Альфа·Банк

Центр макроэкономического анализа

Наталия Орлова, Ph.D.
Главный экономист, Москва
(+7 495) 795-3677

Дмитрий Долгин
Аналитик, Москва
(+7 495) 780-4724

Сергей Егиев
Аналитик, Москва
(+7 495) 795-3612

11 ноября 2013 г.

Российская экономика крупным планом

Пенсионная реформа: назад к распределительной системе?

Пенсионная реформа сейчас находится в центре повышенного внимания. Обсуждение пенсионной системы в России началось еще в 2012 году, но за последнее время вошло в более активную стадию. Если в прошлом году были предложения сократить ставку отчислений в накопительную часть с 6% до 2-4%, теперь правительство решило сделать участие в накопительной пенсионной системе добровольным со следующего года. Более того, у всех, включая сделавших выбор в пользу накопительной системы, новые отчисления будут заморожены на ближайшие два года и направлены на финансирование дефицита распределительной системы (Пенсионного фонда России), что ставит под вопрос будущее накопительной пенсионной системы, действующей в России с 2002 г.

Накопительная часть пенсий под давлением во всем мире. Многие страны-аналоги России, которые перешли к накопительным пенсионным системам 10-15 лет назад, после кризиса 2008-2009 гг. вынуждены были дать реформам обратный ход. После 2010 года большинство этих стран повысило пенсионный возраст, снизило ставку отчислений в накопительную часть пенсий и сделало участие в накопительной системе пенсий добровольным. На более решительные шаги пошла Венгрия, где накопительная часть была полностью отменена, а ранее накопленные сбережения национализированы, и Казахстан, который сохранил накопительную часть, но передал управление накопительными пенсиями государственному агентству, отказавшись от услуг негосударственных пенсионных фондов.

Масштаб дисбаланса пенсионного фонда в России сопоставим с тем, который был в Венгрии. Решение российского правительства поделиться нефтяными доходами бюджета с пенсионерами и агрессивно повышать пенсии в 2007-10 гг., привело к резкому росту дефицита ПФР, который в настоящее время превышает 3% ВВП. Сейчас его давление на госбюджет выше, чем в странах-аналогах в 2010 году и сопоставимо с Венгрией в 2010 году, когда страна национализировала накопительные пенсионные сбережения. Хотя российский госдолг в размере 10% ВВП является одним из самых низких среди сопоставимых стран, федеральный бюджет сбалансирован при цене на нефть $110 за баррель, что заставляет искать пути снижения снижения бюджетного дисбаланса.

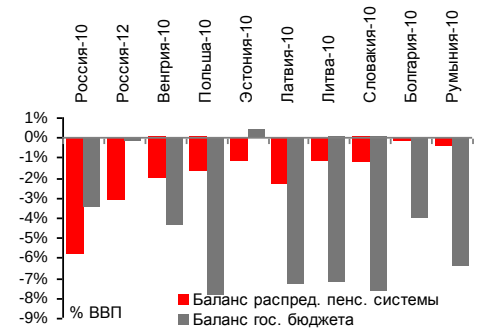
Неблагоприятная демографическая ситуация расширит дефицит Пенсионного фонда. Кроме того, в ближайшие 10-15 лет на пенсионную систему будут оказывать давление демографические тренды. Россия будет испытывать последствия снижения рождаемости в 1990-е годы: экономически активное население сократится, а количество пенсионеров в среднем будет расти на 1 млн. человек каждые три года. При прочих равных условиях это будет провоцировать дальнейшее расширение дефицита ПФР.

Правительство не может повысить пенсионный возраст из-за низкой продолжительности жизни. В отличие от других стран в России возможности повысить пенсионный возраст очень ограничены. Хотя в России он составляет 60 лет для мужчин и 55 для женщин, что ниже 65-67 лет в странах-аналогах, это оправдано тем, что средняя продолжительность жизни в России составляет 69 лет, а не 75, как в этих странах.

События в России в пенсионной сфере развиваются по венгерскому сценарию. Решение заморозить накопительную часть пенсий в 2014-2015 гг., – это первый шаг России в сторону венгерского сценария. В качестве следующего шага правительство может сделать участие в накопительной и распределительной системе взаимоисключающим, что видимо заставит население сделать выбор в пользу распределительной системы. Главный аргумент в пользу накопительной системы – создание внутренних источников финансирования госдолга –не является приоритетом для правительства в силу нежелания накапливать долг, что усиливает риск национализации накопительных пенсионных сбережений.

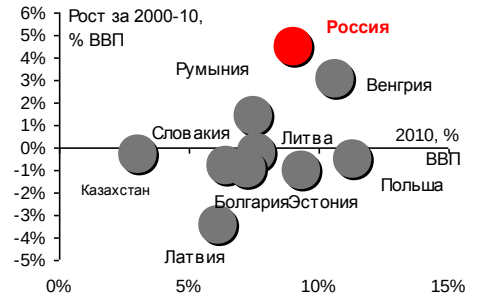
Впереди усиление бюджетных и инфляционных рисков. Вероятная трансформация пенсионной системы в пользу распределительной будет иметь два ключевых негативных последствия в долгосрочной перспективе: усиление бюджетных рисков из-за слабой демографии и продолжающихся индексаций, а также ухудшение инфляционных ожиданий, которые сдерживались созданием накопительной системы в прошлом.

Баланс пенсионной системы и гос. бюджета, % ВВП



Источники: МВФ, ОЭСР, Альфа-Банк;

Гос. пенсионные расходы в 2010 г. и рост за 2000-2010 гг., % ВВП



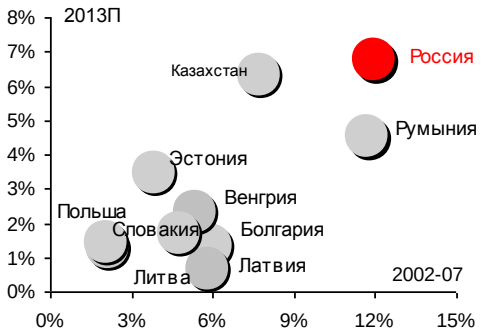
Источники: МВФ, ОЭСР, Альфа-Банк

Пенсионные реформы 2010-13 гг.

	До 2010 г.		После 2010 г.	
	Пенсион. возраст, м/ж	Ставка отчисл. в накопит. часть	Пенсион. возраст, м/ж	Ставка отчисл. в накопит. часть
Болгария*	63/60	5,0%	65/63	5,0%
Эстония	63/60	6,0%	65/65	2,0%
Венгрия**	62/62	8,0%	65/65	0,0%
Казахстан	63/58	10,0%	63/63	15,0%
Латвия	62/62	8,0%	65/65	2,0%
Литва	62/60	10,0%	65/65	2,0%
Польша*	65/60	7,3%	67/67	2,3%
Румыния	64/59	6,0%	65/63	3,5%
Россия*	60/55	6,0%	60/55	6,0%
Словакия*	62/62	9,0%	62/62	4,0%

*Источники: МВФ, ОЭСР, СМИ, Альфа-Банк; * - страны, где участие в накопит. системе стало добровольным*
*** накопительная часть пенсий полностью отменена*

Среднегодовой рост ИПЦ по странам



Источники: МВФ, Альфа-Банк;

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Пенсионная реформа: назад к распределительной системе?

Накопительная система с 2012 г. находится под давлением: изначально предполагалось снизить ставку отчислений, а теперь участие будет добровольным и новые отчисления будут заморожены на ближайшие два года

Последний год пенсионная реформа является предметом напряженных споров в России. Трехуровневая пенсионная система, введенная в 2002 г. и сочетающая обязательное участие в распределительной системе (1 уровень), обязательное формирование накопительной части пенсии (2 уровень) и добровольные пенсионные сбережения (3 уровень) сейчас подвергается пересмотру. Первые признаки предстоящих изменений в пенсионной системе появились уже в прошлом году (см наш обзор "Российский экономический бюллетень: накопительный взнос под угрозой" за сентябрь 2012 г.), когда было предложено сократить ставку отчислений в накопительную часть пенсий с 6% до 2-4% с целью повышения ставки в распределительную часть с 16% до 18-20%. Однако этого оказалось недостаточно, и в середине 2013 г. правительство решило, что участие в накопительной системе, которое изначально было обязательным, с 2014 г. станет добровольным. Кроме того, месяц назад правительство решило заморозить новые отчисления в накопительную часть в 2014-15, объясняя это необходимостью провести проверку финансовой устойчивости негосударственных пенсионных фондов.

Причины пенсионной реформы неочевидны, поскольку госбюджет сбалансирован, а госдолг низок

На первый взгляд, острой необходимости снова менять правила игры в пенсионной системе не было. Федеральный бюджет России близок к сбалансированному: по итогам прошлого года бюджетный дефицит составил 0,1% ВВП, и за 9М13 бюджет был сведен с профицитом. Российский госдолг составляет всего 10% ВВП, минимум среди развивающихся стран. В то же время издержки этой реформы будут значительными: она затронет примерно 45 млн служащих, за которых их работодатели отчисляют в обязательном порядке 6% фонда оплаты труда. В настоящий момент на их персональные пенсионные накопления, созданные за счет перечислений работодателей, составляют 2,6 трлн руб., т. е. 5% ВВП.

Таблица 1. Обзор российской пенсионной системы по состоянию на середину 2013 г.

Уровень	Принцип	Отчисления, % ФОТ	Накапливается в	Сбережения под управлением	Число участников
1	Распределительная часть пенсий	16%*	Пенсионный фонд России (ПФР)	н/п	71 млн**
2	Накопительная часть пенсий	6%*	ВЭБ для "молчунов"	1,7 трлн руб.	24 млн*
			Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) для активных участников	0,9 трлн руб.	21 млн
3	Добровольное страхование	н/п	Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)	0,8 трлн руб.	7 млн

Источники: Минфин, Эксперт, Ведомости, Альфа-Банк
** - для служащих, родившихся после 1966 г. (около 45 млн человек), служащие более старшего возраста выплачивают 22% взносов в распределительную систему и не имеют накопительной части пенсий*
*** - общая занятость; фактических плательщиков взносов может быть ниже из-за фактора уклонения от налогов*

После кризиса многие страны больше не захотели мириться с временной потерей доходов в результате перехода к накопительной системе пенсий

Между тем, в своем желании модифицировать пенсионную систему Россия не одинока. После глобального кризиса пенсионная реформа оказалась на повестке дня во многих странах. Некоторые страны Центральной и Восточной Европы и СНГ провели пенсионные реформы, аналогичные российской в районе 2000 г., и перешли от единой системы распределительных пенсий к трехуровневой модели. Изначально предполагалось, что позитивный эффект от реформы станет заметным через 25-30 лет, т.е. когда пенсионеры начнут использовать ранее накопленные сбережения, и давление на распределительную систему снизится. Краткосрочно же эта реформа увеличила нагрузку на бюджет, поскольку часть текущих доходов распределительной системы была перенаправлена на формирование индивидуальных пенсионных накоплений. В период экономического подъема эти издержки были приемлемыми, однако после 2008-2009 гг. нагрузка на бюджет стала непосильной, и правительства этих стран вынуждены были пересмотреть подход к пенсионным накоплениям.

Таблица 2. Пенсионные реформы 2010-2013 гг. по странам

	До 2010 г.			После 2010 г.		
	Пенсионный возраст, м/ж	Ставка Накопит взноса	Участие в накопительной системе	Пенсионный возраст, м/ж	Ставка Накопит взноса	Участие в накопительной системе
Болгария	63/60	5,0%	обязательное	65/63	5,0%	добровольное
Эстония	63/60	4,0%	обязательное	65/65	4,0%	обязательное
Венгрия	62/62	8,0%	обязательное	65/65	0,0%	отмена
Казахстан	63/58	10,0%	обязательное	63/63	15,0%*	обязательное
Латвия	62/62	8,0%	обязательное	65/65	2,0%	обязательное
Литва	62/60	10,0%	обязательное	65/65	2,0%	обязательное
Польша	65/60	7,3%	обязательное	67/67	2,3%	добровольное
Румыния	64/59	6,0%	обязательное	65/63	3,5%	обязательное
Россия	60/55	6,0%	обязательное	60/55	6,0%	добровольное
Словакия	62/62	9,0%	обязательное	62/62	4,0%	добровольное

*Источники: МВФ, ОЭСР, СМИ, Альфа-Банк; * - окончательное решение не принято*

Страны повысили пенсионный возраст, сократили ставку отчислений в накопительную часть и сделали участие в накопительной системе добровольным

В результате, к 2010 г. большинство стран-аналогов решило внести изменения с свои пенсионные системы. Во-первых, пенсионный возраст был повышен на 3-5 лет с целью снижения текущих пенсионных обязательств; во-вторых, была сильно снижена ставка отчислений в накопительную часть пенсий в пользу распределительной системы. Кроме того, в некоторых странах, в том числе Словакии, Польше и Болгарии, участие в накопительной пенсионной системе стало добровольным.

Венгрия пошла на более решительные меры и отказалась от накопительной системы из-за требований кредиторов улучшить бюджетные показатели

Однако две страны пошли на еще более решительные меры (см. вставку ниже). К 2011 году госдолг Венгрии составил неподъемные 80% ВВП, и основные кредиторы в лице Евросоюза выставили жесткие условия, потребовав снизить бюджетный дефицит. В итоге страна повысила пенсионный возраст и полностью отказалась от накопительных пенсий. Кроме того, она национализировала все ранее накопленные сбережения, которые составляли примерно 10% ВВП. Эти меры помогли ей заметно исправить бюджетную ситуацию.

Венгрия была вынуждена полностью отказаться от накопительной пенсионной системы

В 2011 г. Венгрия отказалась от трехуровневой пенсионной системы, введенной в 1998 г. Из-за резкого увеличения пенсий в 2000-х гг., государственные пенсионные расходы выросли с 8% ВВП в 2000 г. до 11% ВВП в 2010 г. Это один из самых высоких показателей среди стран-аналогов. Имея высокий госдолг 80% ВВП, и встав перед необходимостью пролонгировать кредиты ЕС, страна в сжатые сроки должна была улучшить свои бюджетные индикаторы. Главное требования международных кредиторов заключалось в том, чтобы страна немедленно улучшила положение своей распределительной пенсионной системы.

Для выполнения этих требований Венгрия, во-первых, в конце 2010 г. временно заморозила новые отчисления в накопительную часть, а вскоре сделала дальнейшее участие в накопительной системе добровольным. Так как большинство граждан не стало отказываться от накопительной системы, участие в накопительной или распределительной системе было объявлено взаимоисключающим. Желающие остаться в рамках накопительной системы вынуждены были отказаться от гарантированных госпенсий. Выбравшие распределительную систему также должны были отказаться в пользу государства от ранее накопленных частных сбережений, которые в 2010 г. в общей сложности составляли 10% ВВП. В итоге все население сделало выбор в пользу более привлекательного в финансовом отношении возврата к распределительной пенсионной системе и отказа от накопленных сбережений. По оценкам (Simonovits, 2011 г.), будущие пенсии граждан, оставшихся в рамках накопительной системы, были бы на 40% ниже, чем при предыдущей смешанной схеме, тогда как у тех, кто перешел в распределительную систему, пенсии оказались на 5%.

Казахстан передал управление накопительными пенсиями в госагентство

Казахстан, пострадавший от сильного банковского кризиса в 2007-2008гг., сохранил накопительную часть, но изменил систему управления пенсионными сбережениями. В этом году управление накопительными пенсиями передано государственному агентству, что привело к сжатию негосударственных пенсионных фондов, ранее доминировавших на рынке Казахстана, и предоставило правительству дополнительные финансовые ресурсы для стимулирования экономики.

Казахстан передал накопительные пенсионные сбережения под управление государства

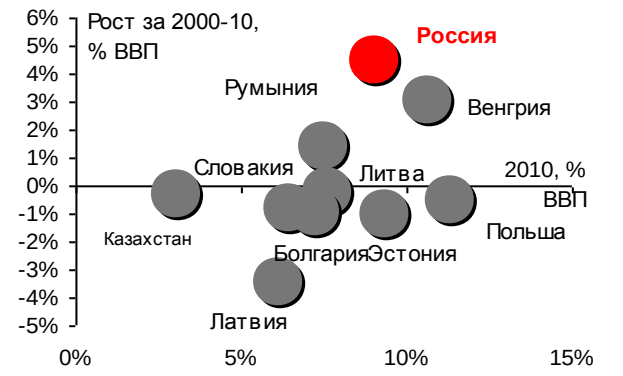
Казахстан ввел накопительную пенсионную систему в 1998 г. К 2013 г. объем накопительных сбережений достиг 10% ВВП, причем 80% этой суммы находилось под управлением негосударственных пенсионных фондов, принадлежащих крупным банковским группам. Государственные пенсионные расходы в Казахстане составляют всего 3% ВВП, и поэтому пенсионная система как таковая не оказывала сильного давления на госфинансы. Однако в период кризиса 2008-2009 гг. банковский сектор Казахстана сильно пострадал, поставив под сомнение стабильность негосударственных пенсионных фондов и одновременно усилив потребность в государственной финансовой поддержке. К 2013 г., несмотря на сильные ключевые макроиндикаторы (профицит бюджета в размере 5% ВВП и госдолг на уровне 13% ВВП), правительство несло значительные внебюджетные расходы в форме инвестиций Фонда национального благосостояния "Самрук-Казына" (общий объем которого составляет 50% ВВП) в экономику Казахстана, в том числе 15% ВВП в капитал пострадавших банков.

Сохранив накопительную систему и даже планируя увеличить ставку накопительных отчислений с 10% до 15%, в этом году Казахстан упразднил негосударственные пенсионные фонды, консолидировав сбережения под управлением специально созданного государственного агентства – Единого накопительного пенсионного фонда (ЕНПФ). Кроме того, государство вошло в капитал крупнейших негосударственных пенсионных фондов, управляющих добровольными пенсионными сбережениями. В результате государство стало контролировать основные источники долгосрочного фондирования в стране.

Возникновение дефицита ПФР вызвано повышением пенсий в 2007-2010 гг., из-за которого Россия столкнулась с таким же быстрым ростом расходов по выплате пенсий, что и Венгрия

В России внимание к пенсионной реформы продиктовано не фундаментальными макроиндикаторами, а значительным дефицитом ПФР, который является следствием социально-ориентированных решений правительства, принятых еще до кризиса – в 2007 г. Для того, чтобы повысить уровень жизни российских пенсионеров до международных стандартов, воспользовавшись сильным ростом цен на нефть, государство приняло решение об агрессивной индексации пенсий. Государственные пенсионные расходы выросли до 9% ВВП в 2010 г., удвоившись в сравнении с 2000 г. и продемонстрировав самый большой рост среди аналогов, в том числе Венгрии. В итоге средний размер пенсии действительно сильно вырос – с 23% до 40% от зарплаты, приблизив Россию по этому индикатору к среднему значению для стран ЦВЕ. Это привело и к расширению дефицита ПФР с 1% ВВП в 2000 г. до 6% в 2010 г. и стало одной из главных причин роста цены на нефть, балансирующей бюджет, с $20-30/барр. в начале 2000-х до нынешних $110/барр.

Илл. 3. Гос. пенсионные расходы в 2010 г. и рост в 2000-10 гг., % ВВП



Источники: МВФ, ОЭСР, СМИ, Росстат, Минфин, Альфа-Банк;

Илл. 4. Средняя пенсия в России, % зарплаты, и цена нефти, балансирующая бюджет, $/барр.

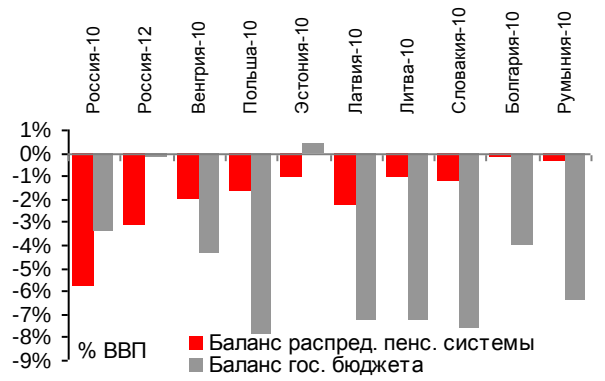
Источники: Минфин, Росстат, Альфа-Банк;

Количество пенсионеров в России будет расти на 1 млн человек каждые три года

Рост налоговых поступлений и замедление роста пенсий в 2011-2012 гг. позволили сократить дефицит Пенсионного фонда до текущих 3% ВВП, однако пока еще он сильно превосходит 1-2% ВВП у стран-аналогов, наблюдавшихся накануне реформ, и по степени давления дефицита распределительной пенсионной системы на госбюджет Россия очень напоминает Венгрию 2010 года. Более того, мы считаем, что давление на бюджет в ближайшие годы будет усиливаться из-за неблагоприятной демографической ситуации. Рождаемость в

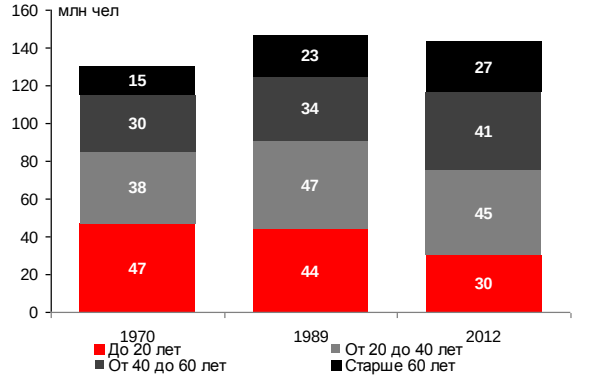
России заметно снизилась в 1990-е годы после распада СССР. В 1989 г. в стране проживало 44 млн граждан младше 20 лет; к 2012 г. эта цифра сократилась до 30 млн. Даже официальный прогноз правительства предполагает сокращение экономически активного населения в ближайшие годы, в том числе на 2 млн человек к 2017 г. (см. наш обзор за сентябрь "Состояние рынка труда создает препятствия для роста"). В то же время количество пенсионеров по-прежнему будет увеличиваться на 1 млн каждые три года. В случае отсутствия пенсионной реформы дефицит ПФР, по нашим прогнозам, расширится с 3,2% ВВП в 2013 г. до 3,5% в 2016 г.

Илл. 5. Баланс распределительной системы и бюджета, % ВВП



Источники: МВФ, ОЭСР, СМИ, Минфин, Альфа-Банк

Илл. 6. Возрастная структура россиян, млн человек



Источники: Росстат, Альфа-Банк;

Из-за низкой продолжительности жизни (69 лет) в сравнении с 75 в странах ЦВЕ правительство в России не может увеличить пенсионный возраст

Из-за внушительного дефицита Пенсионного фонда и неблагоприятного демографического тренда пенсионная реформа приобрела особую важность для правительства. Однако не все пенсионные решения, принятые в других странах, подходят для России. Во-первых, правительство не может повысить пенсионный возраст, что могло бы привести к росту пенсионных доходов и снижению расходов. Хотя в России действительно самый низкий пенсионный возраст (60/55 для мужчин и женщин в сравнении с 65-67 в других странах), средняя продолжительность жизни в России также намного ниже и составляет 69 лет против 75 в странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ). Это самый низкий показатель среди аналогов и пока он существенно не увеличится, ожидать повышения пенсионного возраста не стоит.

Заморозка отчислений в накопительную часть – первый шаг по венгерскому сценарию

Мы считаем, что заморозив новые отчисления в накопительную часть, Россия уже сделала первый шаг в сторону венгерского сценария. Однако эта мера даст ПФР примерно 0,7% ВВП дополнительных ресурсов в год, а этого недостаточно для покрытия его дефицита, который составляет 3,0-3,5% ВВП. Более того, опыт Венгрии показывает, что в качестве следующего шага население может быть поставлено перед жестким выбором между распределительной и накопительной системой. Мы также считаем, что предпочтение правительства сохранять госдолг на низком уровне повышает вероятность национализации обязательность пенсионных сбережений. Наконец, одна из главных целей создания накопительной пенсионной системы в 2002 году – создание внутренних источников длинных денег для развития финансового рынка – видимо не входит в список приоритетов правительства, так как бюджетная политика явно демонстрирует нежелание увеличивать госдолг.

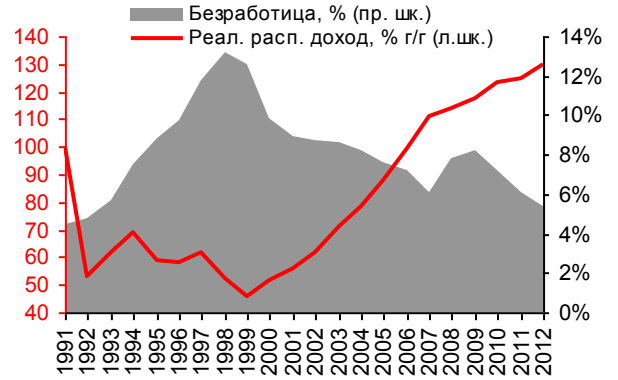
Возврат к распределительной системе даст только краткосрочные улучшение, долгосрочно обязательства бюджета возрастут

В перспективе возврат к распределительной системе повлечет за собой возникновение двух ключевых рисков. Во-первых, заметно возрастут социальные обязательства государства перед населением. Рекордно низкая безработица окажут повышательное давление на зарплаты и, следовательно, пенсии в ближайшие годы и могут дорого обойтись бюджету. Позитивный эффект на бюджет за счет мобилизации дополнительных доходов будет заметен только в краткосрочной перспективе, в долгосрочной нагрузка на расходную часть значительно вырастет.

Другим следствием будет ухудшение инфляционных ожиданий, которые сдерживались при накопительной системе

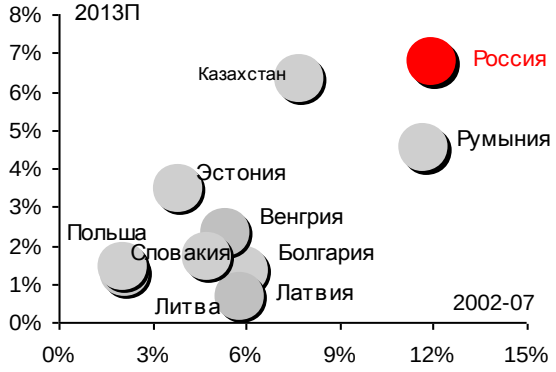
Во-вторых, национализация пенсионных сбережений подстегнет ухудшение инфляционных ожиданий. В отличие от стран-аналогов, сильно преуспевших в сдерживании инфляции в первые пять-десять лет после первоначальных пенсионных реформ, в России инфляционные индикаторы остаются высокими. Обратный ход пенсионной реформы в России нарушит социальный договор, согласно которому население формирует частные сбережения, в том числе пенсионные, а государство сосредоточено на политике таргетирования инфляции. Хотя ЦБ все еще говорит о предпочтении низкой инфляции, активное использование социальных расходов в качестве инструмента поддержки экономики ухудшает инфляционные ожидания. Снижение значимости накопительной пенсионной системы или полный отказ от нее ее в пользу распределительных пенсий окажет повышательное давление на инфляцию в кратко- и долгосрочной перспективе.

Илл. 7. Индекс реального располагаемого дохода в России (1991=100) и безработица, %



Источники: EIU, Росстат, Альфа-Банк

Илл. 8. Среднегодовой рост ИПЦ по странам, % г/г



Источники: МВФ, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Директор по продажам и торговле акциями	Майкл Пиджиолис
Телефон/Факс	(7 495) 795-3712
Аналитический отдел	
Телефон/Факс	(7 495) 795-3676
Макроэкономика	Наталия Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин, Сергей Егиев
Нефть и Газ	Александр Корнилов, CFA, Екатерина Малькова
Банковский сектор, Медиа, Телекоммуникации	Джейсон Гурвиц, Марина Карапетян
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт	Андрей Никитин, Александр Новиков
Металлургия, Горная добыча	Олег Юзефович
Рынок долговых инструментов	Екатерина Леонова, Татьяна Цилюрик
Аналитическая поддержка российских клиентов	Гельды Союнов, Алан Казиев
Редактор	Дэвид Спенсер
Перевод	Анна Мартынова, Станислава Овчаренко
Торговые операции и продажи	
Телефон	(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Продажи иностранным клиентам	Дмитрий Матюхин, Михаил Котов
Продажи российским клиентам	Дмитрий Демченко, Артем Юрченко
Группа продаж Альфа-Директ	(7 495) 795-3680
	Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев
Alfa Capital Markets (Лондон)	14th Floor, 1 Angel Court, London EC2R 7HJ
Телефон/Факс	(44 20) 7588-8500
	(44 20) 7382-4170
Продажи	(+44 20) 7382 4171
	Роберт Сучич (+44 20) 7382-4174
Продажи, торговые операции	Ян Глуховский (+44 20) 7382-4179
Alforma Capital Markets (Нью-Йорк)	1270 Avenue of the Americas, New York, NY 10020
Телефон/Факс	(+1 212) 421-7500/(+1 212) 421-8633
Продажи	Джастин Ландау (+1 212) 421-8564

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.