

## Макроэкономическая конъюнктура

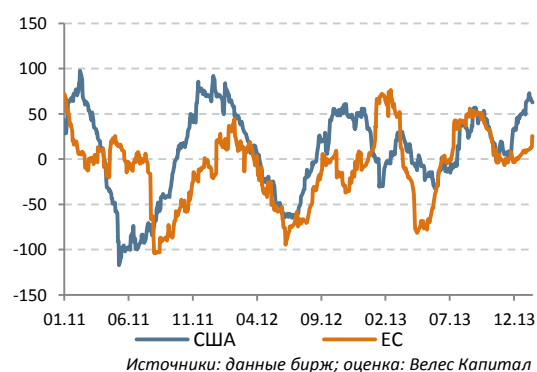
*«Это еще ничего, что в Европе за наш рубль дают один полтинник, будет хуже, если за наш рубль станут давать в морду...». М.Е. Салтыков-Щедрин*

■ **США.** Федрезерв в январе провел второе сокращение объема QE на 10 млрд долл., несмотря на отсутствие позитивной динамики в статданных по занятости и рынку жилья. Уровень безработицы хотя и упал в декабре с 7% до 6,7%, но это снижение было обеспечено выбытием рабочей силы. При этом число обращений за пособием по безработице в январе держалось выше отметке в 300 тыс. в неделю, что сигнализирует об отсутствии дальнейшего улучшения на рынке труда. Рынок недвижимости ощутил на себе последствия начала сворачивания QE и роста ставок UST во 2-й половине 2013 года. Число разрешений на строительство в декабре вернулось на уровень ниже 1 млн, продажи новостроек стагнируют вблизи отметки в 400 тыс.

Несмотря на то, что в январе ФРС продемонстрировал готовность придерживаться курса -10 млрд долл. к программе QE на каждом заседании, изменение экономических условий может внести свои коррективы. Поэтому в ближайшие месяцы статданные по занятости и инфляции выйдут на первый план. Если улучшение условий на рынке труда прекратится, или федрезерв увидит серьезную угрозу со стороны растущих ставок UST для рынка недвижимости, что в свою очередь может отразиться и на занятости, то темпы сворачивания QE могут замедлиться.

Наглядным примером оказались данные по индексу ISM в производственном секторе, вызвавшие рекордный обвал американских фондовых площадок. При этом одной из причин к ухудшению индикатора послужила холодная погода. В условиях постепенного прекращения накачки рынков ликвидностью любое ослабление статиндикаторов трактуется участниками лишь с позиции ухудшения экономической конъюнктуры. Однако не стоит забывать, что если ослабление будет носить более долгосрочный характер, ФРС вполне может приостановить сокращение QE на каждом заседании или даже вновь расширить программу, поэтому пока реакция выглядит чрезмерно агрессивной. В этой связи мы не исключаем, что резко негативная реакция на слабые статданные так же резко сменится на трактовку «слабые статданные – повод продолжить QE».

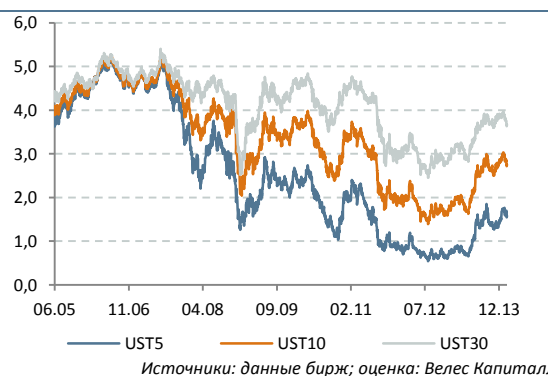
Индекс экономических сюрпризов



Соотношение занятости и числа рабочих мест в США



Динамика доходности Treasuries



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2014 г.



Еще одной проблемой в ближайшее время может стать вопрос повышения потолка госдолга США. В январе американские законодатели закрыли очередной вопрос октябрьских бюджетных баталий, касающихся финансирования правительства, однако решение по потолку госдолга может оказаться не столь легким. Республиканская партия высказала желание включить в соглашение дополнительные условия, что ставит под сомнение успех голосования 7-го февраля. При этом Штаты располагают достаточными средствами для обслуживания госдолга до конца месяца, поэтому провал голосования не приведет к автоматическому дефолту, хотя и вызовет новую волну беспокойства в случае реализации такого сценария.

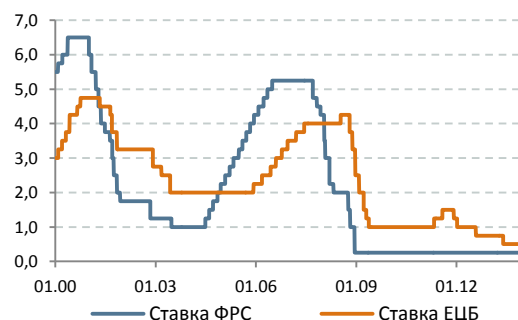
■ **ЕС.** Основной вопрос февраля применительно к Европе – пойдут ли ЕЦБ на **смягчение кредитно-денежной политики на очередном заседании 6 февраля**. Ряд заявлений М. Драги, сделанных в январе, а также успехи «проблемных» стран в снижении дефицитов бюджета и платежного баланса позволяют считать вероятность такого развития событий достаточно высокой. Восстановление экономики в Еврозоне остается слабым, хрупким и неявным; безработица стабилизировалась, но ее уровень по-прежнему очень высок; европейский банковский регулятор готов использовать все инструменты в соответствии с мандатом для предотвращения дефляции.

■ **Китай.** В начале года китайская экономика неожиданно столкнулась со снижением деловой активности, чем вызвала волну беспокойств в отношении стабильности темпов роста на фоне сохраняющихся проблем с ликвидностью. Индекс PMI от HSBC упал ниже отметки 50 и составил 49,5 пунктов. Положение усугубилось предписанием правительства ужесточить контроль над кредитованием горнодобывающей отрасли и банковской системой в целом, что может свидетельствовать о наличии действительных проблем. Масло в огонь подлили и слухи о возможном банкротстве одного крупного траста, который, впрочем, впоследствии нашел средства для исполнения обязательств.

Ключевым риском для западных стран является закрытость китайской экономики, что не позволяет в полной мере оценить текущую ситуацию. Поэтому рынки продолжают остро реагировать на любые негативные новости из Поднебесной.

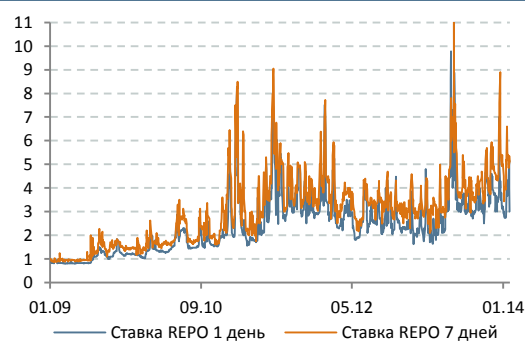
■ **Нефть.** Рынок нефти в январе находился под давлением ряда негативных факторов, единственной поддержкой котировкам «черного золота» стали суровые холода в США, повысившие спрос на печное топливо. Но

### Динамика учетной ставки ФРС и ЕЦБ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика ставок REPO в Китае



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

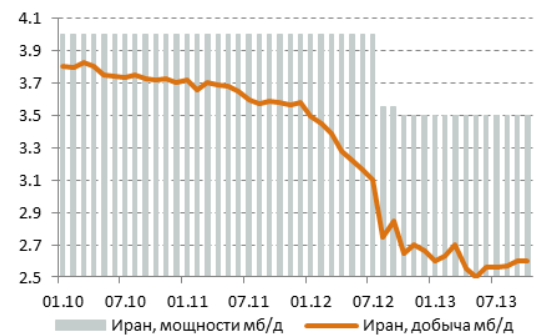


холода рано или поздно сменяются потеплением, и негативные драйверы начнут действовать в полную силу. Основная макроэкономическая угроза для котировок нефти – сокращение программы количественного смягчения в США – продолжит оказывать давление на котировки нефти вплоть до полного отказа от QE. Девальвация валют развивающихся стран, случившаяся в январе, способна также негативно повлиять на уровень спроса на нефть. Среди геополитических факторов – перспектива снятия санкций с Ирана. В результате действия международных санкций в последние 1,5 года экспорт нефти из Ирана сократился более чем наполовину (до 1 млн баррелей в сутки), но после достижения предварительных договоренностей по ограничению ядерной программы санкции были ослаблены. В феврале же начнутся переговоры об окончательном соглашении, результатом которых может стать полное снятие санкций с Ирана. Способствовало снижению котировок в январе также и возобновление добычи в Ливии. В начале января, после многомесячного перерыва возобновилась работа на ряде месторождений, рост добычи в Ливии продолжит оказывать давление на нефтяные цены. Впрочем, ситуация в Ливии остается крайне нестабильной – гражданская война продолжается. Большая часть юга Ливии вновь перешла в руки сторонников покойного Муаммара Каддафи. По некоторым сообщениям, правительство страны секретно попросило помощи НАТО, чтобы снова завоевать эти территории. **Мы ожидаем, что нефть в феврале будет торговаться в диапазоне 100-105 долл. за баррель марки Brent.**

**Металлургия.** Статистические данные рисуют весьма неблагоприятную картину в России: продажи легковых автомобилей снижаются на протяжении последнего года, промышленное производство прекратило свой рост с октября 2013 года. За 9 мес. 2013 г. отмечался значительный рост активности в строительном секторе (+8% г/г), но по единодушному мнению участников отрасли в 2014 г. не стоит ждать повторения. Данные индекса менеджеров по закупкам (PMI) в сфере промышленности указывают на сохранение стагнации в текущем году, причем результаты января 2014 г. оказались худшими с июня 2009 года. Это указывает на то, что в ближайшие месяцы мы увидим снижение индекса промышленного производства в России, а металлургам стоит ждать сокращения объемов продаж. Причем в большей степени этот фактор будет влиять на сталелитейщиков, которые реализуют в России не менее половины своей продукции.

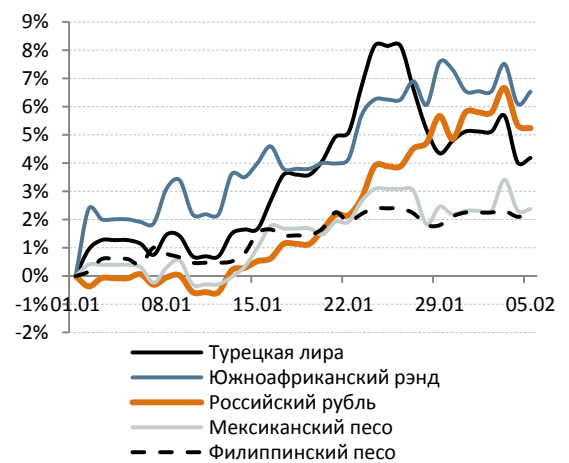
В начале этого года исполнительная власть России обозначила готовность поддерживать металлургические компании, которые столкнулись с трудностями в обслуживании долгов из-за снижения цен на металлы. В числе самого значимого шага мы выделяем готовность

### Добыча и мощности Ирана



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Девальвация валют развивающихся стран с начала 2014 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



государства выступать поручителем по кредитам, что позволит значительно снизить стоимость заимствования для компаний. Отдельные сообщения СМИ указывают на решительные действия со стороны госбанков: так, например, Русал ведет переговоры со Сбербанком о реструктуризации долга (4,6 млрд долл. из общего долга 10,1 млрд долл.), причем модель реструктуризации якобы уже согласована. В частности, один из вариантов предполагает продление сроков погашения кредита на 20-30 лет в случае сохранения низких цен на алюминий.

Наиболее значимое влияние этот фактор может оказать на компании с высоким уровнем долга и, соответственно, затратами на обслуживание кредитов. Прежде всего в данном контексте мы выделяем Мечел, Русал и Evraz. Стоит отметить, что данная инициатива правительства не окажет влияния на консервативные компании с низким уровнем долга, такие как НЛМК и Северсталь.

Происходящее обесценение рубля весьма позитивно для российских металлургов. Это связано с тем, что большая часть долга у них номинирована в рублях, как и основная часть производственных издержек (затраты на персонал, электроэнергию, транспортные издержки — до 90% от общих издержек), в то же время продукцию они реализуют, в том числе и на мировом рынке за доллары (сталелитейщики около 50%, производители цветных металлов — до 90%). На дату публикации обзора доллар подорожал на 8,3% по отношению к среднему курсу за 4К13, а это значит, что на эту же величину снизится рублевый долг и затраты компаний. По нашим оценкам, рост курса доллара на 8% придет к росту рентабельности по EBITDA на 2,5 п.п. Значимость девальвации для металлургии трудно переоценить: по сообщениям российских сталелитейщиков, девальвация рубля в 2009 г. в итоге оказала наибольшее положительное влияние среди мер, которые предпринимало правительство для поддержки металлургии. Однако стоит учесть, что проходящая девальвация рубля скорее имеет неуправляемый характер и связана с возвращением капиталов в США с развивающихся рынков. Поэтому оценить продолжительность влияния девальвации затруднительно.

Продолжающееся сокращение программы стимулирования экономического роста в США и слухи о скором сворачивании господдержки в Великобритании снижают инфляционные ожидания, что, в свою очередь, уменьшает шансы на восстановление цен на золото. К тому же российские золотодобытчики (Polyus Gold, Полиметалл) сообщают о прекращении наращивания выпуска драгметаллов в 2014 году. Это значит, что в текущем году инвесторы в акции добытчиков столкнутся со снижением выручки после нескольких лет непрерывного наращивания выпуска и продаж. Закономерным результатом замедления будет



масштабная переоценка потенциала акций этих компаний в сторону понижения, что приведет к оттоку инвесторов из этих бумаг.

■ **Электроэнергетика.** Выработка электроэнергии по итогам 2013 г. снизилась на 0,8%. Это было первое снижение потребления э/э с кризиса в 2008 года. Совокупное потребление подпортила заметно более теплая погода в прошлом году, особенно в 4 квартале. Однако более глобальной причиной является стагнация в промышленности. В сравнении с 2012 г. изменение темпов промышленного роста в 2013 г. колебалось около нуля, зачастую показывая отрицательную динамику. Наибольшее снижение показали металлурги. По данным Системного Оператора общая отрицательная динамика потребления связана с уменьшением потребления предприятиями цветной металлургии. Потребление алюминиевых заводов с начала года снизилось более чем на 5 млрд кВт ч, что составляет чуть менее 0,5% от всего производства за год. За прошедший год крупнейший производитель алюминия (Русал) закрыл в России 3 завода и может остановить Новокузнецкий. Также, исходя из планов компании, сокращение производства остальных заводов составит 80% в западном дивизионе и 4% – в восточном, что, несомненно, отразится на дальнейшем падении потребления э/э в России. Поэтому мы не ожидаем увеличения потребления э/э до середины 2014 г. (до запуска Богучанского алюминиевого завода).

В начале года Минэнерго подготовило проект, в соответствии с которыми с 1 апреля 2014 г. мощность гидроэлектростанций, расположенных во II ценовой зоне оптового рынка (в Сибири), продается по регулируемым договорам в объеме не более 50%. На данный момент на долю ГЭС в Сибири приходится чуть менее 50%, а после завершения строительства последних агрегатов и выхода на полную мощность Саяно-Шушенской и Богучанской ГЭС совокупная мощность ГЭС в Сибири вплотную приблизится к 60%. Основными владельцами ГЭС являются РусГидро и Евросибэнерго. Цены на мощность ГЭС первой компании ниже рыночных примерно в 2 раза, а второй – вчетверо. При этом цены на мощность в Сибири, отобранные на 2014 г. и так ниже средних отпускных цен по России на 27-32%.

В случае, если Минэнерго позволит продавать мощность ГЭС по рынку, то средний уровень цены на мощность в Сибири увеличится, однако часть мощности теплогенераторов будет вытеснена дешевой мощностью ГЭС и средний уровень цен для них снизится. Результаты конкурентного отбора в 2014 г. вряд ли будут пересмотрены для тепловой генерации. Поэтому с большой вероятностью зафиксированные цены для них сохранят. Но начиная со следующего пересмотра теплоэнергетики недополучат часть выручки. Наибольшие тепловые мощности во II ценовой зоне установлены у

### Динамика выработки э/э в сравнении с динамикой промышленного производства



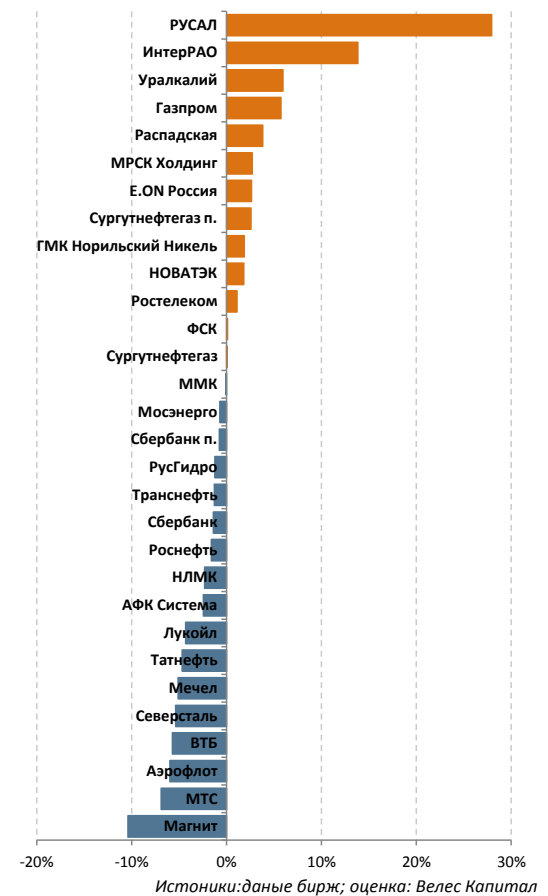
Источники: Системный Оператор; оценка: Велес Капитал



Интер РАО (3,8 ГВт), Э. ОН Россия (1,6 ГВт) и ОГК-2 (1,25 ГВт), которые в большей степени и будут подвержены ценовым изменениям в случае вступления в силу проекта Минэнерго. Что касается самих РусГидро и Евросибэнерго, то компании от данного пересмотра цен заметно улучшат свои финансовые результаты. В частности, увеличение выручки РусГидро по итогам 2014 г. может составить 2,5-3%.

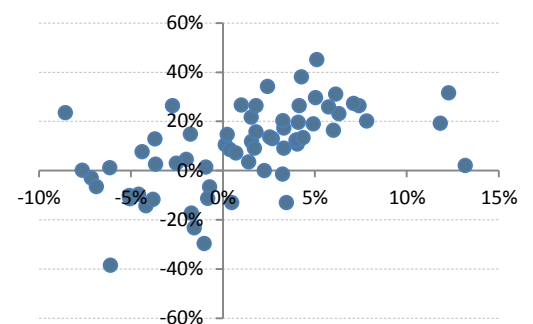
**Фондовый рынок.** Ожидания нового сокращения программы количественного смягчения (а затем и само сокращение), признаки замедления экономики в Китае, риски, связанные с нерешенностью вопроса потолка госдолга в США – вот основные факторы, вызвавшие существенную коррекцию на американском фондовом рынке и прочих мировых площадках в январе. Также мощнейшим фактором, оказавшим давление на развивающиеся рынки, стала девальвация валют большинства развивающихся стран. На этом фоне российский рынок продемонстрировал завидную стабильность – рублевый индекс ММВБ за январь показал падение менее чем на 3,5%, опережающее же падение долларového индекса РТС (почти на 10%) стало исключительно результатом снижения курса рубля. Сокращение QE, которое будет происходить в течение 2014 г., будет оказывать давление на американский фондовый рынок. На не слишком радужные перспективы американского рынка акций в 2014 г. указывает и «январский барометр» - падение рынка по итогам января свидетельствует о том, что вероятность роста рынка по итогам 2014 г. составляет всего около 40% (в случае январского роста рост по итогам года наблюдается в 81,5% случаев). Тем не менее, в случае если американская экономика удержится на траектории роста, рынки развивающихся стран в этом году на фоне снижения потенциала роста развитых рынков могут стать фаворитами. Тем более это касается феноменально дешевого российского рынка. Локально начало Олимпиады может стать поводом для покупок на российском рынке в феврале. **Мы полагаем, что высока вероятность того, что в феврале будет как минимум отыграно январское падение и индекс ММВБ вернется к уровню в 1500 пунктов.** Наши фавориты на январь – дивидендные «голубые фишки», рост в которых будет отыгран в первую очередь, такие как Газпром, Роснефть; коррекция рубля после рекордного падения января может стать поводом для заметного роста котировок Сбербанка. Остается рабочей идея покупки бумаг с высокой премией ADR к внутреннему рынку в преддверии прихода Euroclear на российский рынок акций в июле. В этой связи интересны акции Мечела, Магнита, АФК Системы, ЛСР, НОВАТЭКа и МТС. Улучшение конъюнктуры на рынке азотных и фосфатных удобрений делает привлекательными бумаги Акрона и

### Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Зависимость годовой доходности рынка США от результатов января



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



ФосАгро.

■ **Денежный рынок.** Приток бюджетной ликвидности в банковскую систему улучшил ситуацию со ставками в начале года лишь на короткий срок. Индикативная ставка межбанковского рынка MosPrime o/n успела скорректироваться ниже уровня в 6% годовых, однако уже после первых январских налоговых платежей ставка вернулась к отметке в 6,5% годовых. Впрочем, вблизи данного уровня ставка стабильно продержалась и весь оставшийся месяц, чему во многом способствовали внушительные лимиты ЦБ на недельных аукционах РЕПО. В то же время в день расчетов банков по НДС и акцизам (крупнейшие налоговые платежи) вновь отчетливо дала о себе знать проблема высокого уровня обременения рыночного обеспечения, используемого в операциях РЕПО с ЦБ. Так, банки просто не могли привлечь все средства в рамках предлагаемого регулятором лимита и были вынуждены привлекать рублевую ликвидность под залог валюты, используя более дорогие свопы с ЦБ (такая же картина наблюдалась в конце 2013 г.). Важную роль в решении данной проблемы должны сыграть очередные аукционы по предоставлению кредитов под нерыночные активы, которые с февраля регулятор планирует проводить на ежемесячной основе (в частности, 10-го февраля ЦБ проведет подобный аукцион сроком на 3 мес. и с лимитом в 200 млрд руб., а следующий аукцион — уже 6-го марта). Однако поможет ли данный инструмент действительно ослабить бремя рыночного обеспечения, будет, вероятно, видно лишь во втором квартале 2014 года.

Еще одним нововведением ЦБ с февраля стала отмена однодневных аукционов РЕПО в рамках полного «перевода» участников рынка на недельную ликвидность. Отметим, что первый день без аукциона o/n прошел безболезненно для рынка (не наблюдалось ни роста ставок, ни роста объема задолженности по валютным свопам перед ЦБ), и в дальнейшем мы ожидаем увидеть схожую ситуацию. Лимитная политика, проводимая ЦБ в последнее время, в целом уже хорошо подготовила участников к тому, что недельное РЕПО является основным инструментом, а задолженность по однодневным средствам близка к нулю.

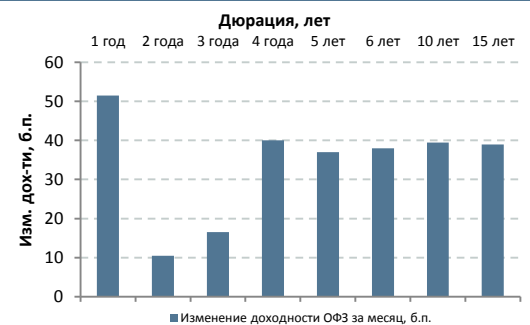
Начало года выдалось провальным для отечественной валюты. Ожидание дальнейшего сокращения программы количественного смягчения в США, бегство инвесторов из валют развивающихся стран, а также политика Банка России (отказ от целевых интервенций, проведение стресс-тестов банков в рамках сценария резкого ослабления рубля) привели к массированным атакам на рубль. В результате к концу января курс бивалютной корзины достигал исторического максимума в 41,19 руб. (ранее максимум по корзине составлял 41,15 руб. и был

## Индекс ММВБ облигации



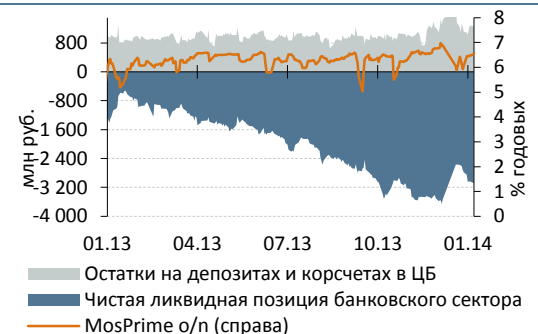
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

## Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

## Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



зафиксирован в начале 2009 г. в период «управляемой девальвации» ЦБ).

Отметим, что январская девальвация рубля несет в себе ряд угроз и для денежного рынка. Прежде всего это дополнительное абсорбирование рублевой ликвидности валютными интервенциями ЦБ. Кроме того, ослабление отечественной валюты никак не сочетается со снижением темпов инфляции, поэтому слабый рубль, по сути, не оставляет надежд участникам рынка на смягчение монетарной политики ЦБ.

Мы полагаем, что пики ослабления национальной валюты все же пройдены: естественное желание зафиксировать прибыль на исторических максимумах и возросшие объемы интервенций Банка России помогут отечественной валюте в феврале вернуть часть утраченных позиций. В то же время рассчитывать на существенную коррекцию валютных пар и снижение давления на рубль не стоит, так как постепенное сворачивание QE не сулит рублю ничего хорошего. Мы ожидаем, что к концу февраля курс бивалютной корзины скорректируется в район 40 руб., а объем интервенций ЦБ снизится до привычных 200 млн долл. в день.

📌 **Долговой рынок.** Начало года для долгового рынка выдалось не столь оптимистичным. Глобальное бегство от риска, вызванное и перспективами полного сворачивания QE и опасениями по поводу стабильности американской и китайской экономик, падение рубля и продолжающиеся чистки в банковских рядах, спровоцировавшие снижение активности на МБК, негативно сказались на долговом рынке. Доходность ОФЗ взлетела на 0,5 п.п. В корпоративном сегменте активность участников осталась довольно-таки низкой. Не помог сегменту и запуск расчетов через Euroclear и Clearstream. Впрочем, западные депозитарии были допущены к внутреннему рынку лишь в конце месяца, поэтому можно ожидать притока иностранных средств в дальнейшем.

В перспективе ближайшего месяца не видим сильных поводов для оптимизма. Даже после завершения атаки на рубль рост долговых инструментов будет ограничен потенциалом роста инфляционного давления из-за снижения курса национальной валюты. Неблагоприятные ожидания относительно динамики нефтяных котировок также не добавляют оптимизма. На этом фоне в феврале мы рекомендуем сосредоточиться на бумагах с короткой дюрацией и высоким кредитным рейтингом. Отдельно могут «выстрелить» бумаги металлургов, в частности Русала, на новостях о господдержке и реструктуризации долга.

Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, Иван Манаенко,  
Айрат Халиков, Александр Костюков  
[bonds@veles-capital.ru](mailto:bonds@veles-capital.ru)





## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2014 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Денис Саранцев  
Управляющий директор по активным операциям  
DSarantsev@veles-capital.ru

Михаил Васильев  
Заместитель управляющего директора по  
активным операциям  
MVasilyev@veles-capital.ru

Александр Антипов  
Начальник управления операций на рынке акций  
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский  
Сейлз-трейдер  
AMoskovsky@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия, Машиностроение  
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и удобрения  
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика, Потребительский сектор  
AKostikov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина  
Потребительский сектор  
YFrumkina@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua