

## СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ СНГ: 4К11

### Рынок облигаций взял больничный

#### Ключевые тезисы

- **В нашем последнем отчете по стратегии на рынке евробондов СНГ мы предупредили инвесторов о снижении аппетита к риску и общей нервозности. Сейчас ситуация стала еще более неблагоприятной.** Давление на рынки сохраняется, что стимулирует бегство от рисков по всему миру. Все основные индикаторы демонстрируют существенное ухудшение настроений инвесторов и рост структурных проблем в ключевых экономиках. На европейском межбанковском рынке уровень доверия понижается, а восприятие качества суверенных кредитов европейскими экономическими агентами становится все более негативным.
- **Ожидания инвесторов и опережающие экономические индикаторы разочаровывают.** Теперь речь идет уже не о том, будет ли кризис, но о том, каким он будет: увидим мы стагнацию или рецессию? Комбинация высокого уровня долговых обязательств, замедления экономического роста, неэффективной монетарной политики и слабой фискальной политики повышает риски для динамики евробондов развивающихся рынков.
- **Болезнь “избытка долга”.** Ключевые мировые экономики поражены болезнью избытка суверенных долгов (особенно это касается периферийных стран Европы). Когда бремя корпоративных долгов было перемещено на суверенный уровень, проблема стала особенно острой. В арсенале государств мало методов для решения этой проблемы – это, прежде всего, дефолт, рефинансирование и экономический рост. Первый вариант радикален и влечет за собой весьма негативные последствия в краткосрочной перспективе. Второй вариант наиболее вероятен и может привести к временному улучшению ситуации на развитых и развивающихся рынках капитала, однако долговременного решения проблемы как таковой он не даст. Мы полагаем, что для полного излечения необходима реализация третьего варианта.
- **Стимулирование экономического роста – непростая задача в существующих обстоятельствах.** Большинство доступных инструментов ведут к дальнейшему наращиванию долга или к социальным волнениям, что особенно опасно для правительств в предвыборный год. В результате, арсенал монетарной политики ограничен расширением предложения денег. Еще один возможный инструмент стимулирования экономического роста – корректировка валютного курса.
- **По нашему мнению, наиболее эффективный и своевременный путь стимулирования экономического роста – увеличение чистого экспорта с помощью обесценивания национальных валют.** Мы ожидаем, что США и ЕС будут более активно управлять курсами своих валют для достижения конкурентных преимуществ в международной торговле. Наиболее важна в этом плане позиция Китая с его громадным экспортом в развитие экономики. “Валютные войны” могут привести к эскалации инфляции, что будет негативным фактором для рынка бондов.
- **Не стоит надеяться, что Китай спасет мировую экономику.** Прежде всего, юань всегда был мягко привязан к доллару США, и поэтому Китай не останется в стороне. Далее, Китай и сам может столкнуться с серьезными экономическими проблемами. Инвесторы, как кажется, не верят, что все китайские проблемы находятся под контролем: ключевые риски сосредоточены в финансовом секторе и на рынке недвижимости. Если же страна, на которую возлагают столько надежд, встанет перед лицом крупных проблем, это может, как мы думаем, спровоцировать масштабное падение стоимости активов развивающихся рынков.
- **Продавайте евробонды СНГ из своего портфеля, если это возможно.** Если нет, для минимизации потенциальных негативных эффектов стоит отдать предпочтение российским корпоративным и суверенным евробондам с рейтингами ВВ и ВВВ и короткой дюрацией.

## Когда кислое становится еще и горьким

Это случилось в августе: рейтинговое агентство S&P понизило суверенный рейтинг США на одну ступень до AA+. В какой-то степени этот шаг был предсказуемым, однако он оказался последней каплей негативных макроэкономических новостей, которая истощила терпение инвесторов. Результатом стало практически отвесное падение мировых фондовых индексов. Сейчас, после нескольких подъемов, рынки достигли тех уровней, которые фиксировались во втором-третьем кварталах 2010 г., на фоне первых эпизодов саги о греческом долге, и даже превзошли их.

**Таблица 1. Динамика индикаторов восприятия риска**

	Посл. значение	С начала года	Март 2011 г.	Декабрь 2010 г.	Сентябрь 2010 г.	Июнь 2010 г.
VIX S&P	41	134%	18	18	23	27
VIX PTC	57	117%	25	26	26	36
Мировой спрос на хеджирование	2,00	243%	1,25	0,56	1,12	2,29
Золото, \$/унция	1 625	16%	1 431	1 405	1 291	1 240
Brent, \$/барр.	105	12%	116	93	78	78
WTI, \$/барр.	82	-9%	106	90	75	77
Спред EMBI+, б.п.	415	175	265	240	290	316
5-летн. CDS России, б.п.	298	151	131	147	166	178
5-летн. iTraxx Crossover Europe, б.п.	806	368	381	437	519	521
5-летн. CDS Германии, б.п.	106	48	45	58	40	41
5-летн. CDS Франции, б.п.	181	80	77	101	79	81
5-летн. CDS Великобритании, б.п.	91	14	58	77	73	80

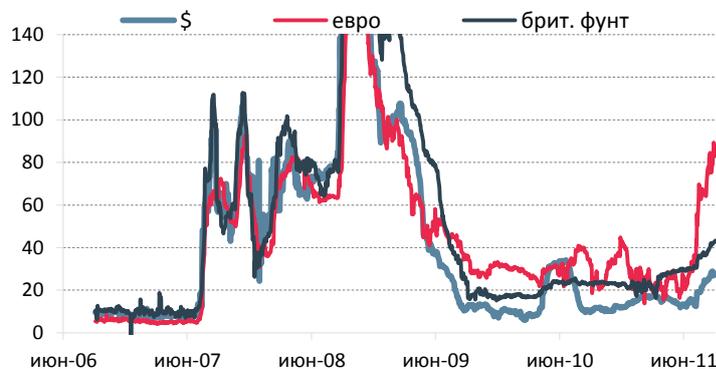
Источники: Bloomberg, оценка Атона

После нашего последнего отчета по стратегии на рынке евробондов, в котором мы предупреждали инвесторов о снижении аппетита к риску, ситуация только ухудшилась. Рынки остаются под сильным давлением. Европейский межбанковский рынок утратил важнейшее качество – доверие. На Графиках 1 и 2 представлены спреды 2-летних свопов и спреды LIBOR-OIS для ключевых экономик. Они иллюстрируют кризис доверия в Европе и то, что, хотя мы по-прежнему весьма далеки от максимумов 2008 г., недавние минимумы также остались глубоко позади. Интересно, что то же самое верно для долларовой и фунтового рынков.

**График 1. Спреды 2-летних свопов (б.п.)**



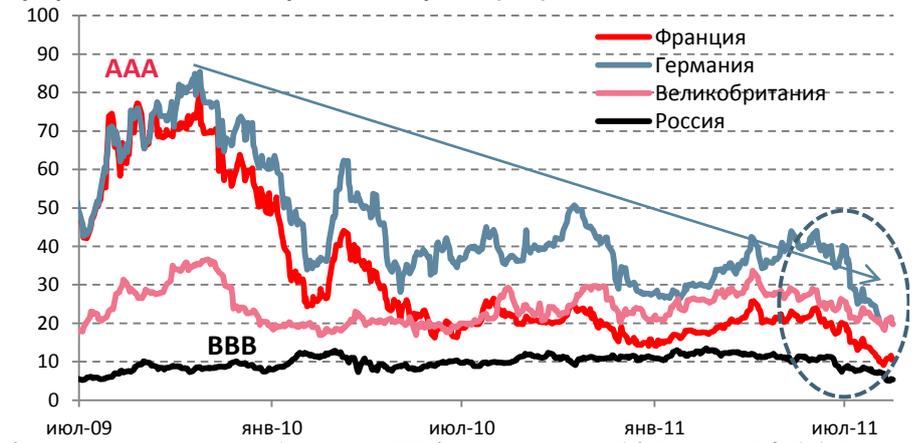
**График 2. Спред LIBOR-OIS (б.п.)**



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Еще одна проблема (помимо ликвидности) – восприятие рынками суверенного кредитного качества. На основе котировок CDS мы оценили вмененное “оставшееся время до дефолта” для основных европейских стран и России (График 3). Результат оказался интересным: страны с рейтингом AAA сближаются по этому показателю с Россией (рейтинг которой – BBB). Стоит подчеркнуть, что это не проявление быстрого укрепления России, но скорее признание слабости Европы.

График 3. Оставшееся время до дефолта (лет)\*



\* Процент возврата после дефолта равен 36% (исследование Moody's Sovereign Default & Recovery Study 1983-2010)

Источники: Bloomberg, Moody's, оценки Атона

Следует отметить два отличия текущей ситуации от ситуации второго квартала 2010 г. Тогда инвесторы говорили лишь о Греции и странах PIIGS. Сегодня, как кажется, затронуты даже важнейшие европейские страны с рейтингами AAA. Более того, перспективы роста, как в ЕС, так и по всему миру, стали сейчас много хуже. Все это добавляет горечи в уже на редкость кислый коктейль рыночных рисков.

## В фокусе структурные проблемы: нет простых решений

Давным-давно, в сентябре 1966 г., Пол Самуэльсон написал в журнале *Newsweek*: "Индексы Уолл-стрит предсказали девять из последних пяти рецессий". Мы считаем, что сейчас мы столкнулись с "десятой" рецессией, но на этот раз, как нам кажется, индексы правы.

### Стагнация или рецессия?

Из наших бесед с инвесторами, а также результатов опросов *Bloomberg*, мы сделали вывод об одном значительном сдвиге за время, прошедшее с публикации нашего предыдущего отчета по стратегии. Ранее мы говорили о вероятности негативных событий – стагнации и рецессии. Сегодня речь уже идет о том, будет ли стагнация или все-таки рецессия – гипотеза о том, что так или иначе произойдет что-то плохое, уже воспринимается как данность.

Реальные данные не дают однозначного ответа на этот вопрос. С одной стороны, динамика опережающих экономических индикаторов (ОЭИ) для США и Европы поддерживает, скорее, тезис о стагнации (Графики 5 и 6), а не жесткой рецессии с сокращением ВВП, как в 2008-2009 гг.

График 4. США: ВВП и ОЭИ (%)

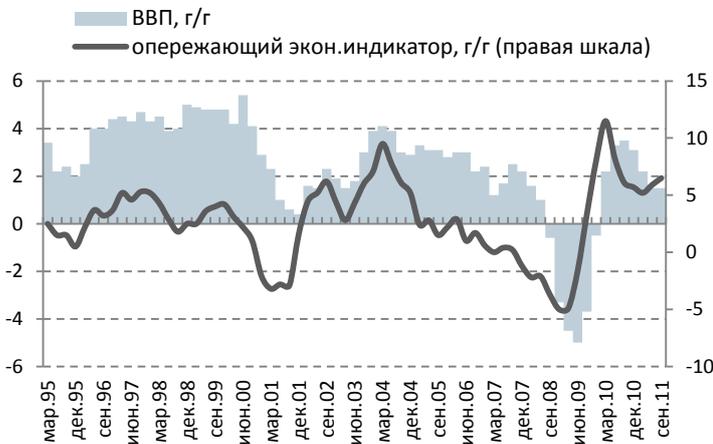
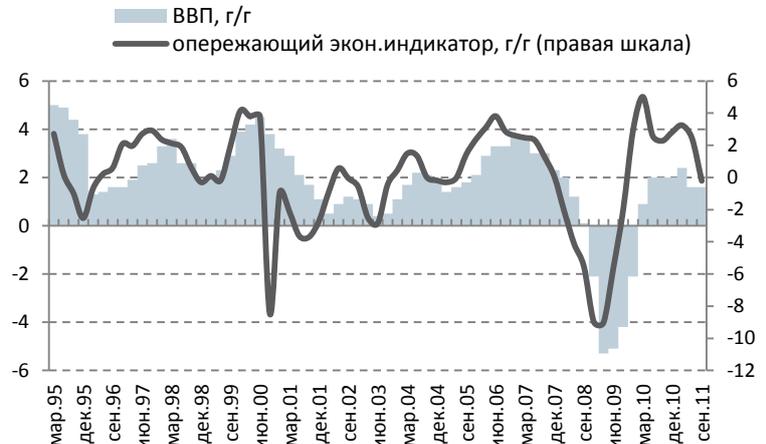


График 5. ЕС: ВВП и ОЭИ (%)



Источники: Bloomberg, оценка Атона

С другой стороны, есть индикаторы, которые указывают на рост рецессионных рисков. Индексы PMI остаются лишь немногим выше 50 пунктов для основных стран мира. Также, в течение этого года произошло серьезное изменение ожиданий по ключевой ставке (Графики 7 и 8). Если в марте инвесторы рассчитывали на благодатные времена с хорошими экономическими перспективами и растущими ключевыми ставками, то сейчас ожидания по ключевым ставкам для развитых рынков приближаются к нулю.

График 6. США: ключевая ставка и изменение ожиданий (%)

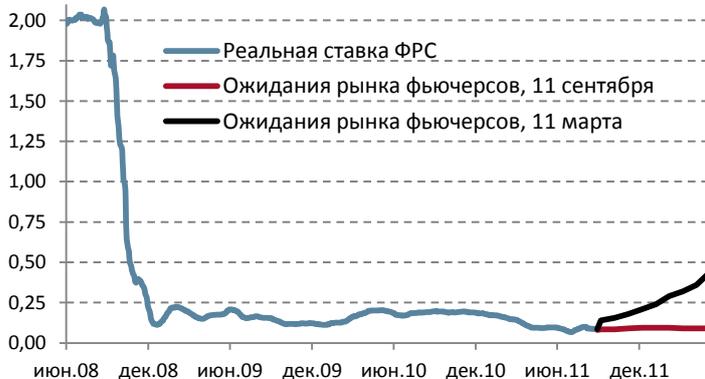
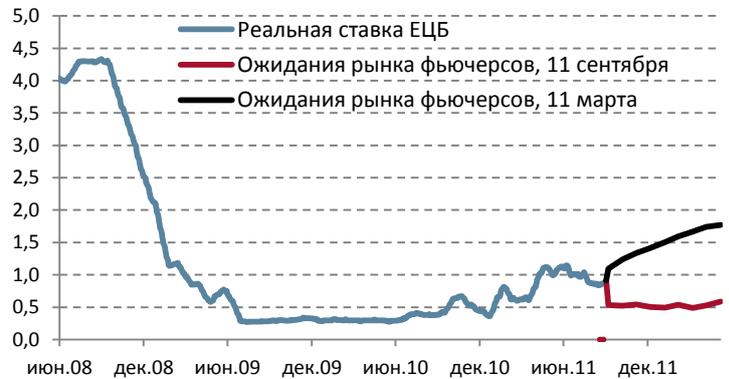


График 7. ЕС: ключевая ставка и изменение ожиданий (%)



Источники: Bloomberg, оценка Атона

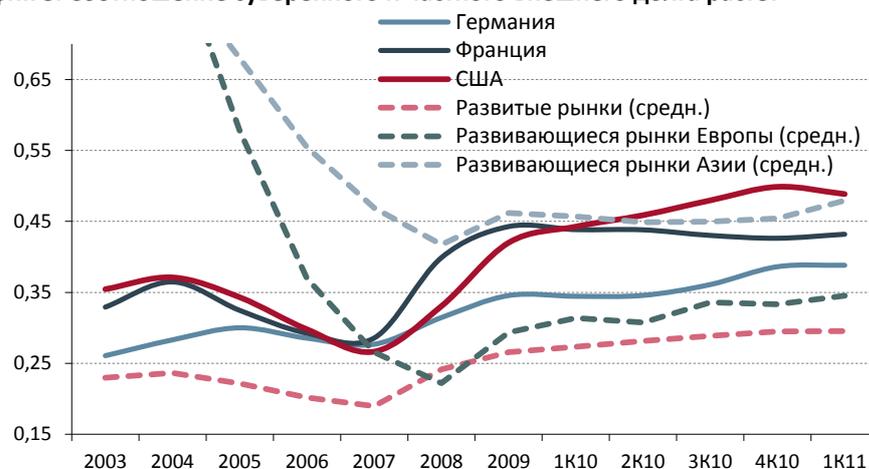
Комбинация высокого уровня долга, замедления экономического роста, неэффективной монетарной и слабой фискальной политики, как нам кажется, является очень неустойчивым основанием для будущей динамики рынка.

## “Избыток долга”: как он появился и как его лечить?

Среди четырех упомянутых ингредиентов коктейля рисков наиболее опасным сегодня, по нашему мнению, является первый из них, в то время как остальные представляют собой лишь производные от него. Высокое долговое бремя влечет за собой весьма негативные последствия – ситуацию “избытка долга”. На ранних стадиях долговое бремя поглощает сравнительно малую долю финансовых ресурсов страны в форме регулярных купонных платежей. Оно также может подтолкнуть правительство (центр принятия решений) к изысканию новых источников финансирования для подпитки и развития экономического организма. Болезнь начинает угрожать жизни, когда избыток долга поглощает столько энергии, что практически парализует рост и делает иммунную систему, представленную монетарными и фискальными инструментами, неспособной бороться с ним.

Проблема излишка долга в Европе (как и в США) стала особенно острой в 2007-2008 гг., когда значительная доля корпоративных долговых обязательств была перемещена на более высокий, суверенный, уровень в ходе масштабных программ спасения оказавшихся в тяжелом положении корпораций. К настоящему моменту соотношение суверенного и частного долга стало сопоставимым для развивающихся и развитых рынков. Сегодня проблемы долга наиболее остры в периферийных странах Европы.

График 8. Соотношение суверенного и частного внешнего долга растет



Источники: Всемирный банк, оценка Атона

Способов лечения немного. Первый и технически наиболее простой – **дефолт**. В медицинских терминах его можно сравнить с ампутацией органа, пораженного смертельным заболеванием. Это метод радикален, а потому непопулярен в современном мире. Среди возможных негативных последствий европейские лидеры называют высокий риск для организма еврозоны в целом, потенциальную дестабилизацию других не вполне хорошо стоящих на ногах стран, включая Португалию, Испанию и Италию, а также отрицательные эффекты для таких устойчивых стран как Франция и Германия. Так или иначе, с течением времени все больше европейских лидеров склонны соглашаться с тем, что избыток долга ведет себя как рак, и полное или частичное удаление пораженных органов может стать решением. Среди возможных мягких альтернатив – соглашения по реструктуризации с крупнейшими кредиторами и передача части долга международным финансовым организациям (МФО).

Другой метод – это **рефинансирование**, которое можно сравнить с анестезией. Оно делает проблему менее болезненной и дает выиграть время для поиска лучшего решения. При этом, однако, рефинансирование само по себе не является решением проблемы. Европейские лидеры в настоящее время обсуждают различные пути использования этого метода. Самый очевидный путь – предоставление Греции кредитов от ИФО. Так, МВФ, Еврокомиссия и ЕЦБ одобряют пакет помощи объемом €109 млрд, цель которого – рефинансирование греческого долга.

Еще одно средство помощи странам европейской периферии в условиях долгового кризиса – это Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility, EFSF), созданный на основе взносов стран-членов еврозоны для покупки бондов “проблемных” стран. По состоянию на 29 сентября 10 из 17 стран еврозоны одобрили инициативу расширения этого фонда до €440 млрд. Конечно, эта форма поддержки по сути своей обозначает рефинансирование. Следует отметить, что EFSF выпускает собственные бонды и есть надежда, что они смогут привлечь инвестиции Китая – таким

образом, этот локомотив мирового экономического роста может принять участие в предоставлении помощи странам европейской периферии. Однако Китай не проявил особенно сильного желания поучаствовать в процессе.

Еще одна возможность рефинансирования – выпуск бондов еврозоны (назовем их “едиными бондами”), финансового инструмента, который бы эмитировали центральные власти ЕС и который гарантировался бы всеми странами еврозоны. Мы полагаем, что единые бонды потенциально могут стать привлекательным инструментом и сильным конкурентом для американских казначейских бумаг. По нашим оценкам, композитный рейтинг единых бондов может составить AA-. Они могли бы предложить значительную премию по доходности к американским казначейским бумагам (с учетом валютной премии), а агрегированный объем выпуска был бы сопоставим с UST.

**Таблица 2. Единые бонды – сильный конкурент американским казначейским бумагам**

Страна	Долг, \$ млрд	Рейтинг	Доходность (%)		Спред к единым бондам (б.п.)*		Фондирование через единые бонды	
			10 лет	2 года	10 лет	2 года	10 лет	2 года
Италия	2 296	AA-	5,64	4,30	66	(189)	Дешевле	Дороже
Франция	1 880	AAA	2,70	1,08	(228)	(512)	Дороже	Дороже
Германия	1 780	AAA	1,99	0,58	(299)	(562)	Дороже	Дороже
Испания	939	AA	5,06	3,32	8	(288)	Дешевле	Дороже
Бельгия	455	AA+	3,77	1,89	(121)	(431)	Дороже	Дороже
Нидерланды	446	AAA	2,39	0,67	(260)	(552)	Дороже	Дороже
Австрия	278	AAA	2,78	1,07	(221)	(513)	Дороже	Дороже
Финляндия	109	AAA	2,43	0,66	(255)	(554)	Дороже	Дороже
Греция	520	СС	21,89	64,91	1 691	5,871	Дешевле	Дешевле
Португалия	228	BBB-	11,12	17,11	614	1,091	Дешевле	Дешевле
Ирландия	162	BBB	7,68	6,87	270	68	Дешевле	Дешевле
<b>Единый бонд</b>	<b>9 095</b>	<b>AA-</b>	<b>4,68</b>	<b>4,62</b>				
Валютная премия, б.п.			17	15				
<b>Эквивалент в USD</b>			<b>4,81</b>	<b>6,05</b>				
<b>UST</b>	<b>9 446</b>	<b>AAA</b>	<b>1,99</b>	<b>0,25</b>				
Единый бонд vs \$, б.п.			299	595				
Бунды vs \$, б.п.			181	43				

\* Если спред к единым бондам – положительное значение, фондирование с их помощью – дешево

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Мы считаем, что появление нового конкурента американским казначейским бумагам было бы с энтузиазмом встречено многими инвесторами, однако идея единых бондов, как кажется, была похоронена сильнейшими государствами ЕС. Это вызвано тем, что фондирование с помощью единых бондов будет для них более дорогим, чем сейчас, и лишь для немногих стран PIIGS стоимость фондирования сократится.

Рефинансирование всего лишь позволит выиграть время для лечения. И это лечение – **экономический рост**. Мы детально проанализируем этот вопрос в следующей секции.

### Несколько слов об экономическом росте

Всеми признано, что экономический рост – наилучшее лечение проблемы избытка долга. В отличие от дефолта, это мягкий вариант, и, в отличие от рефинансирования, он действительно лечит. Увеличения ВВП можно достигнуть четырьмя путями – через рост потребления, инвестиций, государственных расходов или чистого экспорта. Стимулирование может быть осуществлено с использованием методов монетарной, фискальной или валютной политики. Чтобы оценить, какие методы могут быть использованы, мы составили список “симптомов” для США и ЕС.

**Таблица 3. Потенциал стимулирования экономики**

	США	ЕС
Рост ВВП	Слабый	Слабый
Потребление	Низкая уверенность	Низкая уверенность
Инвестиции	Невысокие ожидания	Невысокие ожидания
Гос.расходы	Сокращение	Сокращение
Чистый экспорт	Сильно отрицательный	Увел. сальдо в торговле с США / Ограничен
<b>Возможности стимулирования</b>	<b>Ограниченные</b>	<b>Умеренные</b>
Ставка	Нет вариантов (ставка - 0%)	Вероятное понижение с 1,5%
QE / Эквивалент	Возможно, но, вероятно, бесполезно	В ограниченном масштабе (через ЕЦБ, EFSF)
Понижение налогов	Потенциал ограничивается дефицитом	Потенциал ограничивается дефицитом
Гос.долг	Растет	Растет
Баланс ЦБ	Растет	Растет
Темп роста M1	Высокий	Умеренный
<b>Инфляционные ожидания</b>	<b>Растут</b>	<b>Растут</b>
Реальная доходность долга	Сильно отрицательная	Отрицательная
Девальвация валюты	Да, дефляция долга	Да, дефляция долга и стимулирование экспорта

Источники: оценка Атона

США и ЕС начали лечение с применения средств монетарной политики. Мы стали свидетелями вливаний ликвидности (программы количественного смягчения политики QE I и QE II в США, пакеты помощи компаниям и целым государствам в Европе), но они, похоже, не смогли вдохнуть жизнь в пациента. Одним из побочных эффектов стало падение доходностей до исторических минимумов, еще одним – возникновение иммунитета к этому типу монетарного стимулирования: экономика перестала позитивно реагировать на программы QE и даже стала зависимой от них. К примеру, недавний отказ от нового раунда QE и замена его на “Твист” привели к значительному падению индексов и ухудшению настроений инвесторов. Наиболее позитивной была реакция рынков капитала и сырья, но не самой экономики.

Ключевые ставки находятся на минимальных уровнях и возможности для их дальнейшего понижения ограничены, что ограничивает пространство для маневра правительств. В США ставка очень близка к нулю, в ЕС есть потенциал понижения, однако он слишком невелик, чтобы такой шаг стал панацеей. Еще более беспокоит то, что экономика в данный момент не предъявляет спроса на сверхдешевые деньги, так как экономические перспективы настолько мрачны и неопределенны, что подрывают уверенность бизнеса в будущем.

Фактически, у правительств остался единственный инструмент монетарной политики – увеличение объема денежных средств в обращении: путем их эмиссии или через повышение денежных мультипликаторов. Но и здесь есть препятствия, которые сложно преодолеть. Денежные мультипликаторы растут при сокращении ключевых ставок, однако те и так уже достаточно низки: дальнейшие понижения принесут не слишком много пользы. Печатание денег стимулирует инфляцию и, вероятно, будет принято в штыки общественностью. Учитывая то, что в 2012 г. в США и ключевых странах ЕС состоятся выборы, рост цен резко сократит поддержку электоратом политиков, находящихся сейчас у власти. Уже поэтому включение печатного станка не кажется удачным выбором.

Теперь обратимся к фискальной политике. Здесь правительства могут выбирать между двумя стратегиями для выплат по долговым обязательствам – стимулированием экономического роста (чтобы больше зарабатывать) или сокращением расходов. Правительство может увеличить расходы для стимулирования производства и спроса для “перезапуска” экономики. Однако для этих новых расходов также нужны средства, и есть два их источника – внешнее и внутреннее фондирование. Первый вариант означает выпуск новых долговых обязательств, однако это противоречит нашей цели лечения проблемы избытка долга. Мы согласны с тем, что политики могут согласиться на небольшое увеличение долга, однако любое движение в этом направлении будет сопровождаться немалыми спорами. Так, можно вспомнить о продолжительных и упорных дебатах в отношении повышения потолка суверенного долга в США между республиканцами и демократами.

Таким образом, учитывая ограниченность времени на решение проблемы избытка долга, мы должны обратиться к внутреннему фондированию. В двух словах, выбор здесь состоит в том, чтобы или меньше тратить или больше получать. Монетарный эффект этого варианта станет заметным довольно быстро, однако в результате политики могут столкнуться с социальными волнениями (например, демонстрации в Греции, Италии и Испании) и ослаблением электоральной поддержки, что нежелательно в предвыборный

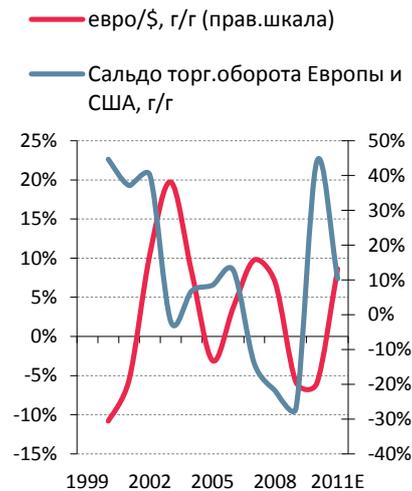
год. Если говорить об увеличении сбора налогов, социальных волнений можно избежать, обязав состоятельных граждан и корпорации платить больше. Однако вновь есть два препятствия. Во-первых, это временной лаг: повышение налогов отрицательно отразится на электоральной поддержке политиков сегодня, в то время как монетарный эффект станет заметен лишь завтра. Таким образом, растет вероятность того, что политики проиграют грядущие выборы, а плодами их действий воспользуются преемники. Во-вторых, что более важно, повышение налогов на корпорации замедлит экономический рост – и здесь замыкается порочный круг...

Итак, можно констатировать, что мы отвергли стимулирование трех из четырех основных компонентов экономического роста. Потребительский и инвестиционный спрос слаб ввиду неопределенности макроэкономических перспектив, в то время как государственные расходы ограничены и так высокими уровнями долга и близящимися выборами. Остается чистый экспорт: хороший ответ может лежать в сфере управления валютным курсом.

### Валютные войны: битва титанов

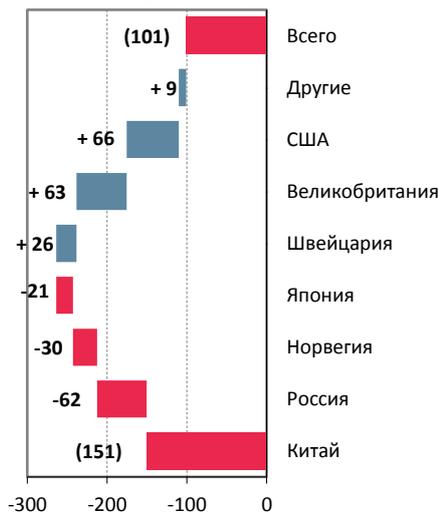
Мы думаем, что чистый экспорт – это тот инструмент, который, скорее всего, будет использован по обе стороны Атлантики, так как он играет весьма важную роль в росте ВВП как в США, так и в Европе (см. Приложение I). В среднем с первого квартала 2002 г. вклад чистого экспорта в рост ВВП США составлял -56%, Германии, которая генерирует значительную часть экспорта ЕС, – чуть более +60%. Нужно отметить, что показатели чистого экспорта крупнейших мировых экономик хорошо реагируют на изменения валютных курсов. Как показано ниже, девальвация евро позволила ЕС обеспечить положительное сальдо счета текущих операций с США (см. График 9).

График 9. Курс евро/\$ и сальдо торг.баланса Европы и США, г/г



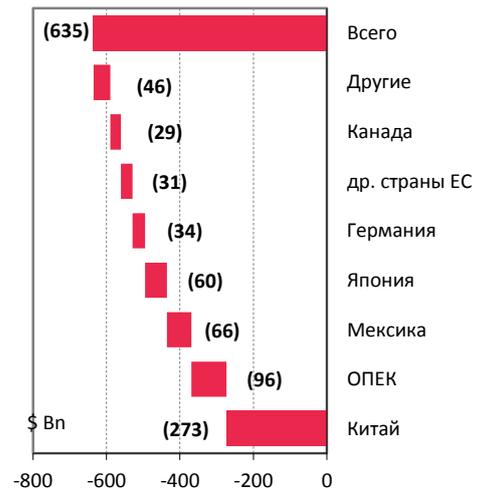
Источники: Евростат, оценка Атона

График 10. Торговый дефицит стран еврозоны, \$ млрд (2010)



Источники: Евростат, оценка Атона

График 11. Торговый дефицит США со странами мира, \$ млрд



Источники: ВЕА, оценка Атона

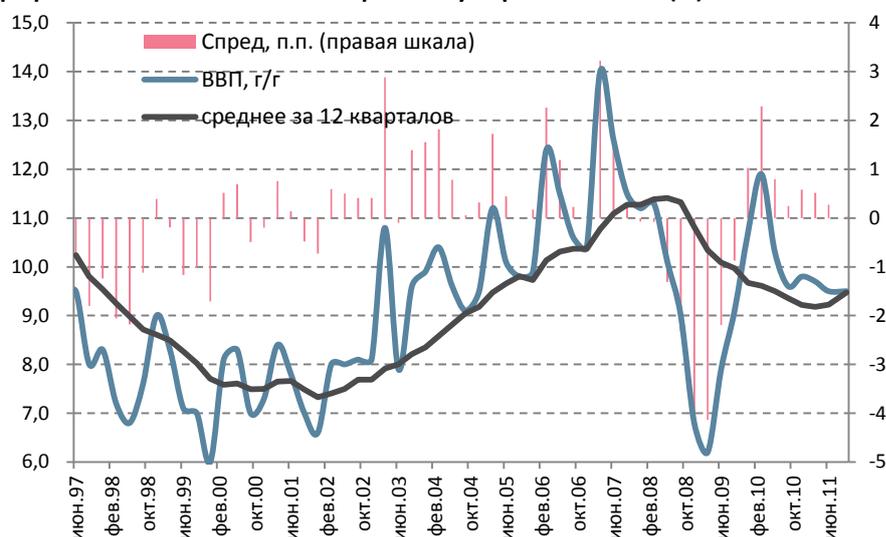
В качестве еще одного примера можно вспомнить, насколько быстро Швейцария привязала франк к европейской валюте после его значительного укрепления, которое нанесло сильный удар конкурентоспособности экспорта и угрожало снизить темпы экономического роста. Поэтому, как мы ожидаем, США и ЕС обратят более пристальное внимание на свою политику валютных курсов для стимулирования роста чистого экспорта.

Впрочем, есть еще и третий титан, который может радикально изменить картину для США и ЕС. Графики 10 и 11 демонстрируют, что Китай – важный торговый партнер и США, и ЕС. В развитых странах, вероятно, появится сильное желание улучшить экономическую ситуацию за счет Китая путем девальвации своих валют. И здесь возникает такой важный вопрос...

## Насколько силен Китай?

Если основываться на официальной статистике, Китай находится в хорошей форме для того, чтобы продолжать быстро расти и поддерживать сравнительно низкий курс юаня в течение достаточно длительного времени. Несмотря на некоторое снижение темпов роста реального ВВП в последнее время – которые вновь опустились ниже 10% - они по-прежнему близки к среднему показателю за 12 кварталов, который снова повышается.

График 12. Рост ВВП Китая: по-прежнему хорошие темпы (%)

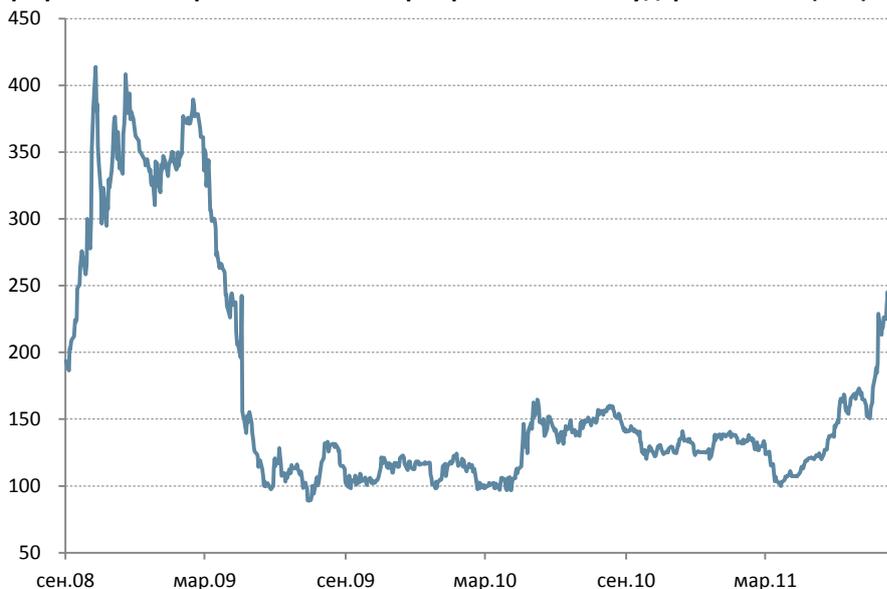


Источники: Bloomberg, оценка Атона

Китайские власти использовали быстрые и эффективные монетарные инструменты, включая повышения ключевых ставок и нормы резервирования, чтобы несколько охладить экономику. Эти средства сработали, согласно официальной статистике, очень хорошо. В то же время, усилились опасения относительно того, что китайские власти не полностью контролируют ситуацию. Как это обычно и бывает, ужесточение монетарной политики напрямую влияет на объем доступной ликвидности в системе. Резкие изменения этой переменной влекут за собой рост вероятности шоков денежного рынка. Зная это, банки корректируют свою кредитную политику, придавая ей более консервативный характер. В результате, финансовый сектор теперь в меньшей степени способен обеспечивать кредитные ресурсы для финансирования будущего потребления и наращивания инвестиций, но недоинвестирование сегодня может дать видимые последствия завтра. Далее, у Китая есть проблемы в других областях, включая высокие долговые обязательства регионов, рынок недвижимости (пузырь цен на жилье и избыточные предложения), а также весьма значительные рискованные активы банков (включая активы, связанные с сектором недвижимости). Впрочем, большинство этих проблем – внутренние, и, по нашему мнению, есть высокая вероятность того, что властям удастся разрешить их.

Так или иначе, рынок, как кажется, склонен считать, что не все из этих проблем можно будет с легкостью урегулировать, и китайские банки могут сильно пострадать. На Графике 13 видно, что спред между средневзвешенными уровнями CDS ключевых китайских банков (Bank of China, China Development Bank и Export-Import Bank of China) и суверенными CDS рос с конца первого квартала 2011 г. Стоит отметить, что спред увеличился уже на 150 б.п. с марта 2011 г. – и это уже половина роста в ходе последнего кризиса.

**График 13. CDS: финансовый сектор отрывается от государственного (б.п.)**



Источники: Bloomberg, оценка Атона

### Что будет, если рост китайской экономики замедлится?

Мы признаем, что на данном этапе этот вопрос является в высокой степени теоретическим. Вместе с тем, ответ на него дает некоторые практические выводы.

Китай обеспечивает 30% роста мирового ВВП и около 11% мировых торговых потоков (по информации ВТО), все другие крупнейшие экономики являются его торговыми партнерами.

**Таблица 4. Вклад стран в мировое производство и рост ВВП в 2010 г.**

	Доля в мировом производстве	Вклад в рост мирового ВВП (п.п.)	Вклад в рост мирового ВВП (%)
США	18%	0,5	10%
ЕС-15	18%	0,3	6%
Япония	6%	0,2	4%
Другие	8%	0,6	12%
<b>Китай</b>	<b>16%</b>	<b>1,5</b>	<b>31%</b>
Индия	5%	0,4	8%
Россия и СНГ	5%	0,2	4%
Другие	24%	1,2	24%
<b>Мир</b>	<b>100%</b>	<b>4,9</b>	<b>100%</b>

Источники: Conference Board, оценка Атона

Это значит, что Китай и развитые рынки тесно связаны. В хорошие времена эта взаимосвязь давала эффект мультипликатора – высокие темпы роста в развитом мире стимулировали повышение темпов роста в Китае, что, в свою очередь, подталкивало вверх развитые рынки. В плохие времена, впрочем, эффект мультипликатора сохраняется, но работает в другом направлении. Существенное замедление темпов роста у импортеров китайской продукции повлекло за собой аналогичный эффект в Китае. Изменения перспектив роста в худшую сторону обычно сокращают спрос на промышленные металлы и нефть. Учитывая то, что на Китай приходится 11% мирового потребления нефти, 39% - меди и 37% - никеля, сырьевые рынки также пострадают от любого замедления темпов роста китайской экономики. Это наиболее негативно отразится на экспортно-ориентированных странах, в том числе России, Казахстане, Украине и Азербайджане. Все такие проблемы, как правило, провоцируют масштабные распродажи активов на развивающихся рынках.

## Где укрыться? Обзор разных активов

В предыдущих секциях мы отмечали, что участники рынка уверены в неизбежности кризиса и сомневаются лишь в том, последует ли мировая стагнация или же рецессия. Судя по макроэкономическим данным, стагнация более вероятна, но и рецессию нельзя исключать. Причина этого заключается в том, что проблему избытка долгов непросто решить, и рынок, находящийся под давлением, вероятно, будет жестко реагировать на негативные новости – мы считаем, что есть высокие шансы на появление все новых негативных новостей в четвертом квартале 2011 г.

Ниже мы суммировали исторические данные по доходности для различных классов активов. В первой части таблицы приведена квартальная доходность в периоды рецессии (при сокращении ВВП США), а во второй – в периоды стагнации (рост ВВП США на 1,0-1,5%). Мы получили нормализованные показатели, разделив доходности на стандартные отклонения. Мы считаем соотношение медианной доходности и стандартного отклонения наиболее репрезентативным показателем в нестабильные периоды на рынке.

Итак, из таблицы следует, что в периоды рецессии лучшими убежищами выступают золото, платина и палладий. По другим классам активов наблюдается отрицательная или минимальная доходность. При стагнации лучший выбор – это золото и платина, а также другие сырьевые товары (CRB Food и CRB Commodities) и облигации развивающихся рынков (EMBI Total Return). Тем не менее, следует отметить, что в нестабильные времена на рынке бонды СНГ становятся объектами активных распродаж и демонстрируют динамику много хуже EMBI TR.

**Таблица 5. Квартальная доходность активов (синий – лучше, красный – хуже)**

	Индекс доллара	Золото	Платина	Палладий	CRB Metal	CRB Food	CRB Cmdty	WTI	Brent	EMBI TR	MSCI DM	MSCI EM
<b>РЕЦЕССИЯ</b>												
Медиана (%)	-0,74	2,74	7,29	1,84	2,90	-1,25	-0,64	-4,86	-5,57	0,74	-4,41	4,38
Ст.отклонение (%)	3,33	5,91	23,8	9,21	23,4	10,7	12,5	29,1	28,5	6,54	16,2	24,8
Медиана/ст.отклонение	-0,22	0,46	0,31	0,20	0,12	-0,12	-0,05	-0,17	-0,20	0,11	-0,27	0,18
<b>СТАГНАЦИЯ</b>												
Медиана (%)	1,02	5,38	8,11	-0,82	4,31	5,11	4,03	2,09	5,42	2,40	-2,45	-2,11
Ст.отклонение (%)	3,84	6,17	9,65	16,4	8,08	7,08	4,32	17,2	15,8	3,46	5,67	8,04
Медиана/ст.отклонение	0,27	0,87	0,84	-0,05	0,53	0,72	0,93	0,12	0,34	0,69	-0,43	-0,26

Источники: Bloomberg, оценка Атона

### Евробонды СНГ – держитесь подальше, если можете...

Мы ожидаем, что ситуация на рынке в четвертом квартале 2011 г. останется непростой, поэтому наша основная стратегия – держаться подальше от рынка евробондов СНГ. Бонды российских эмитентов и эмитентов других стран СНГ традиционно являются одними из первых инструментов, которые продают мировые инвесторы, так как в плохие времена самой популярной стратегией становится бегство в качество. Однако такая стратегия не подходит для инвесторов, которые должны сохранять средства в активах при любых сценариях развития событий. Для них мы приводим наши инвестиционные идеи по рынку евробондов СНГ ниже.

### ...а если нет – делайте ставку на высоколиквидные и наиболее качественные выпуски

В ходе последних просадок рынка, евробонды СНГ сильно пострадали, что не было связано с ухудшением их кредитного качества или макроэкономических условий в целом. Цены на нефть высокие, золотовалютные резервы большие, а уровни суверенного и частного долга приемлемы. В такие времена, как сейчас, мы отдаем предпочтение ликвидным выпускам бондов, которые можно быстро продать в случае коррекции рынка. Анализ изменений доходности в последние три месяца продемонстрировал, что бонды с более высоким кредитным качеством пострадали менее других.

Мы видим, что сильнее всего досталось бумагам с рейтингом В и бумагам финансовых институтов. Это полностью соответствует клиентским потокам, которые мы наблюдали в последнее время. Слабее всего оказались задеты российские корпоративные и суверенные бумаги с рейтингами ВВ и ВВВ. Так или иначе, общее расширение z-спреда было очень значительным (170-200 б.п. для суверенных выпусков и 250-300 б.п. для корпоративных). На графиках ниже мы представили изменения z-спредов для бумаг различных секторов за последние три месяца.

График 14. Сектора (б.п.)



График 15. Банки (б.п.)

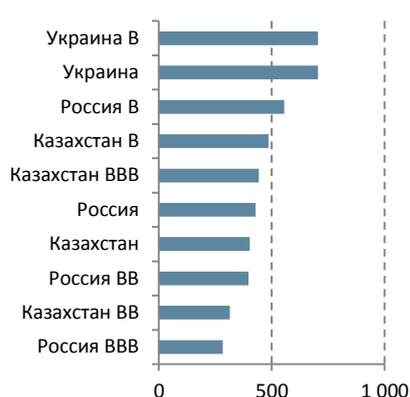


График 16. Компании (б.п.)



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Мы думаем, что в дальнейшем динамика z-спредов будет схожа с той, которую мы наблюдали в последнее время. Поэтому мы рекомендуем делать ставку на российские суверенные евробонды, выпуски Транснефти и таких сильных нефтегазовых компаний как Газпром, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК и ТНК-ВР. Чтобы избежать сильного ценового эффекта в результате расширения спреда мы рекомендуем инструменты с низким DV01, то есть те, дюрация которых меньше трех лет.

### Обзор предыдущих рекомендаций

Наши предыдущие рекомендации обеспечили среднюю доходность на уровне -4%, что примерно соответствует динамике российского бенчмарка и существенно превосходит динамику бенчмарков других стран СНГ. Наихудшие показатели продемонстрировали наши длинные позиции в PSB 15, Metinvest 15 и AZRAIL 16. С другой стороны, наши короткие позиции в длинных бондах КазМунайГаз и Ferrexpo 16 показали себя с наилучшей стороны.

Таблица 6. Динамика бумаг, которые рекомендовались нами ранее

Название	Купон (%)	Срок погашения	Позиция	Цена (%)	Изм. цены	С начала года (%)	Z-спред (б.п.)	Дюрация (лет)	В обращении	Рейтинг (M/S/F)
<b>Россия</b>										
PSB 15	12,75	27/05/15	Длинная	100,56	-15%	8,77	802	3,0	200	Ba2/-/BB-
CEB 13	7,75	20/05/13	Длинная	101,31	-2%	5,69	507	1,5	300	Ba3/-/BB-
Gazprom 20	7,20	03/02/20	Длинная	106,45	-4%	3,54	234	2,9	575	Baa1/BBB/BBB
<b>Украина</b>										
Metinvest 15	10,25	20/05/15	Длинная	91,81	-16%	10,82	1,007	3,0	500	-/-/B
Ferrexpo 16	7,88	07/04/16	Короткая	86,24	-17%	10,17	951	3,8	500	-/B+/B
<b>Казахстан</b>										
KAP 15	6,25	20/05/15	Длинная	101,39	-5%	4,93	417	3,3	500	Baa3/-/BBB-
KMG19	9,13	02/01/19	Короткая	112,03	-9%	5,89	437	5,5	1 600	Baa3/BBB-/BBB-
KMG20	7,00	05/05/20	Короткая	100,53	-9%	5,85	410	6,5	1 500	Baa3/BBB-/BBB-
KMG21	6,38	09/04/21	Короткая	97,09	-9%	6,04	417	7,1	1 250	Baa3/BBB-/BBB-
<b>Азербайджан</b>										
AZRAIL 16	8,25	18/02/16	Длинная	97,25	-10%	7,11	627	3,8	125	NR
<b>Бенчмарки</b>										
Russia 30	7,50	31/03/30		112,09	-5%	4,37	264	5,4	18 354	Baa1/BBB/BBB
Ukraine 20	7,75	23/09/20		88,25	-14%	7,89	611	6,6	1 500	B2/B+/B
GRAIL 15	9,88	22/07/15		101,50	-9%	8,01	728	3,3	250	-/B+/B+

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Приложение I. Компоненты роста ВВП (сезонно скорр., среднее с 1К02)

График А. США

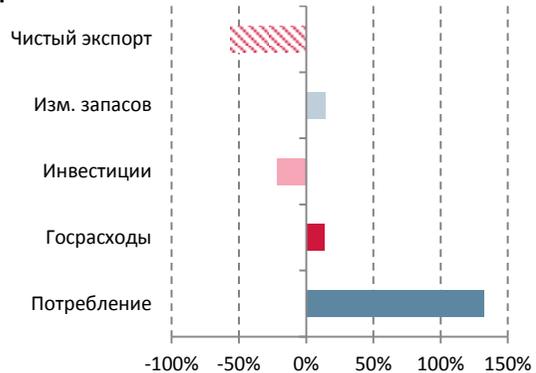


График Б. Германия

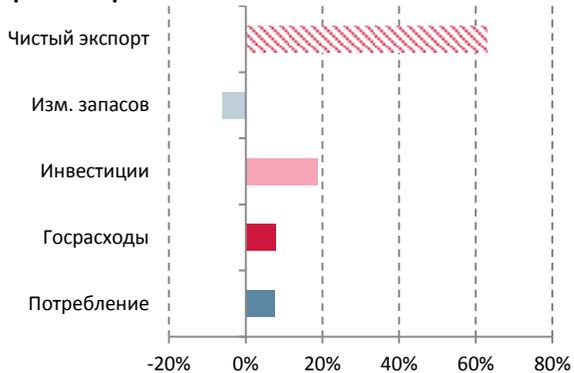
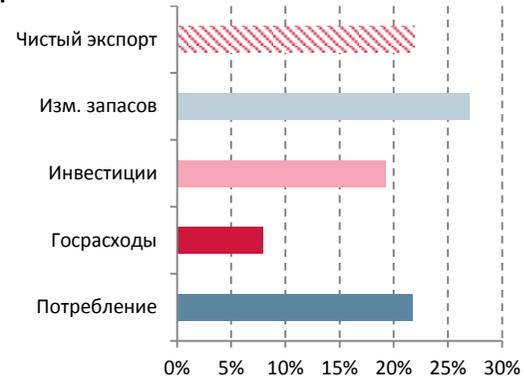


График В. Япония



Источники: ОЭСР, оценка Атона

## Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. 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, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни 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 один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут 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 ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом 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. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

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 аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1  
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876  
АТОН <GO> (Bloomberg)  
www.aton.ru www.atonbroker.com  
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

**Atonline Limited**

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ; 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр  
Офис: 20, Кириакас Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр  
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016  
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

**Департамент торговли**

**Павел Грёнбьерг**  
+7 (495) 287 8650  
pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций  
зарубежным клиентам**

**Мартин Голлнер**  
+44 20 7011 9662  
martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций  
российским клиентам**

**Антон Снобков**  
+7 (495) 287 9280  
anton.snobkov@aton.ru

**Аналитический департамент**

**Алексей Языков**  
+7 (495) 213 0340  
alexei.yazikov@aton.ru

**Управление по работе  
с долговыми инструментами**

**Павел Душин**  
+7(495) 705-99-42  
pavel.dushin@aton.ru

**АНАЛИТИКИ АТОНА**
**Стратегия и экономика**

**Питер Вестин**  
+7 (495) 213 0341  
peter.westin@aton.ru

**Эндрю Риск**  
+7 (495) 777 9090 x2641  
andrew.risk@aton.ru

**Сергей Колоколов**  
+7 (495) 777 9090 x2671  
sergey.kolokolov@aton.ru

**Электроэнергетика**

**Илья Купреев**  
+7 (495) 213 0335  
ilya.koupreyev@aton.ru

**Алексей Евстратенков**  
+7 (495) 777 9090 x2679  
alexey.evstratenkov@aton.ru

**Павел Ластовкин**  
+7 (495) 777 6677 x2683  
pavel.lastovkin@aton.ru

**Металлургия**

**Диннур Галиханов**  
+7 (495) 213 0338  
dinnur.galikhano@aton.ru

**Илья Макаров**  
+7 (495) 777 9090 x2644  
ilya.makarov@aton.ru

**Специальные ситуации**

**Михаил Пак**  
+7 (495) 213 0337  
mikhail.pak@aton.ru

**Никита Мельников**  
+7 (495) 213 0336  
nikita.melnikov@aton.ru

**Телекоммуникации и медиа**

**Станислав Юдин**  
+7 (495) 213 0339  
stanislav.yudin@aton.ru

**Ирина Скворцова**  
+7 (495) 777 9090 x2675  
irina.skvortsova@aton.ru

**Нефть и газ**

**Елена Савчик**  
+7 (495) 213 0343  
elena.savchik@aton.ru

**Вячеслав Буньков**  
+7 (495) 213 0344  
slava.bunkov@aton.ru

**Анна Лакейчук**  
+7 (495) 777 9090 x2661  
anna.lakeychuk@aton.ru

**Потребительский сектор**

**Иван Николаев**  
+7 (495) 213 0334  
ivan.nikolaev@aton.ru

**Марина Гутнева**  
+7 (495) 777 9090 x2645  
marina.gutneva@aton.ru

**Банки**

**Ринат Кирдань**  
+7 (495) 213 0342  
rinat.kirdan@aton.ru

**Иван Качковский**  
+7 (495) 705 9232  
ivan.kachkovski@aton.ru

**Сергей Казарян**  
+7 (495) 777 9090 x2674  
sergey.kazaryan@aton.ru

**Редакционно-издательский отдел**

**Лорен Мэнди**  
+7 (495) 777 9090 x2648  
lauren.mandy@aton.ru

**Томас Лавракас**  
+7 (495) 777 9090 x2686  
thomas.lavrakas@aton.ru

**Анна Богданова**  
+7 (495) 777 9090 x2657  
anna.bogdanova@aton.ru

**Анна Мартынова**  
+7 (495) 777 9090 x2678  
anna.martynova@aton.ru

**Долговые инструменты: аналитика**

**Ринат Кирдань**  
+7 (495) 213 0342  
rinat.kirdan@aton.ru

**Андрей Бобовников**  
+7 (495) 287 8648  
andrey.bobovnikov@aton.ru

**Юрий Нефедов**  
+7 (495) 777 6677 x2643  
yury.nefedov@aton.ru

**Долговые инструменты: продажи**

**Михаил Авербах**  
+7 (495) 287 8649  
mikhail.averbakh@aton.ru

**Максим Бевза**  
+7 (495) 287 8652  
maxim.bevza@aton.ru

**Долговые инструменты: трейдинг**

**Мурат Берсеков**  
+7 (495) 777 6677 x2333  
murat.bersekov@aton.ru

**Илья Кузнецов**  
+7 (495) 777 6677 x2304  
ilya.kuznetsov@aton.ru

**Рынки капитала**

**Мансур Гусейнов**  
+7 (495) 777 6677 x2332  
mansur.guseynov@aton.ru

**Технический анализ**

**Елена Кожухова**  
+7 (495) 777 9090 x2672  
elena.kozhukhova@aton.ru