

*Мы полагаем, что текущие рыночные условия рисуют для рубля весьма негативную картину. При сохранении негативного отношения иностранных инвесторов к рублевым активам, проявляющееся в закрытии рынка внешних заимствований, рублю в 2015 году еще предстоит пережить девальвационные «шоки». Тем не менее до конца года при условии полноценного запуска механизмов предоставления валютной ликвидности со стороны ЦБ и Минфина рубль имеет все шансы продемонстрировать относительную стабильность или даже небольшое укрепление. Курс доллара при этом может опуститься ниже отметки 40 руб. и дойти до уровня 38,5 руб. Тем не менее изменение политики ЦБ в сторону полного отказа от сдерживания курса рубля и переход к инфляционному таргетированию могут спровоцировать резкое движение в начале 2015 года. Кроме того, сохраняющийся спрос на валюту со стороны участников, имеющих внешние валютные заимствования и столкнувшихся с проблемами рефинансирования, также окажет давление на рубль.*

*Удержание цен на нефть ниже отметки 90 долл. за барр. может побудить Правительство распечатать национальные фонды, что повысит риски понижения суверенного рейтинга страны и окончательно подорвет интерес иностранных инвесторов к рублевым активам.*

*При этом ЦБ, вероятнее всего, прибегнет к повышению ключевой ставки до конца текущего года, что может оказать небольшую поддержку национальной валюте. Тем не менее это не сможет преломить сформировавшийся тренд ослабления.*

*Курс доллара в 2015 году может обновить существующие максимумы. При этом среднегодовое значение может превысить отметку в 44 руб.*

**Алексей Егоров**  
[egorovav@psbank.ru](mailto:egorovav@psbank.ru)  
**Османов Роман**  
[osmanovr@psbank.ru](mailto:osmanovr@psbank.ru)

В 2014 году Россия столкнулась с рядом негативных внешних факторов, которые оказали сильное влияние как на экономику страны, так и на национальную валюту. Мы постарались консолидировать последствия влияния каждого из этих факторов, а также спрогнозировать возможное дальнейшее развитие событий.

## Факторы влияния

### Внешние факторы

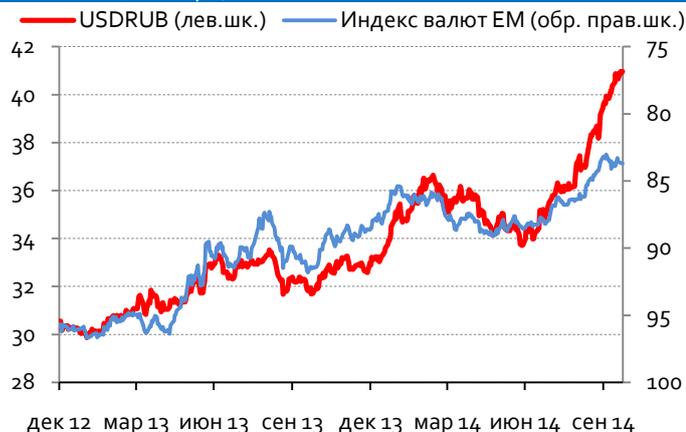
#### Глобальное укрепление доллара.

За последний год экономика США продемонстрировала сильное восстановление. При этом ФРС на фоне сворачивания программы количественного смягчения начала намекать в своей риторике на возможное ужесточение монетарной политики. В этом контексте развивающиеся рынки, а также страны с сырьевыми экономиками начали испытывать отток капитала, который направился в долларовые активы. Поскольку экономика США является флагманом глобальной экономики, немаловажным для рубля является позиция доллара на мировой арене. Способствовать укреплению рубля может слабый доллар, а ослабления доллара можно ожидать лишь в случае замедления экономики США. На настоящий момент глобальная экономика показывает тенденцию к замедлению, которое будет, так или иначе, сказываться и на экономике США. Можно предположить, что до конца 2014 г. ФРС будет проявлять мягкий тон, что не позволит доллару существенно вырасти и оказать давление на мировые валюты. Более того, с высокой долей вероятности можно ожидать вербальных попыток ослабить доллар. При этом фьючерсы на fed funds отражают, что возможное повышение ставки в США сместилось ближе к декабрю 2015 года, что позволит мировым валютам и рублю отчасти «вздохнуть с облегчением».

Помимо оттока капитала с развивающихся рынков можно также выделить и переток капитала из ЕС в США. В то время как ФРС делала намеки на возможное ужесточение монетарной политики, ЕЦБ напротив предпринял ряд шагов по ее смягчению в условиях слабости, которую показывает экономика Еврозоны. По сути, ЕЦБ начинает предпринимать шаги сродни количественному смягчению ФРС, что приводит к искусственному давлению на евро и, как следствие, способствует укреплению доллара. Это препятствует ослаблению доллара и укреплению рубля. *При этом мы довольно скептически относимся к возможному замещению на российском рынке ресурсов из ЕС, которые будут поступать на европейские площадки после запуска ЕЦБ механизма выкупа активов. Таким образом, рассчитывать на замещение ресурсов, которые вернуться в США после окончательного сворачивания программы QE и усиления риторики относительно начала ужесточения монетарной политики, не следует.*

Индекс валют развивающихся рынков относительно доллара, базовое значение 01.01.2012

Пара EUR/USD



Источник: Reuters

Источник: Reuters

### Геополитическая ситуация.

Геополитическая нестабильность на юго-востоке Украины сформировала крайне негативное отношение инвесторов к российским активам, а также привела к закрытию западными банками лимитов на российские банки. Кроме того, факт введения экономических санкций также негативно отразился на притоке капитала. Не следует забывать и о том, что появление в СМИ позже не подтвержденной информации о возможном введении в России ограничений по движению капитала, окончательно оттолкнуло западных инвесторов.

*На этом фоне вероятность того, что даже в случае «сворачивания» вооруженного конфликта на юго-востоке Украины и начала нормализации ситуации отношение глобальных инвесторов будет меняться довольно быстро, на наш взгляд, довольно мала. Мы полагаем, что осторожное отношение глобальных инвесторов может сохраняться на протяжении всего 2015 года.*

### Снижение стоимости нефти.

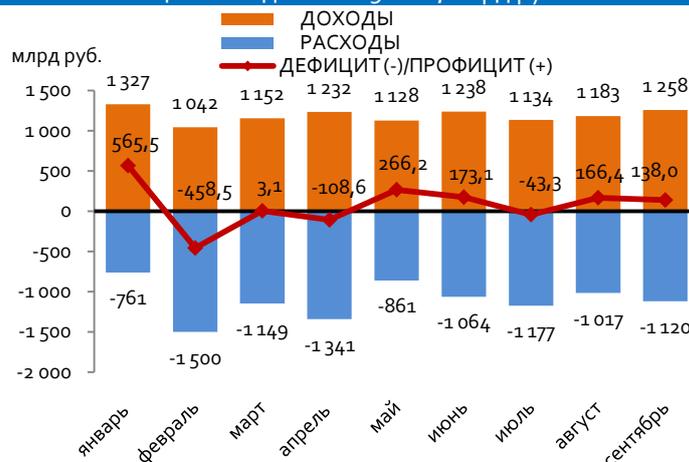
Нефть является одним из наиболее важных факторов, влияющих на курс рубля, поэтому анализ тенденций и перспектив нефти важен в свете прогнозирования курса рубля. Падение цен на нефть примерно на 20% с середины 2014 г. было вызвано в первую очередь дисбалансом спроса и предложения. Растущая добыча нефти и падение спроса на неё ввиду замедления глобальной экономики выразилось в снижении цен на «черное золото». В ближайшей перспективе цены на нефть марки Brent, вероятнее всего, будут находиться выше 80 долл. за баррель. Однако в среднесрочной перспективе не исключено падение в диапазон 70-75 долл. за баррель в случае продолжения роста доллара и более выраженного замедления глобальной экономики.

Следует отметить, что помимо сокращения поступлений на внутренний рынок валюты от экспортеров снижение цен на нефть отражается и на формировании доходной части российского бюджета. Тем не менее за девять месяцев текущего года бюджет даже при снижении цены на нефть остается профицитным, в основном за счет девальвации рубля и сохранения рублевой стоимости цены на нефть на высоком уровне. Однако сохранение цен на нефть ниже уровня 90 долл. за барр. создает трудности в части наполнения бюджета в 2015 году, а также повышает вероятность «распечатывания» резервного фонда, а также фонда национального благосостояния, что существенно увеличивает риски возможного снижения суверенного рейтинга России и выход его из инвестиционной категории.

*Сформировавшийся избыток предложения нефти на сырьевых площадках, а также перевес объемов предложения над объемами реального потребления формируют негативную картину в части дальнейшего нахождения котировок нефти ниже отметки 90 долл. за барр. При подобном уровне котировок нефти вероятность формирования бездефицитного бюджета в 2015 году, на наш взгляд, довольно низка. В условиях низкого спроса со стороны участников на предлагаемые на аукционах Минфина ОФЗ, а также нежелание самого министерства размещать ОФЗ «при неблагоприятной конъюнктуре на рынке» закрытие дефицита бюджета за счет заимствований также выглядит весьма затруднительным. Правительство России, по всей видимости, будет вынуждено пойти на использование ресурсов, находящихся в фонде национального благосостояния и резервном фонде, совокупный объем которых составляет порядка 173 млрд долл. В подобных условиях существенно повышаются риски снижения суверенного рейтинга.*

Цена нефти марки Brent, долл. за барр.

Оценка бюджета за 9 мес., млрд руб.



Источник: Reuters

Источник: Минфин

## Внутренние факторы

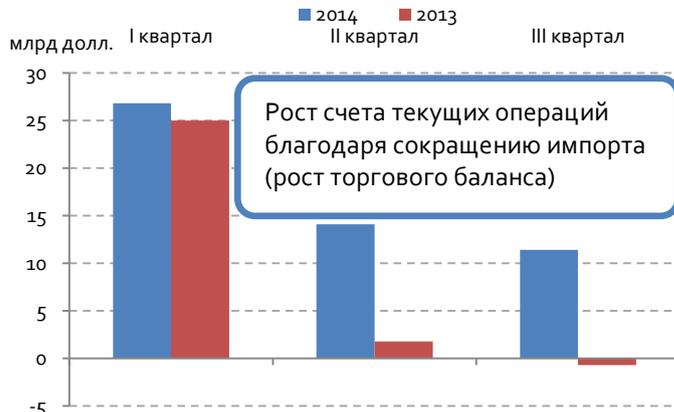
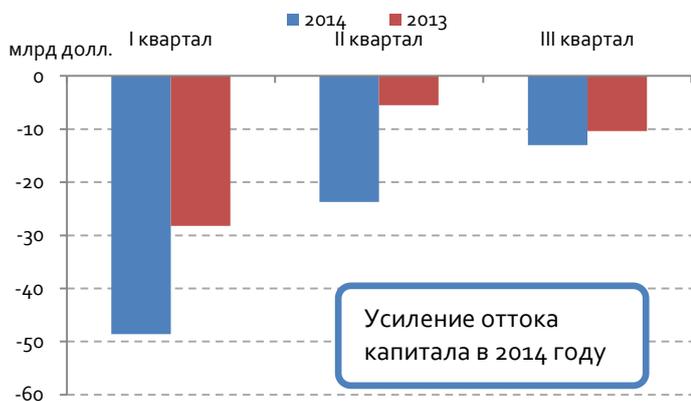
### Отток капитала.

За первые три квартала текущего года, по оценкам Банка России, отток капитала из России составил 77,5 млрд долл., при этом за сопоставимый период 2013 года сумма оттока составила 45,7 млрд долл. Тем не менее счет текущих операций за 9 месяцев превысил уровень 52,3 млрд долл. (9 месяцев 2013 – 26,1 млрд долл.). Подобная ситуация прежде всего была обусловлена снижением компоненты импорта, отразившегося на торговом балансе, а также ростом инвестиционных доходов. Ситуация с финансовым счетом обстоит хуже: если за три квартала 2013 года российская экономика привлекла 113,3 млрд долл., то в текущем году, напротив, потеряла 11,3 млрд долл. Важно акцентировать, что, несмотря на то, что геополитические риски отпугнувшие инвесторов, проявили себя в конце первого квартала, начале второго, иностранные инвесторы продемонстрировали наибольшее сокращение инвестиций в российскую экономику именно в первом квартале (в сравнении с сопоставимым кварталом 2013 года).

*Подводя итог, можно выделить, что за период с начала года существенно сократился приток капитала в Россию через внешние заимствования. При этом негативный эффект частично удалось нивелировать за счет роста торгового баланса. Тем не менее, фактический приток валюты в российскую экономику продемонстрировал снижение, что сократило предложение валюты для российских участников. При этом сохранение осторожного отношения глобальных инвесторов вряд ли сможет изменить сложившуюся текущую ситуацию с вывозом капитала.*

Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями

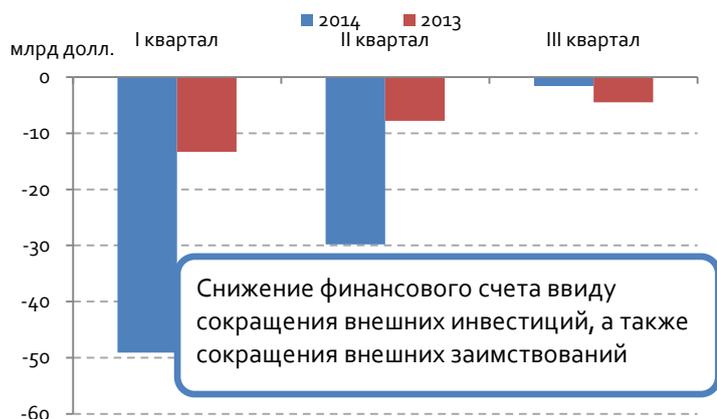
Счет текущих операций



Источник: Банк России

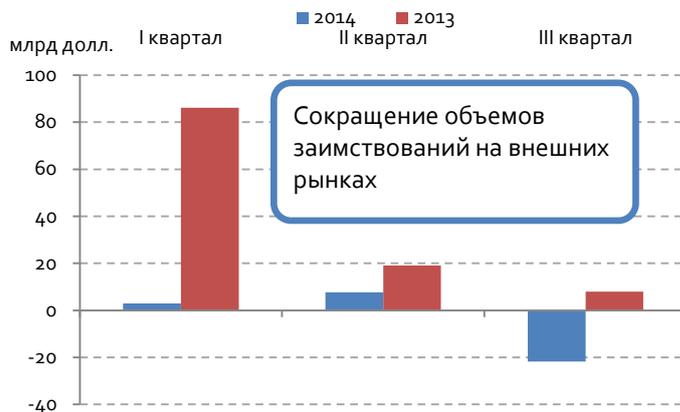
Источник: Банк России

Финансовый счет (кроме резервных активов)



Источник: Банк России

Чистое принятие обязательств ('+' - рост, '-' - снижение)



Источник: Банк России

### Повышенный спрос на валютную ликвидность.

Разрастание геополитических рисков, связанных с «украинским кризисом», окончательно отбило желание иностранных инвесторов вкладывать средства в российские активы. Кроме того, ослабление рубля также спровоцировало и российских участников пересмотреть соотношение рублевых и валютных активов в пользу последних. Также в первом квартале наблюдался активный рост резервов в валюте. Таким образом, спрос на валюту вырос, в то же время ее предложение снизилось.

Кроме того, введенные санкции в отношении российских компаний и банков фактически закрыли доступ на внешний рынок заимствований. В условиях «Roll Off» (отсутствие возможности рефинансировать внешние долги) компании и банки, обладающие внешними валютными обязательствами, начали активно наращивать валютные позиции под предстоящие выплаты.

Помимо перечисленных факторов дополнительной причиной спроса на валюты стала сильная сегментация на межбанковском рынке. Большинство нерезидентов закрыло лимиты на российские банки, а также сократило срочность по инструментам предоставления валюты.

При этом проводимые Банком России валютные интервенции, совокупный объем которых составил за первое полугодие (с учетом корректировки на покупки валюты в национальные фонды) 36,25 млрд долл. и 3,5 млрд евро. Кроме того, только за октябрь ЦБ продал валюты приблизительно на 13 млрд долл., что должно было частично удовлетворить спрос на валюту. Кроме того, с начала октября Банк России продал валюту, по нашим оценкам, на сумму 18,55 млрд долл.

Особенно остро спрос на валюту начал наблюдаться в начале третьего квартала, что подтверждается ростом стоимости привлечения валюты через инструменты денежного рынка. При этом привлечение ресурсов через валютный SWAP под залог валюты стало одним из наиболее дешевых источников фондирования в рублях, что оказалось возможным за счет роста валютных ставок.

Подводя итог, можно отметить, что формирование негативного отношения к российским активам, а также закрытие рынков внешних заимствований привело к сокращению притоков валюты на внутренний рынок, что отразилось на курсе рубля, а также на ставках денежного рынка.

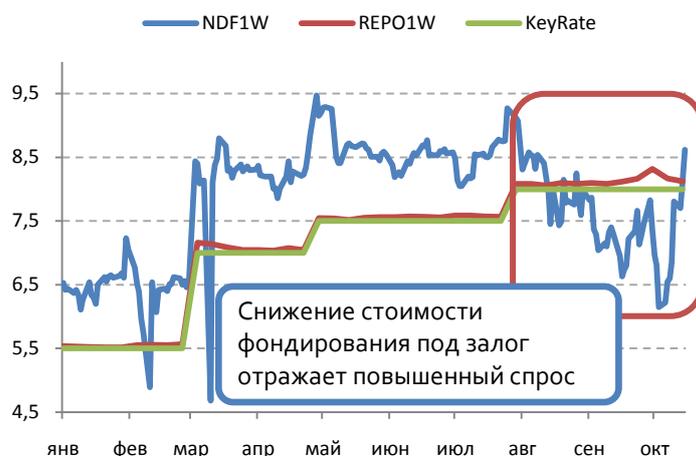
*Согласно графику платежей на декабрь текущего года, на объем выплат по внешнему долгу приходится более 32 млрд долл., что является довольно существенной цифрой, соизмеримой с квартальными выплатами в 2015 году. Соизмеримую цифру – 21 млрд долл. – частный сектор выплатил в октябре, что в условиях ограниченного доступа к внешним ресурсам спровоцировало резкий рост курса доллара.*

*Мы полагаем, что большую часть ресурсов под предстоящие в текущем году выплаты участники рынка уже аккумулировали.*

Выплаты по внешнему долгу, млрд долл.



Ставки денежного рынка, %



Источник: Банк России, Bloomberg

Источник: Банк России, Bloomberg

### Политика монетарных властей.

С начала года ЦБ с целью предотвращения дальнейшего ослабления рубля был вынужден повысить ключевую ставку на 250 б.п. до уровня 8%, а также «влил» на рынок с начала года почти 50 млрд долл. и 3,5 млрд евро. Тем не менее в моменты стабилизации курса рубля Банк России в рамках реализации стратегии по переходу к инфляционному таргетированию расширил границы операционного интервала с 7 руб. до 9 руб. Кроме того, Банк России отказался от интервенций внутри операционного интервала: регулятор начал выходить на валютный рынок только в случае, когда стоимость бивалютной корзины выходила за рамки операционного интервала. Таким образом, в случае ослабления рубля практически не встречает сопротивление со стороны регулятора.

При этом в момент, когда на локальном рынке начали проявляться признаки острой нехватки валютной ликвидности, ЦБ ввел инструмент предоставления валюты через инструмент валютный SWAP. Тем не менее ввиду того, что условия по данному инструменту (рублевая нога – 7%, валютная нога – 1,5%, срок 1 день) оказались хуже рыночных, участники практически не воспользовались данным инструментом.

В начале октября Банк России анонсировал введение операций валютное РЕПО сроком на 7 и 24 дня, параметры которого стали известны только в середине месяца. Так, согласно условиям, ставка по семидневному РЕПО составит  $Libor-1w + 2\%$ , а на 28 дней –  $Libor-1m + 2.25\%$ . Реализация озвученного Банком России плана по размещению до конца 2016 года валюты через инструмент РЕПО в объеме 50 млрд долл. (по текущему курсу более 2 трлн руб.) предполагает сокращение рублевой задолженности по данному инструменту. На наш взгляд, процесс наращивания валютного долга перед ЦБ будет довольно растянут во времени, то есть не вызовет «моментального» удовлетворения рыночной потребности в валюте. При этом в текущий момент на долю рублевого РЕПО приходится порядка 2,5 трлн руб. Вероятнее всего, ЦБ сохранит общий объем предоставляемой ликвидности через РЕПО, перераспределив соотношение между рублевой и валютной частью. Возникшую потребность в рублевой ликвидности ЦБ, по всей видимости, заместит за счет кредитов под залог нерыночных активов.

Помимо ЦБ о готовности оказать банковской системе поддержку валютой объявил и Минфин, предложивший размещать на депозитных аукционах доллары. Исходя из озвученных параметров, известно, что Минфин предложит до конца октября приблизительно 3 млрд долл. (12 млрд руб.). При этом более детальной информации пока нет. Следует отметить, что в настоящий момент объем размещенных депозитов в банковской системе составляет порядка 750 млрд руб., а критерии отбора потенциальных участников довольно жестки, что практически исключает получение доступа к данным ресурсам банков, выходящим за периметр ТОП-30. Таким образом, даже в случае появления практики по регулярному размещению валютных депозитов воспользоваться данным инструментом смогут не все.

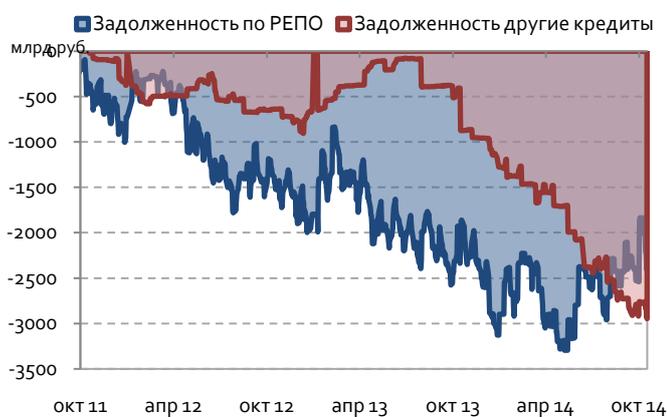
Подводя итог, можно отметить, что те действия, которые в настоящий момент намеревается предпринять Банк России и Минфин (предоставление валюты ликвидности), не окажут существенной поддержки, но могут частично покрыть существующий спрос на валюту под предстоящие выплаты.

Начало проведения валютного РЕПО с ЦБ, также валютные депозиты Минфина могут предотвратить сильное ослабление рубля до конца года. Однако рассчитывать на то, что поддержка банковской системы валютными ресурсами со стороны Банка России и Минфина позволит рублю удержаться на текущих уровнях, на наш взгляд, не следует. Без принципиального изменения ситуации с внешними заимствованиями компании и банки будут вынуждены накапливать валютные подушки ликвидности, что не только ограничит приток валютной выручки на локальный рынок, но и повысит спрос на валюту со стороны локальных участников, не имеющих валютной выручки, однако обладающих валютными займами.

Тем не менее переход к свободному курсообразованию рубля и политике инфляционного таргетирования в настоящий момент является негативным фактором для национальной валюты. Сохранение ключевой ставки на сентябрьском заседании Банка России, когда инфляция продемонстрировала существенный рост, и, как следствие, введение ответных санкций, а также тренд ослабления рубля стали для участников рынка определенным сигналом того, что стратегия регулятора по переходу к инфляционному таргетированию реализуется с определенными затруднениями и поддается влиянию со стороны правительства. При этом намеченный период полного отказа от влияния на курс рубля – начало 2015 года. Как показала практика, без интервенций со стороны ЦБ национальная валюта вполне способна демонстрировать резкие колебания, как правило, девальвационные. Таким образом, существует риск того, что в начале 2015 года при полном уходе с рынка Банка России рубль может испытать спекулятивное ослабление.

Если регулятор будет проводить более агрессивную политику в части изменения процентных ставок, это может оказать поддержку национальной валюте. Тем не менее подобное действие негативно отразится на долговых площадках, где в подобном случае следует рассчитывать на рост доходности. При этом мы видим высокие риски повышения ключевой ставки уже в текущем году, если ситуацию на валютном рынке не удастся стабилизировать. Уровень ключевой ставки при этом может быть повышен на 50-100 б.п.

Задолженность банковской системы перед ЦБ



Объем депозитов Минфина на счетах банков



Источник: Банк России

Источник: Федеральное Казначейство

Подводя итог, мы полагаем, что при сохранении негативного отношения иностранных инвесторов к рублевым активам, проявляющееся в закрытии рынка внешних заимствований, рубль в 2015 году еще предстоит пережить девальвационные «шоки». Тем не менее до конца года при условии полноценного запуска механизмов предоставления валютной ликвидности со стороны ЦБ и Минфина рубль имеет все шансы продемонстрировать относительную стабильность или даже небольшое укрепление. Курс доллара при этом может опуститься ниже отметки 40 руб. и достичь до уровня 38,5 руб. Тем не менее изменение политики ЦБ в сторону полного отказа от сдерживания курса рубля и переход к инфляционному таргетированию могут спровоцировать резкое движение в начале 2015 года. Кроме того, сохраняющийся спрос на валюту со стороны участников, имеющих внешние валютные заимствования и столкнувшихся с проблемами рефинансирования, также окажет давление на рубль.

Удержание цен на нефть ниже отметки 90 долл. за барр. может побудить правительство распечатать национальные фонды, что повысит риски понижения суверенного рейтинга страны и окончательно подорвет интерес иностранных инвесторов к рублевым активам.

Курс доллара в 2015 году может обновить существующие максимумы. При этом среднегодовое значение может превысить отметку в 44 руб.

### Технический анализ.

Техническая картина по паре usd/rub носит явно выраженный негативный характер. Долгосрочная, среднесрочная и краткосрочная тенденции являются негативными. Необходимо отметить, что краткосрочная тенденция отразилась в более крутом восхождении курса, нежели долгосрочная тенденция. Это можно интерпретировать как чрезмерное ослабление рубля. Однако существенная перепроданность рубля (недельный RSI=82) может указывать на потенциальное локальное техническое укрепление. Исходя из сложившейся структуры, при благоприятном развитии событий рубль может укрепиться до уровня 38 руб. за долл. В случае возрастания давления негативных факторов техническая цель проецируется в район 43-44 руб. за долл. Наиболее вероятный диапазон курса доллара к рублю при стабилизации товарных рынков проецируется в диапазон 38,50-39,00 руб. за долл.

### Моделирование.

На основании многофакторного моделирования рубля выявлены три модельных значения. Фундаментальное значение, учитывающее макростатистику показывает на 36,50 руб. за долл. Композитная модель, принимающая во внимание различные конъюнктурные факторы помимо проблем долларовой ликвидности показывает уровень 38 руб. за долл. Наиболее чувствительная композитная модель, учитывающая и недостаток долларовой ликвидности и различные конъюнктурные факторы, указывает на уровень 41 руб. за долл. Другими словами, в случае насыщения рынка долларовой ликвидностью и частичного снятия санкций запада рубль мог бы укрепиться к уровню 38 руб. за долл. Снятие санкций и существенная разрядка геополитической ситуации, связанной с Украиной, обосновывает уровень 36,50 руб. за долл.

**ОАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

**Николай Кашеев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39  
Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61  
**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06  
**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31  
**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

**Игорь Голубев** GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29  
**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
**Александр Полютков** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54  
**Алина Арбекова** ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17  
**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ**

**Роман Османов** Роман Османов Роман Османов  
**Олег Шагов** Олег Шагов Олег Шагов

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
**Богдан Круть** KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22  
**Иван Хмелевский** Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37  
**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

**Юлия Рыбакова** Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68  
**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
**Денис Семеновых** SemenovyxDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14  
**Николай Фролов** FrolovN@psbank.ru +7 (495) 228-39-23  
**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7 (495) 411-51-34  
**Иван Заволоснов** ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54  
**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
**Виктория Давитиашвили** DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**

**Сергей Миленин** Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21  
**Александр Бараночников** Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.