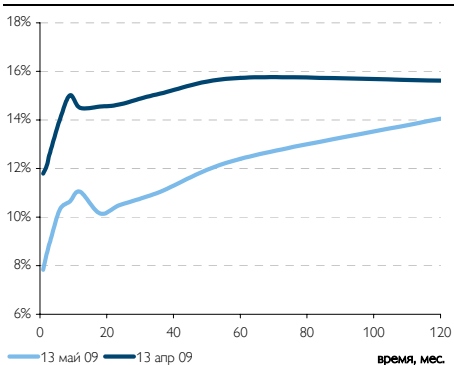
В мае – июне существенное влияние на ситуацию на денежном рынке будет оказывать политика ЦБ в отношении ставки рефинансирования. Хотя в РФ механизм воздействия учетной ставки на стоимость заимствования для конечных заемщиков не до конца отработан, продолжение цикла понижения базовых ставок способно оказать позитивное воздействие на ставки на межбанковском рынке за счет понижения уровня их сопротивляемости.

В настоящее время существуют предпосылки к ослаблению денежно-кредитной политики с целью стимулирования кредитования реального сектора. Тем не менее, потенциал ослабления монетарной политики будет зависеть от комбинации следующих факторов, которые будут определять наличие возможности у ЦБ продолжить снижать ставки.

Инфляционные ожидания

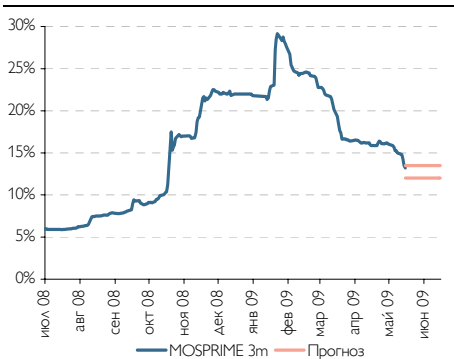
В апреле было отмечено замедление темпов инфляции до 13,2% г/г с 14,0% г/г месяцем ранее. Основной причиной замедления темпов роста цен стало сокращение потребительского спроса на широкий спектр товаров и услуг в результате снижения уровня располагаемых доходов населения. В случае дальнейшего замедления экономической активности инфляционные ожидания населения продолжат снижаться, что может дать Центробанку большую свободу в проведении стимулирующей политики. Тем не менее, правительство рассчитывает удержать инфляцию по итогам года в пределах 13,0%, что незначительно меньше текущего значения показателя. В этой связи рассчитывать на агрессивное понижение ставок не приходится.

Динамика девальвационных ожиданий (кривая ставок NDF)



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Прогноз уровня трехмесячной ставки MOSPRIME



Источник: Bloomberg, прогнозы ГПБ

Девальвационные ожидания

В течение апреля – первой половины мая рубль имел тенденцию к укреплению по отношению к бивалютной корзине: ее рублевая стоимость снизилась с начала апреля на 4,2%. Этому способствовало улучшение конъюнктуры мировых рынков энергоносителей: стоимость нефти выросла за соответствующий период на 18,8%, закрепившись выше отметки в 55,0 долл. за баррель марки Urals, что обеспечило нетто-приток валютной выручки в страну.

Кроме того, девальвационные ожидания также ослабли: ставки по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль (NDF) сократились с 14,8% на конец марта до 9,2% к середине мая. Это позволило ЦБ отказаться от политики искусственного повышения инвестиционной привлекательности рубля.

Мы полагаем, что умеренное укрепление российской валюты может продолжиться при условии сохранения цен на нефть выше 50 долл. за баррель. Отметим, что существенное влияние на конъюнктуру мировых рынков энергоносителей могут оказать результаты заседания ОПЕК, запланированного на 28 мая.

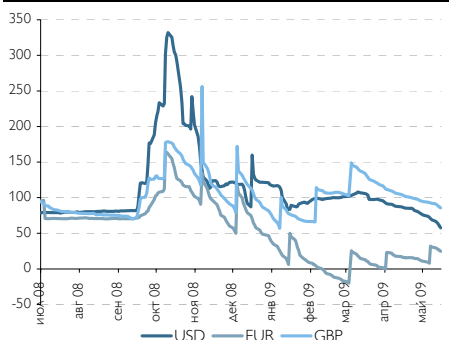
Тем не менее, сокращение объемов предоставления ликвидности банкам через различные инструменты рефинансирования ЦБ будет сдерживать понижение стоимости заимствования на межбанковском рынке, в связи с чем спред между ставками MOSPRIME и учетной сохранится на уровне 100–150 б.п. При этом мы полагаем, что ЦБ возьмет временную паузу в цикле понижения ставки рефинансирования до получения статистических данных за май. Таким образом, мы полагаем, что в течение ближайшего месяца уровень межбанковских ставок будет иметь умеренную тенденцию к понижению, вероятно, в интервале 12,0–13,5% (трехмесячный MOSPRIME). Понижение ставок ниже уровня 12,0% представляется нам маловероятным.



Мировые денежные рынки

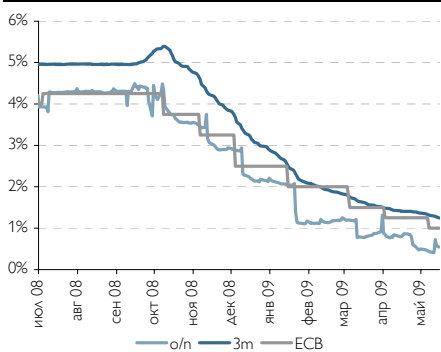
▸ Текущая ситуация

Динамика спредов трехмесячных ставок LIBOR к базовым в соответствующих валютах, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Динамика процентных ставок в евро



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

В апреле – первой половине мая ситуация на денежном рынке США в целом оставалась стабильной: трехмесячная ставка LIBOR в долларах имела тенденцию к умеренному снижению (с 1,2% в начале периода до 0,8% к концу).

Позитивное воздействие на динамику межбанковских ставок оказали результаты стресс-тестов американских финансовых институтов, которые были опубликованы на прошлой неделе. Несмотря на то, что потери 19 крупнейших банков США в случае неблагоприятного развития событий могут составить еще 600 млрд долл., финансовым организациям требуется дополнительный капитал в размере всего 75,0 млрд долл. для поддержания необходимой нормы достаточности капитала первого уровня, установленного ФРС на уровне 6,0% на конец 2010 г.

При этом заявления министра финансов США Т. Гейтнера вселили в участников рынка уверенность, что ни один из участвовавших в стресс-тестировании банков не является неплатежеспособным. Результаты проверки впервые стали доступны широкой общественности, причем основной целью оглашения итогов было повышение доверия к финансовой системе страны.

Кроме того, ФРС продолжила осуществление программы по выкупу казначейских облигаций в рамках программы «количественного смягчения» (*quantitative easing*), что позитивно сказалось на ставках денежного рынка.

В еврозоне также произошло незначительное сокращение ставок межбанковского кредитования вслед за понижением базовой ставки ЕЦБ на заседании 7 мая на 25 б.п. Тем не менее, уровень трехмесячной ставки LIBOR в евро отреагировал на это снижением лишь на 5 б.п. Это было обусловлено тем, что участники рынка заранее инкорпорировали ожидания понижения базовой ставки в рыночные показатели, в связи с чем межбанковские ставки начали снижаться еще до объявления решения органов денежно-кредитного регулирования региона. Отметим, что спреды между межбанковскими ставками и базовой в еврозоне находятся на «докризисных» уровнях, не превышая 30 б.п. При этом краткосрочные ставки (o/n) на протяжении почти 6 мес. находятся на уровнях ниже базовой.

Помимо понижения ставки, ЕЦБ объявил о запуске альтернативной программы монетарного стимулирования экономики еврозоны. Центробанк будет производить выкуп обеспеченных облигаций, номинированных в евро и выпущенных эмитентами еврозоны, на сумму до 60 млрд евро. Данная мера способна оказать стимулирующее воздействие на объемы кредитования в регионе. Кроме того, ЕЦБ увеличит сроки предоставления кредитов банкам до 12 месяцев в рамках операций по рефинансированию финансовой системы. Эта новость является позитивной для европейского банковского сектора, поскольку ослабляет ограничения по ликвидности.

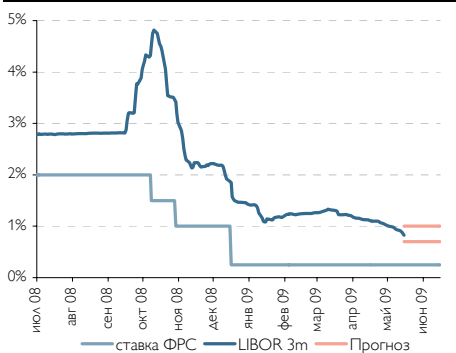
Банк Англии оставил базовую ставку в фунтах стерлингов неизменной на уровне 0,5% годовых. Кроме того, органы денежно-кредитного регулирования Великобритании объявили о расширении программы по выкупу долговых обязательств еще на 50 млрд фунтов. Отметим, что общий объем активов, выкупленных Банком Англии на свой баланс, может достичь 125 млрд фунтов.

Таким образом, большинство развитых экономик пришли к осуществлению программ «количественного смягчения» (*quantitative easing*). Увеличение объема денежного предложения одновременно с повышением ликвидности государственных и обеспеченных ипотекой долговых обязательств должно привести к снижению напряженности и повышению доверия участников рынка друг к другу, таким образом стимулируя процесс кредитования.



► Прогноз межбанковских ставок (LIBOR) в долларах и евро

Прогноз уровня трехмесячной ставки LIBOR в долларах США



Источник: Bloomberg, прогнозы ГПБ

В условиях «политики нулевых ставок» степень влияния ФРС на ситуацию на финансовых рынках значительно снизилась. В этой связи уровень межбанковских ставок будет преимущественно определяться эффективностью альтернативных мер, озвученных ФРС, а также макроэкономической статистикой и инфляционными ожиданиями.

По мнению главы ФРС, инфляция в США будет умеренной в течение ближайших двух лет, при этом ее рост вряд ли возможен без повышения экономической активности. Сокращение спроса со стороны населения привело к дефляционным процессам в экономике США: ИПЦ в апреле снизился на 0,6% г/г). Таким образом, текущий уровень реальных ставок в экономике превышает номинальную стоимость заимствования, что, в свою очередь, дестимулирует кредитование. Таким образом, сохранение дефляционных рисков будет способствовать умеренному снижению ставок на денежном рынке, однако сокращение спредов к базовой до отметки 50 б.п. и ниже представляется нам маловероятным.

Таким образом, мы ожидаем, что в мае – июне трехмесячная ставка LIBOR в долларах США будет находиться на стабильных уровнях в интервале 0,70–1,0%.

На пресс-конференции по итогам майского заседания ЕЦБ Ж.-К. Трише заявил, что представители органов денежно-кредитного регулирования считают текущий уровень базовой ставки (1,0% годовых) соответствующим сложившейся ситуации, но не исключают ее дальнейшего понижения в случае необходимости. Таким образом, цикл ослабления монетарной политики в еврозоне может быть не завершен.

В настоящее время в Европе сохраняются предпосылки к дальнейшему ослаблению монетарной политики. По предварительным оценкам, ВВП еврозоны в первом квартале 2009 г. сократился на 4,6% г/г, а объем промышленного производства в марте продемонстрировал падение на 20,2% г/г. Кроме того, положительный дифференциал процентных ставок препятствует ослаблению евро по отношению к доллару, даже несмотря на значительное увеличение денежного предложения в США. Это негативно сказывается на конкурентоспособности европейского производства, что может привести к еще большему снижению экономической активности в регионе.

Тем не менее, мы полагаем, что ЕЦБ вряд ли пойдет на дальнейшее снижение уровня базовой процентной ставки в евро по итогам заседания 4 июня. При этом спреды ставок межбанковского рынка к базовой стоимости заимствования сохранятся на уровнях 20–50 б.п. Кроме того, сопротивление понижающей тенденции будет оказывать необходимость поддержания приемлемого уровня реальной стоимости заимствования в условиях инфляции порядка 0,6% г/г (в апреле 2009 г.). **В этой связи мы полагаем, что уровень трехмесячной ставки LIBOR в евро в апреле будет находиться в диапазоне 1,1–1,3%.**



Календарь основных событий

Дата	Событие/данные	Регион	Период	Прогноз
18.05.2009	Сальдо торгового баланса, млрд евро	Еврозона	Март	
	Индекс уверенности производителей в строительстве (NAHB)	США	Май	16,0
19.05-20.05	Объем промышленного производства, % г/г	Россия	Апрель	-14,00%
19.05.2009	Объем начатого строительства, тыс. домов (в годовом эквиваленте)	США	Апрель	520
	Число выданных разрешений на строительство, тыс. (в годовом эквиваленте)	США	Апрель	530
20.05-22.05	Объем инвестиций в основной капитал, % г/г	Россия	Апрель	-15,80%
	Объем розничных продаж, % г/г	Россия	Апрель	-5,10%
21.05.2009	Индекс производственной активности в Филадельфии	США	Май	-18,0
22.05.2009	Заседание Банка Японии по вопросу процентных ставок	Япония	22 мая	0,10%
	Темп роста ВВП*, % г/г	Великобритания	1 кв. 2009	
26.05.2009	Сальдо счета текущих операций, млрд евро	Еврозона	Март	
	Индекс цен на недвижимость (S&P/Case-Shiller), % г/г	США	Март	
27.05.2009	Объем продаж на вторичном рынке недвижимости, % м/м	США	Апрель	
28.05.2009	Объем заказов на товары длительного пользования, % м/м	США	Апрель	
	Объем продаж на первичном рынке недвижимости, % м/м	США	Апрель	
29.05.2009	Темп роста ИПЦ*, % г/г	Еврозона		
	Уровень безработицы	Еврозона	Май	
	Темп роста ВВП*, % к предыдущему кварталу (в годовом эквиваленте)	США	1 кв. 2009	
	Объем потребления домохозяйств, % к предыдущему кварталу	США	1 кв. 2009	
01.06-06.06	Доля просроченной задолженности по ипотечным кредитам	США	1 кв. 2009	
02.06.2009	Количество подписанных контрактов на покупку недвижимости, % м/м	США	Апрель	
03.06.2009	Темп роста ВВП*, % г/г	Еврозона	1 кв. 2009	
	Объем потребления домохозяйств, % к предыдущему кварталу	Еврозона	1 кв. 2009	
04.06.2009	Заседание Банка Англии по вопросу процентных ставок	Великобритания	4 июня	0,50%
	Заседание ЕЦБ по вопросу процентных ставок	Еврозона	4 июня	
	Производительность труда, % кв./кв.	США	1 кв. 2009	
	Средняя стоимость оплаты труда, % кв./кв.	США	1 кв. 2009	
05.06.2009	Темп роста потребительских цен, % г/г	Россия	Май	
	Число созданных рабочих мест, тыс.	США	Май	
	Уровень безработицы	США	Май	
09.06-11.06	Темп роста ВВП, % г/г	Россия	1 кв. 2009	
10.06.2009	Сальдо торгового баланса, млрд долл.	США	Апрель	
	Сальдо федерального бюджета, млрд долл.	США	Май	
	"Бежевая книга" ФРС	США	11 июня	
11.06.2009	Объем розничных продаж, % м/м	США	Май	
15.06-17.06	Объем промышленного производства, % г/г	Россия	Май	
15.06.2009	Сальдо притока капитала, млрд долл.	США	Апрель	

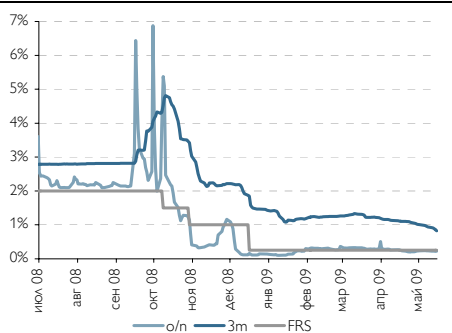
*Предварительные данные

Источник: Bloomberg, ФРС, ЕЦБ



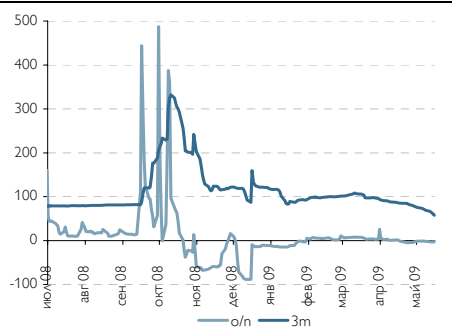
Ключевые индикаторы состояния ликвидности

LIBOR USD



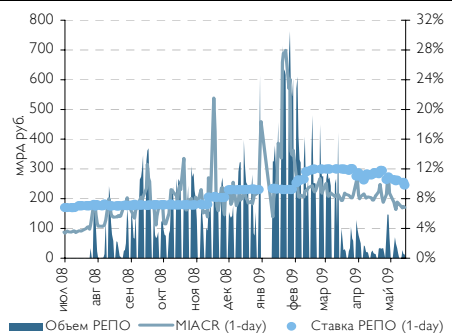
Источник: Bloomberg

Спреды LIBOR USD к ставке ФРС, б.п.



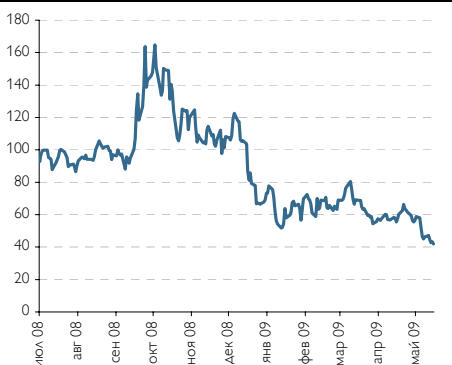
Источник: Bloomberg

Индикаторы операций Банка России по предоставлению ликвидности



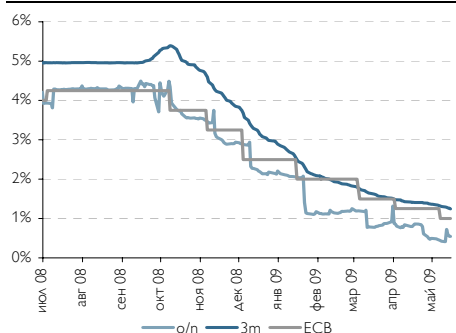
Источник: Банк России, расчеты ГПБ

Динамика спредов по процентным свопам в долл. США, б.п.



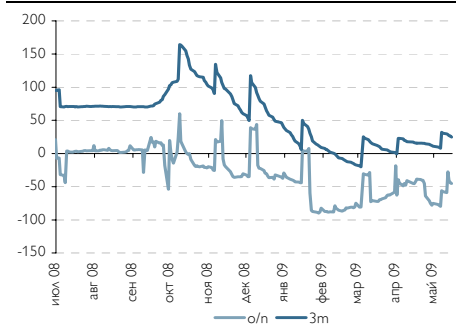
Источник: Bloomberg

EURIBOR



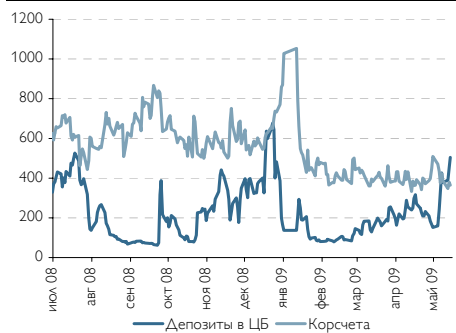
Источник: Bloomberg

Спреды EURIBOR к ставке ЕЦБ, б.п.



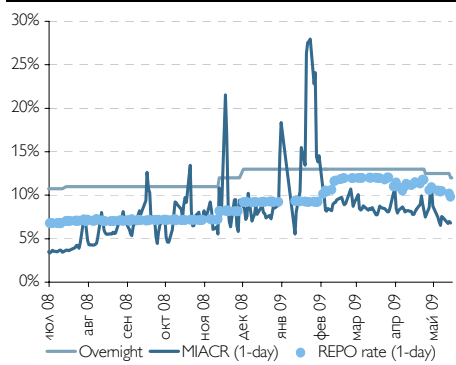
Источник: Bloomberg

Динамика остатков на депозитах банков в ЦБ и корсчетах, млрд руб.



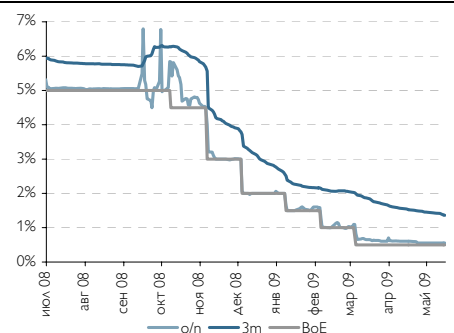
Источник: Банк России

Динамика ставок по операциям Банка России и однодневная ставка MIACR



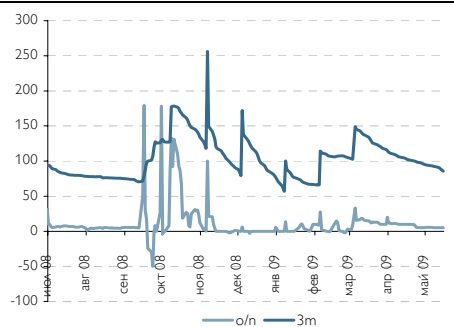
Источник: Банк России, расчеты ГПБ

LIBOR GBP



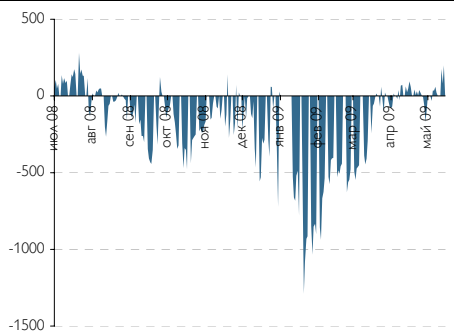
Источник: Bloomberg

Спреды LIBOR GBP к ставке Банка Англии, б.п.



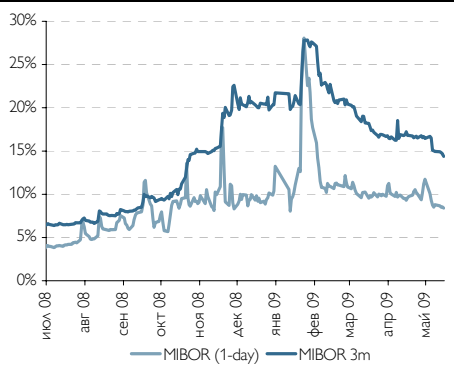
Источник: Bloomberg

Сальдо операций Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности, млрд руб.



Источник: Банк России

Динамика ставок на рынке межбанковского кредитования



Источник: Банк России



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом и долговом рынках	Нефть и газ, электроэнергетика	Транспорт и машиностроение	Потребительский сектор
Андрей Богданов Артем Архипов Анна Богдюкевич +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Иван Хромушин Дмитрий Котляров +7 (495) 980 43 89 Ivan.Khromushin@gazprombank.ru	Алексей Астапов +7 (495) 428 49 33 Aleksei.Astapov@gazprombank.ru	Рустам Шихахмедов +7 (495) 428 50 69 Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
Аналитика долгового рынка	Телекоммуникации и медиа	Макроэкономика и банковский сектор	Редакторская группа
Артем Архипов Яков Яковлев Алексей Астапов +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru +7 (495) 988 24 92 Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru	Андрей Богданов +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Артем Архипов Анна Богдюкевич +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru	Татьяна Курносенко +7 (495) 983 18 00 доб. 54084 Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
+7 (495) 980 4134
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Александр Семенников
+7 (495) 988 23 73
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru

Сергей Яблонский
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
+7(495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Константин Шапшаров
+7(495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление биржевых интернет-операций

Андрей Блохин
+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Управление сопровождения операций с ценными бумагами

Александр Федоров
+7(495) 428 49 53
Alexandr.Fedorov@gazprombank.ru

Управление рынков фондового капитала

Андрей Чичерин
+7(495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.