



# Апрель 2010: уже не снижение, но еще не стабильность

**Содержание:**

Опережающие индикаторы	2
Текущее состояние экономики	3
Приложения:	
Состояние мировой экономики	5
Товарные рынки	6
Денежные и долговые рынки	7
Фондовые рынки	8

**Прогноз основных экономических показателей в апреле**

Индикатор	Апрель 2010П	2010П	
		МЭР **	ДАРК ГПБ*
<b>Реальный сектор</b>			
ВВП, г/г	-	3,1%	4,0%
Индекс пром. производства, г/г	-	2,8%	2,7%
Инвестиции в основной капитал, г/г	1,0%	2,9%	2,5%
Объем платных услуг населению, г/г	-	2,9%	-
Оборот розничной торговли, г/г	2,5%	3,3%	-
<b>Частный сектор</b>			
Реальные доходы населения***, м/м	3,0%	3,0%	3,5%
Начисленная заработная плата, руб.	-	19 975	19 710
<b>Внеэкономический сектор</b>			
Торговый баланс, млрд долл.	16,0	123,6	163,0
Средняя цена на нефть (Urals), долл./баррель	76	65	72
<b>Финансовый сектор</b>			
Индекс РТС, пунктов	1550-1600	-	1850
<b>Обменный курс, уровень ставок и инфляция</b>			
Инфляция (индекс потребительских цен), г/г	7,0%	6,5-7,5%	8,8%
Ставка рефинансирования	8,0%	-	8,0%
Стоимость бивалютной корзины, руб.	33,9	-	33,4
Курс рубля, руб./долл. США (ср.)	29,2	28,3	28,2

<-> прогноз отсутствует;  
 \* прогноз от 30/12/2009;  
 \*\* уточненный прогноз от 30/12/2009  
 \*\*\* - по итогам года приведены годовые темпы роста

Источник: Минэкономразвития, прогнозы ГПБ.

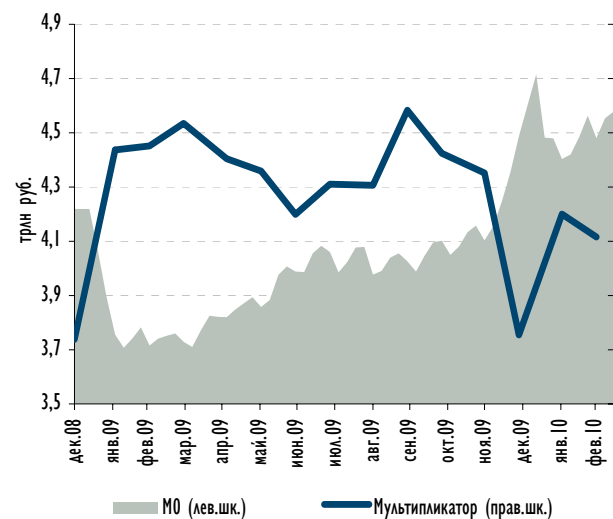
- Показатели реального сектора экономики РФ пока не демонстрируют устойчивой динамики: согласно оценке Минэкономразвития, ВВП в феврале вырос на 3,9% г/г после увеличения на 5,2% г/г в январе. При этом темпы роста промышленного производства замедлились до 1,9% г/г после 7,8% месяцем ранее. Хотя последнее могло быть обусловлено переходом на новую методологию подсчета индикатора, это не противоречит тому, что ВВП в феврале сократился на 0,9% по сравнению с январем текущего года (с исключением сезонной составляющей).
- Таким образом, мы полагаем, что в настоящее время восстановление макроэкономических показателей обуславливается преимущественно наличием эффекта низкой базы, в то время как потребительский и инвестиционный спрос продолжают стагнировать (оборот розничной торговли в феврале увеличился всего на 1,3% г/г, инвестиции в основной капитал продолжили снижаться – на 7,4% г/г в феврале). При этом наиболее проблемными секторами по-прежнему остаются инвестиционное машино- и автомобилестроение, хотя в последнем наметились признаки стабилизации производства.
- Текущие и опережающие индикаторы состояния банков и финансовых компаний свидетельствуют о том, что ситуация в целом относительно стабильна. Так, спрос на инструменты рефинансирования ЦБ остается низким, в то время как сумма остатков на корсчетах и депозитах банков в ЦБ превышает 1,0 трлн руб. Тем не менее, объемы кредитования реального сектора продолжают уменьшаться, несмотря на снижение стоимости заимствования для конечных потребителей. В то же время снижение стоимости фондирования оказалось более существенным, чем понижение ставок по кредитам, что, вероятно, позволит банкам нарастить процентную маржу.
- На основе сложившихся и перспективных тенденций, а также факторов, которые могут оказать влияние на ситуацию, мы полагаем, что в апреле 2010 г.:
  - потребительская инфляция замедлится до 7,0%, способствуя стабилизации в сфере реальных доходов населения и умеренному росту объемов розничной торговли (на 2,5% г/г);
  - при отсутствии негативных новостных шоков на мировых финансовых и товарных рынках цена на нефть марки Urals составит 76 долл./баррель (в среднем за месяц), а стоимость бивалютной корзины на конец апреля составит 33,9 руб. (курс долл. США при этом будет находиться в диапазоне 29,3–29,8 руб.);
  - ситуация на денежных рынках останется стабильной, хотя потенциал дальнейшего понижения ставок рынка МБК представляется нам ограниченным, несмотря на то, что мы ожидаем снижение ставки рефинансирования еще на 25 б. п. до конца апреля. На фондовых рынках сохранится высокая волатильность и повышенная чувствительность к новостям из-за рубежа, хотя в целом мы расцениваем достижения консенсуса в отношении оказания помощи Греции как позитивный фактор;
  - в строительстве, инвестициях и промышленном производстве будет наблюдаться умеренное восстановление показателей производственной активности, однако во многом – благодаря эффекту низкой базы. Учитывая изменение методологии подсчета индекса промышленного производства Росстатом, прогнозирование темпов роста выпуска представляется нам затруднительным.



## Опережающие индикаторы

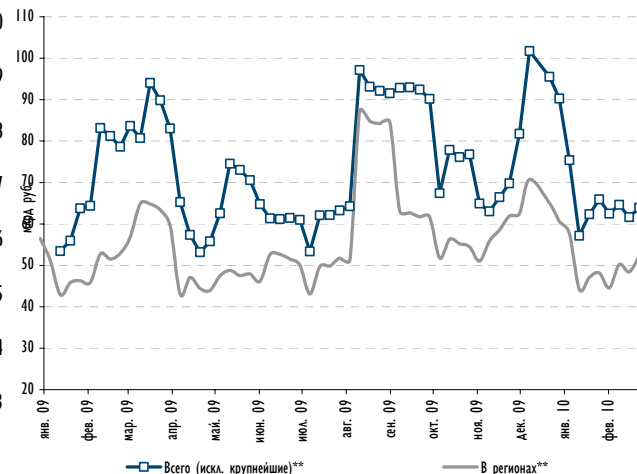
- Опережающие индикаторы экономической активности свидетельствуют о стабилизации ситуации в ряде секторов, однако пока не являются достаточным подтверждением выхода на траекторию устойчивого роста. Так, согласно исследованию ЦМАКП, хотя ситуация с точки зрения макроэкономики по-прежнему оценивается как напряженная, но демонстрирует умеренный подъем. При этом в банковской системе индикатор состояния вышел в категорию «удовлетворительного», во многом благодаря значительному объему ликвидности и понижению уровня ставок.
- Тем не менее, динамика кредитования остается слабой. Так, в феврале российскими банками было выдано на 0,7% меньше кредитов, чем в январе, за 12 месяцев – на 6,8% меньше, чем за сопоставимый период год назад. При этом уровень ставок хоть и снизился (в среднем в феврале стоимость заимствования составила 12,7% годовых), однако все еще остается на достаточно высоком уровне, особенно учитывая тот факт, что стоимость фондирования для банков снизилась более существенно. В то же время объем кредитов, выдаваемых Сбербанком, стабилизировался в диапазоне 60–65 млрд руб. в неделю, что может стать сигналом к началу наращивания объемов кредитования.
- Потребление электроэнергии продолжило расти в марте, что с учетом потепления может стать сигналом восстановления производства. Тем не менее, в январе – феврале корреляция между показателями была нарушена, однако мы полагаем, что данное отклонение носит временный характер и обусловлено сменой методологии подсчета темпов роста в промышленности. В то же время индикаторы спроса по-прежнему свидетельствуют о его стагнации (оборот розничной торговли в феврале увеличился всего на 1,3% г/г, объем инвестиции в основной капитал сократился на 7,4% г/г).

### Денежная база и мультипликатор (M2/M0)



Источник: Банк России, расчеты ГПБ

### Объем кредитования Сбербанком РФ\*, млрд руб.

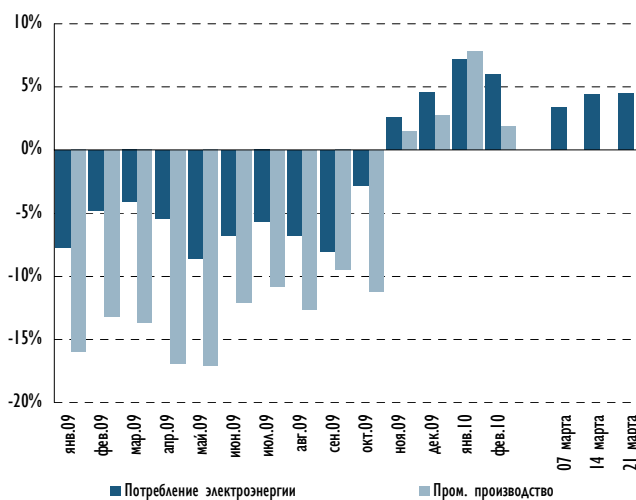


\* за неделю;

\*\* усреднено за 4 недели

Источник: Сбербанк, расчеты ГПБ

### Потребление электроэнергии и промышленное производство, % г/г



Источник: Системный оператор ЕЭС, Росстат

### Оценка состояния экономической конъюнктуры



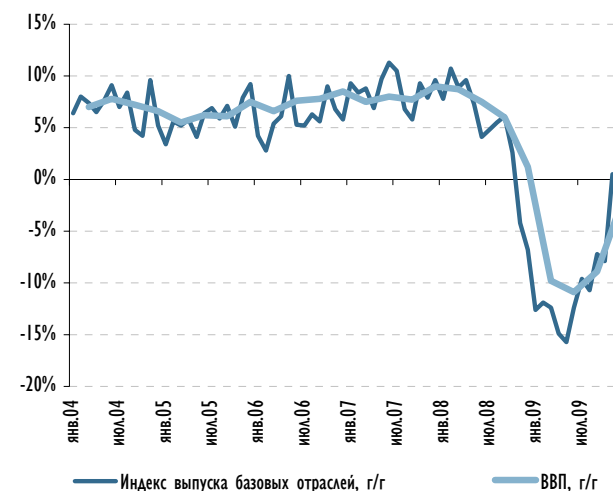
Источник: ЦМАКП



## Текущее состояние экономики

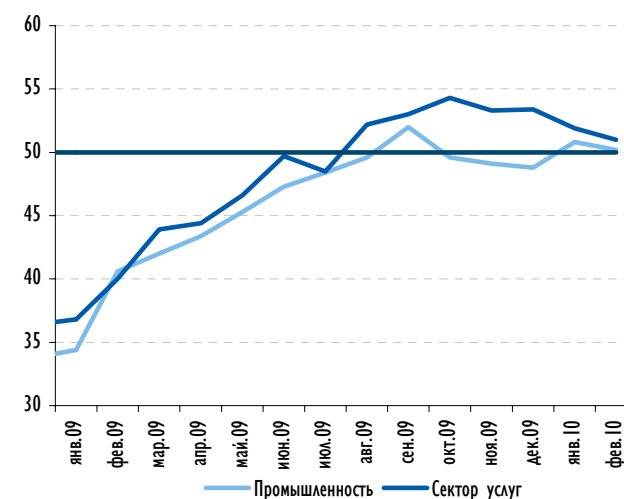
- ▶ В реальном секторе экономики РФ продолжается стагнация. Темпы роста промышленного производства в феврале неожиданно замедлились до 1,9% г/г с 7,8% г/г в январе текущего года. При этом несмотря на то, что некоторая степень несоответствия могла быть обусловлена изменением методологии подсчетов, по оценке Минэкономразвития, объем ВВП (с исключением сезонной составляющей) в феврале сократился на 0,9% м/м.
- ▶ Отметим, что оптимизм производителей несколько поубавился: индексы уверенности как в промышленности, так и в сфере услуг продемонстрировали снижение в феврале, хотя их уровни по-прежнему превышают пороговое значение в 50 б. п.
- ▶ Конъюнктура мировых рынков энергоносителей остается достаточно благоприятной для российского торгового баланса: высокий уровень цен на нефть обеспечивает превышение объемов экспорта над импортом. В то же время мы полагаем, что по мере восстановления потребительского спроса рост импорта может ускориться. Однако в настоящее время «запас прочности» остается удовлетворительным – по итогам января профицит торгового баланса составил чуть более 16,8 млрд долл.
- ▶ Рубль на протяжении марта укреплялся по отношению к корзине валют до 33,97 руб. (изменение составило 2,4% к уровню конца февраля). При этом ЦБ продолжил понижать нижнюю границу допустимого диапазона колебаний стоимости корзины. Укреплению рубля способствовала как общемировая тенденция к ослаблению европейской валюты на фоне напряженности вокруг долга Греции, так и высокий уровень цен на нефть, несмотря на укрепление позиций доллара, который способствовал притоку капитала в РФ.

### Выпуск базовых отраслей и ВВП РФ в 2004-2009 гг.



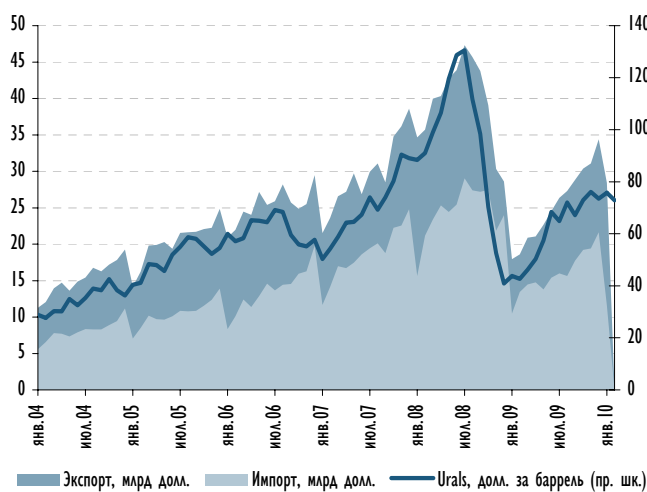
Источник: Росстат

### Индексы уверенности производителей в РФ, пунктов



Источник: Bloomberg

### Сальдо торгового баланса РФ и цены на нефть



Источник: Bloomberg, Банк России

### Динамика стоимости рубля

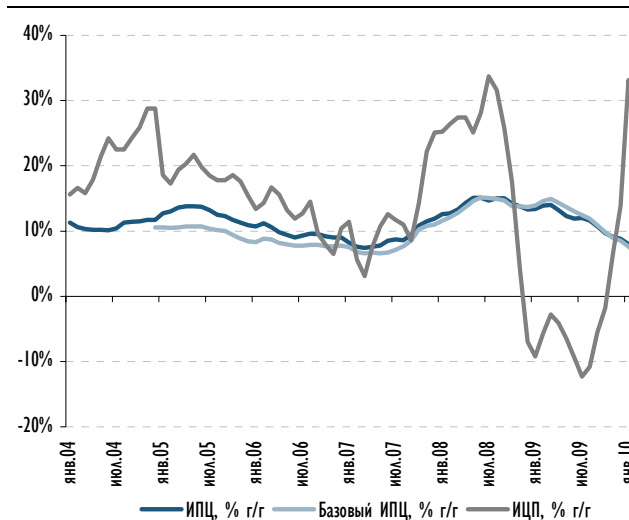


Источник: Bloomberg



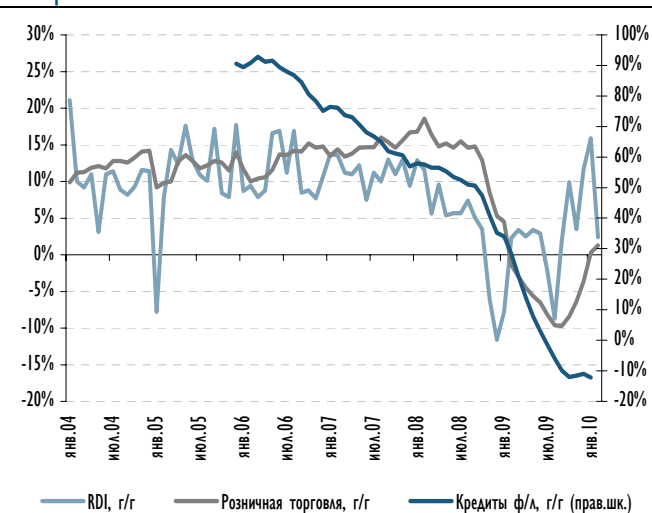
- ▶ Вялая динамика спроса на конечную продукцию продолжает оказывать давление на темпы инфляции в РФ: по итогам февраля темп роста потребительских цен составил 7,2% г/г. В то же время цены производителей продемонстрировали рост почти на 23%, однако это в значительной степени обусловлено эффектом низкой базы прошлого года. Прирост к январю составил 2,3%.
- ▶ Это может оказать позитивное воздействие на благосостояние населения: реальная заработная плата в феврале выросла на 2,9%, уровень реальных располагаемых доходов – на 2,4%. Тем не менее, это пока не сказалось на спросе: предельная склонность к потреблению остается сравнительно невысокой на фоне высокой безработицы (8,6% в феврале).
- ▶ Замедление инфляции позволило Банку России продолжить осуществление стимулирующей монетарной политики за счет снижения ключевых ставок еще на 25 б. п. в марте. В результате ставка рефинансирования с 29 марта установлена на уровне 8,25%, и мы не исключаем вероятность ее дальнейшего понижения на 25–50 б. п. во втором квартале текущего года.
- ▶ Российский фондовый рынок в марте отыграл потери февраля, после чего колебался в диапазоне 1400–1430 пунктов по индексу ММВБ. В то же время внутридневная волатильность остается на высоком уровне: торги характеризуются чрезмерной реакцией на новости. Однако временная просадка котировок интерпретируется инвесторами как повод для наращивания позиций.
- ▶ На долговых рынках также присутствуют неоднозначные тенденции. С одной стороны, напряженная ситуация вокруг долговой нагрузки ряда европейских стран вынуждает инвесторов с большей осторожностью оценивать риски инвестирования на развивающихся рынках. С другой – ожидания дальнейшего понижения ставок провоцируют интерес к бумагам эмитентов высокого кредитного качества.

### Динамика инфляции



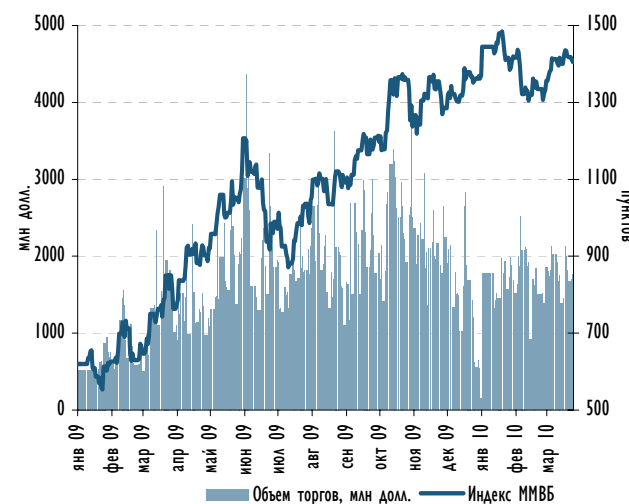
Источник: Росстат, расчеты ГПБ

### Показатели розничной торговли и располагаемых средств потребителей



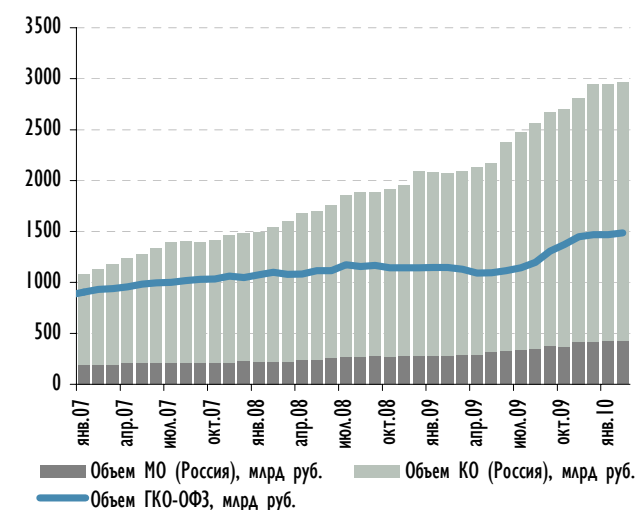
Источник: Росстат, Банк России

### Динамика фондового рынка РФ



Источник: Bloomberg

### Объем рынка облигаций по номиналу



Источник: Сbond

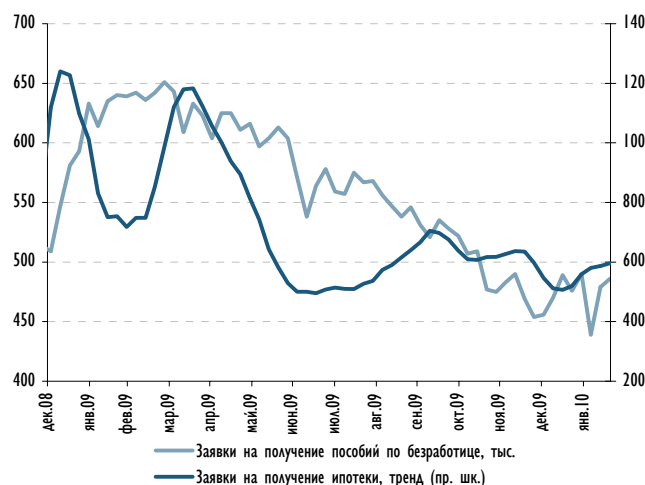


## Приложения:

## 1. Состояние экономики в ключевых зарубежных странах

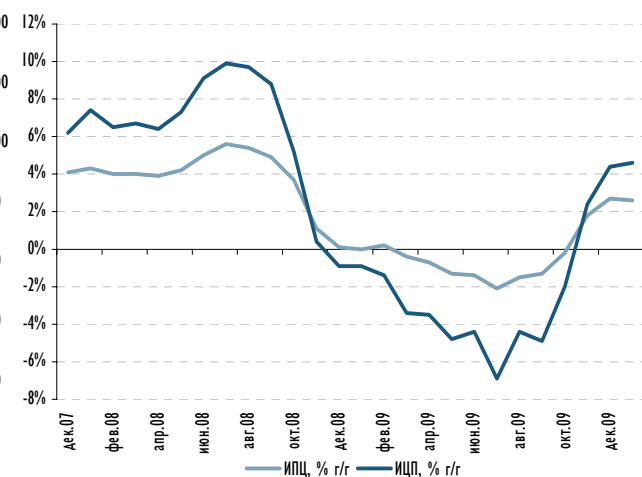
- Ситуация в ряде европейских стран остается напряженной. Так, понижение суверенного рейтинга Португалии агентством Fitch вызвало кратковременное обострение неприятия риска инвесторами, выразившееся в повышении стоимости CDS на гособлигации этой страны. В то же время причиной для пересмотра рейтинга послужила не только высокая долговая нагрузка, обусловленная значительным дефицитом бюджета, но и несоответствие ряда других показателей (в частности, ВВП на душу населения) среднему значению для стран с сопоставимым рейтингом, которое наблюдалось на протяжении длительного периода времени. В этой связи мы расцениваем данное решение агентства Fitch как умеренно негативное.
- По итогам саммита стран ЕС в конце марта был согласован план оказания помощи Греции, что позитивно сказалось на оценках кредитоспособности как самой Греции, так и ряда других государств еврозоны. Так, стоимость пятилетних CDS на государственные облигации Греции сократилась на 27 б. п. (-8,4%). Хотя согласование плана помощи Греции не означает однозначного решения проблем других европейских стран (Португалии, Испании), напряженность в регионе, на наш взгляд, значительно снизится.
- В Китае ситуация остается стабильной, хотя ряд факторов также вызывает обеспокоенность инвесторов. Так, темпы роста промышленного производства в феврале несколько замедлились, при этом индекс уверенности производителей также резко упал в феврале, хотя и по-прежнему свидетельствует о преобладании оптимизма среди производителей. Также в последнее время активно обсуждается вопрос о ревальвации юаня, что может привести к повышению спроса на сырье и спровоцировать рост цен на нефть.

Индикаторы рынка труда и ипотечного кредитования в США



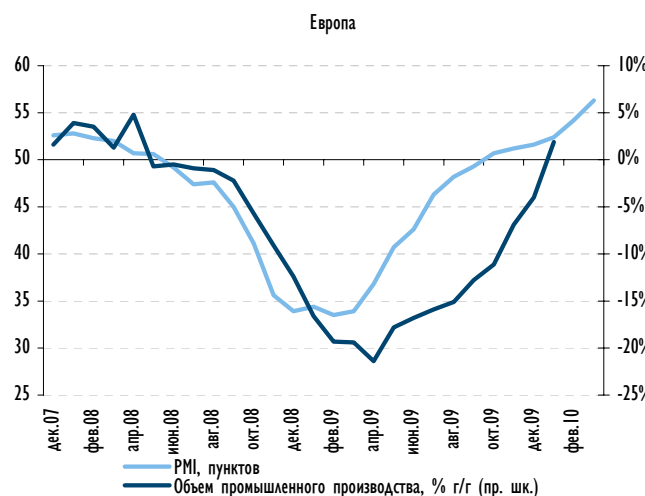
Источник: Bloomberg

Индикаторы инфляции в США

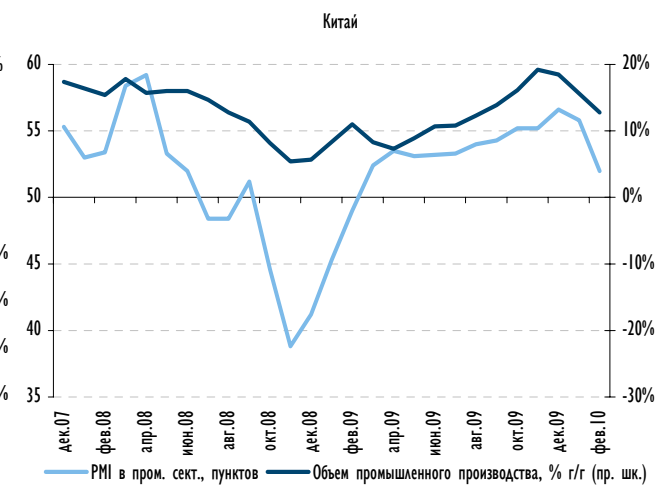


Источник: Bloomberg

Динамика индикаторов уверенности производителей и объема промышленного производства в Европе и Китае



Источник: Bloomberg



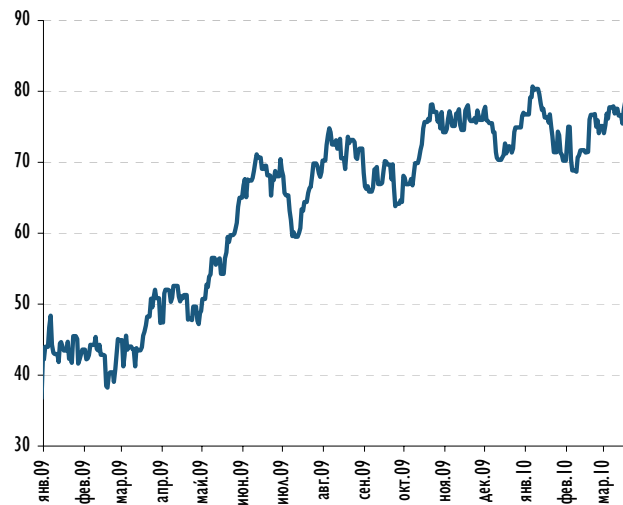
Источник: Bloomberg



## 2. Товарные рынки

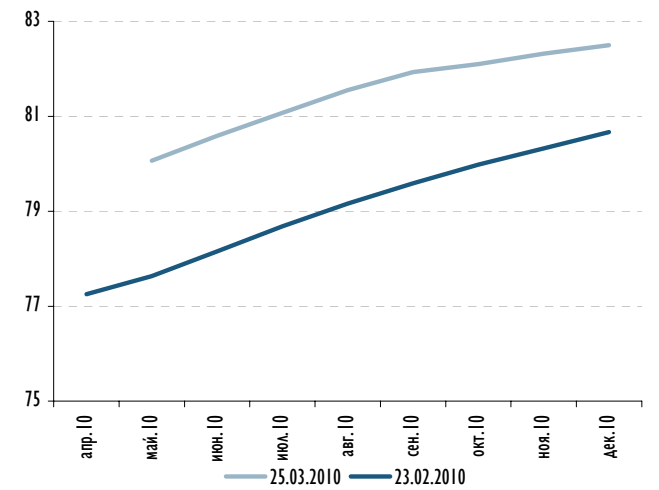
- Стоимость энергоносителей на мировых товарных рынках в марте колебалась в диапазоне 78–80 долл. за баррель марки Brent. Отметим, что устойчивость цен на нефть в условиях слабого как фундаментального (на фоне роста запасов сырья), так и спекулятивного (в результате укрепления долара) спроса является, на наш взгляд, позитивным сигналом и свидетельствует об ожиданиях участниками рынка восстановления мировой экономики.
- Отметим, что котировки фьючерсов на нефть свидетельствуют об ожиданиях дальнейшего роста стоимости энергоносителей: кривая фьючерсов сдвинулась вверх по сравнению с аналогичной кривой месячной давности. В то же время потенциал повышения цен не очень велик без сопровождения сильной макроэкономической статистики.
- По итогам мартовского заседания ОПЕК, квоты на добычу странами, входящими в картель, изменены не были. В случае сохранения удовлетворительного уровня дисциплины в отношении соблюдения квот, это также способно оказать поддержку нефтяным котировкам.
- На рынках металлов в марте также произошло восстановление цен до уровней конца прошлого года. Индекс стоимости базовых металлов за месяц прибавил 4%. При этом согласно динамике фьючерсов, участники рынка ожидают умеренного роста в перспективе 3 месяцев.
- Индикаторы мировой торговли тем временем свидетельствуют об умеренном восстановлении экономической активности: стоимость фрахта судов, согласно динамике индекса Baltic Dry, в марте выросла на 19,8%.

Динамика цен на нефть марки Urals, долл. за баррель



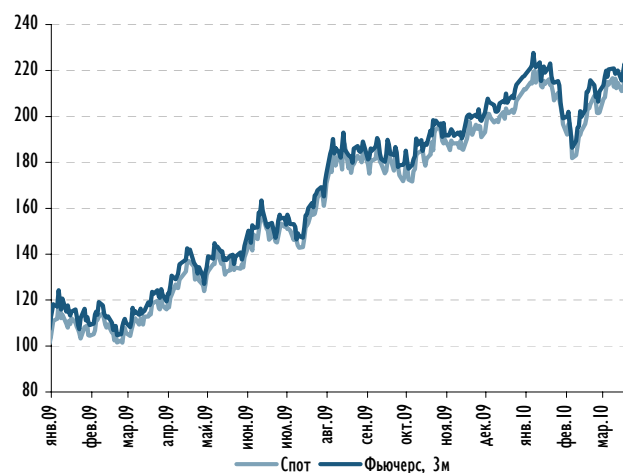
Источник: Bloomberg

Фьючерсы на нефть марки Brent, долл. за баррель



Источник: Bloomberg

Индексы цен на базовые металлы (пунктов)



Источник: Bloomberg

Стоимость фрахта судов (Baltic Dry Index), пунктов



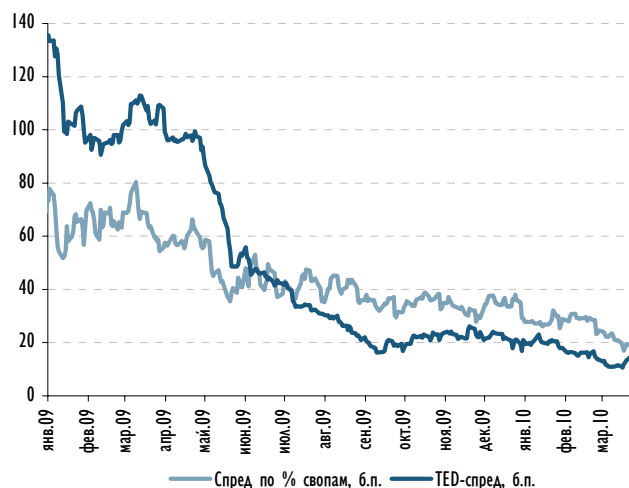
Источник: Bloomberg



### 3. Денежные и долговые рынки

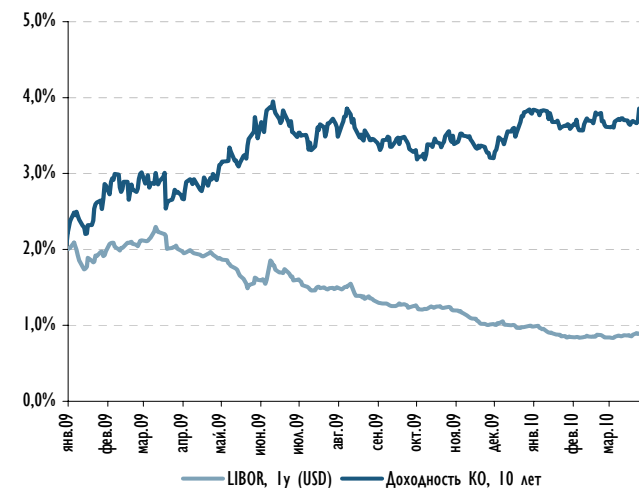
- Ситуация на мировых денежных рынках остается достаточно благоприятной, хотя отдельные индикаторы демонстрируют умеренное ухудшение. Так, стоимость заимствования на рынке МБК в долларах США (годовой LIBOR) прекратила снижение и поднялась выше 0,9%. Мы полагаем, что ставки на денежном рынке достигли своего дна, и участники начали закладывать в рыночную стоимость заимствования ожидания повышения ставки ФРС в третьем квартале текущего года.
- Уменьшение аппетита инвесторов к риску выразилось в расширении некоторых спредов. Так, TED-спред вырос до уровня 15,6 б. п., спред по процентным свопам – до 18,3 б. п., однако оба индикатора остаются на докризисных уровнях. Таким образом, напряженность на денежном рынке по-прежнему отсутствует.
- Мы полагаем, что предпосылки к ухудшению ситуации на мировых денежных рынках в перспективе ближайшего месяца отсутствуют, несмотря на плановое сворачивание программы по выкупу активов в США, а также прекращение действия ряда экстренных инструментов рефинансирования в Европе. В то же время денежно-кредитная политика в развитых странах не будет ужесточаться на протяжении длительного периода времени. Это будет способствовать сохранению ставок денежного рынка вблизи текущих уровней, хотя потенциал их снижения мы считаем исчерпанным.
- При этом индикаторы, отражающие кредитное качество заемщиков, вероятно, сохранятся на достаточно высоком уровне, хотя достижение договоренности об оказании помощи Греции способно привести к умеренному снижению CDS на суверенные облигации европейских стран. На этом фоне динамика CDS на Россию выглядит достаточно благоприятной: стоимость страховки от дефолта на 5 лет опустилась ниже 150 б. п.

Динамика ключевых спредов денежного рынка



Источник: Bloomberg

Ставка LIBOR (1 год) и доходность КО США (10 лет)



Источник: Bloomberg

EMBI+



Источник: Reuters

Динамика оценок кредитного качества суверенного долга РФ



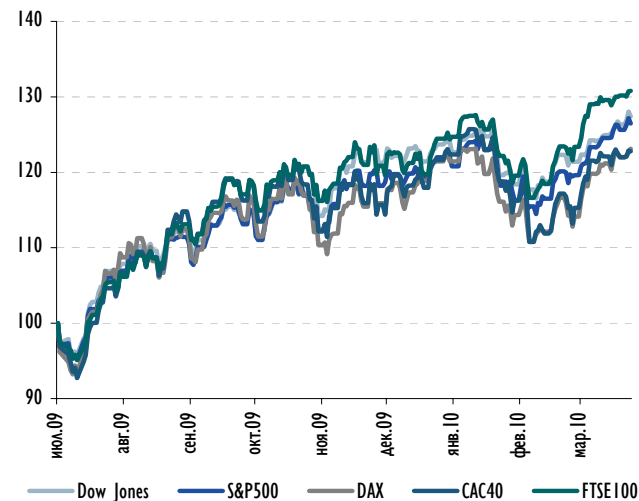
Источник: Bloomberg



## 4. Фондовые рынки

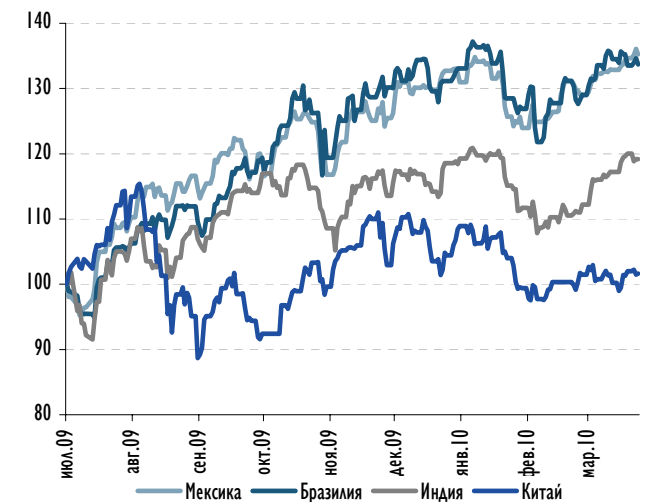
- В марте большинство фондовых площадок продемонстрировали рост котировок. Основные индексы развитых стран прибавили от 4,5% до 7,5% в марте; развивающиеся рынки продемонстрировали сопоставимый рост, за исключением Китая, где индекс прибавил всего 1,1%.
- Отметим, что акции банковского сектора в марте продемонстрировали динамику значительно лучше общерыночной, прибавив в среднем около 7,5% в Европе и более 10,0% в США. Это было обусловлено тем, что бумаги отыгрывали понесенные ранее значительные потери. Спрос на них был вызван снижением опасений относительно платежеспособности банков, активно кредитовавших проблемные регионы еврозоны.
- Хотя внутридневная волатильность котировок на мировых фондовых площадках остается весьма высокой, индекс VIX в марте сократился на 13,5%, опустившись ниже 20 пунктов. Это свидетельствует о том, что у игроков наметился некий консенсус относительно будущей динамики рынков. Июньский фьючерс на индекс S&P котируется на 4 пункта ниже текущего значения, что свидетельствует об ожиданиях небольшой коррекции котировок.
- Мы полагаем, что ситуация на зарубежных фондовых площадках будет определяться новостным фоном. При этом мы полагаем, что позитивных факторов в настоящий момент больше, чем негативных, в связи с чем в апреле может продолжиться рост. При этом мы ожидаем сохранения высокой волатильности, в особенности на биржах развивающихся стран.

Динамика фондовых индексов развитых рынков, июн.09=100



Источник: Bloomberg

Динамика индексов развивающихся стран, июн.09=100



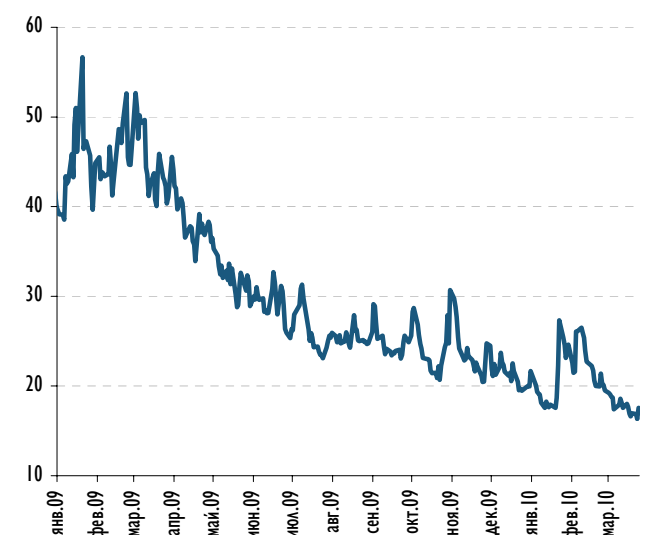
Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Динамика стоимости банковских акций, дек.08=100



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Индекс волатильности (VIX)



Источник: Bloomberg

**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****Андрей Богданов**  
**Артем Архипов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 988 23 44  
[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arkhypov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arkhypov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Металлургия**  
**Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06  
[Sergei.Kanin@gazprombank.ru](mailto:Sergei.Kanin@gazprombank.ru)**Транспорт и машиностроение, химическая промышленность**  
**Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33  
[Aleksei.Astapov@gazprombank.ru](mailto:Aleksei.Astapov@gazprombank.ru)**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 429 96 44  
[Igor.Eshkov@gazprombank.ru](mailto:Igor.Eshkov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66  
[Andrei.Mironov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Mironov@gazprombank.ru)**Продажи****Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80  
[kuzd@gazprombank.ru](mailto:kuzd@gazprombank.ru)**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 1880  
[Ilya.Remizov@gazprombank.ru](mailto:Ilya.Remizov@gazprombank.ru)**Сергей Яблонский**  
+7 (495) 719 17 74  
[sy@gazprombank.ru](mailto:sy@gazprombank.ru)**Нефть и газ, электроэнергетика**  
**Иван Хромушин**  
**Дмитрий Котляров**+7 (495) 980 43 89  
[Ivan.Khromushin@gazprombank.ru](mailto:Ivan.Khromushin@gazprombank.ru)  
+7 (495) 913 78 26  
[Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru](mailto:Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru)**Телекоммуникации и медиа**  
**Андрей Богданов**  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 988 23 44  
[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 913 78 85  
[Anna.Kurbatova@gazprombank.ru](mailto:Anna.Kurbatova@gazprombank.ru)**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arkhypov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arkhypov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 988 24 92  
[Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru](mailto:Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru)**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**  
**Анна Богдюкевич**+7 (495) 980 41 82  
[Artem.Arkhypov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arkhypov@gazprombank.ru)  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085  
[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Потребительский сектор**  
**Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69  
[Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru](mailto:Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru)**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
[Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru](mailto:Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru)  
+7 (495) 980 43 81  
[Julia.Melnikova@gazprombank.ru](mailto:Julia.Melnikova@gazprombank.ru)**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
[Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru](mailto:Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
[Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru](mailto:Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru)**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10  
[Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru](mailto:Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru)**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03  
[Maria.Bratchikova@gazprombank.ru](mailto:Maria.Bratchikova@gazprombank.ru)**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48  
[Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru](mailto:Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru)**Андрей Чичерин**  
+7 (495) 983 19 14  
[Andrey.Chicherin@gazprombank.ru](mailto:Andrey.Chicherin@gazprombank.ru)**Управление биржевых интернет-операций****Денис Войниконис**  
+7 (495) 428 49 64  
[Denis.Voynikonis@gazprombank.ru](mailto:Denis.Voynikonis@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.