

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ: 4К11

Угроза из-за рубежа

В условиях нестабильности на мировых финансовых рынках ситуация в российской экономике выглядит достаточно благоприятной. Но Россия никогда не являлась тихой гаванью для инвесторов и воспринимается ими как один из развивающихся рынков. Это в очередной раз подтвердилось в ходе августовской коррекции после понижения рейтинга США, когда ожидания мирового экономического спада оказали значительное давление на цену рискованных активов. В данном отчете мы постараемся выделить возможные последствия краткосрочных внутренних и внешних факторов для российского рынка облигаций и предложить инвестиционные стратегии для вероятного развития событий на рынке.

Некоторые факторы позитивны

- **Замедление темпов экономического роста не вызывает опасений.** Несмотря на негативные ожидания экономических агентов, последние данные демонстрируют, что российская экономика по-прежнему находится в хорошей форме и, по нашему мнению, слишком рано начинать прогнозировать “жесткую посадку”.
- **Инфляционный риск снижается.** Учитывая взвешенную политику Банка России, понижение темпов роста цен на продукты питания, отток капитала и ожидания замедления экономического роста, мы не прогнозируем сколько-либо резкого повышения ключевых ставок в четвертом квартале после того как регулятор 14 сентября сузил разрыв между ставками по кредитам и депозитам.

...однако есть немалые риски:

- **Структурные проблемы развитых рынков, например, кризис долгов в Европе или замедление роста экономики в США.** Хотя источники этих проблем находятся в самих развитых рынках, во времена финансовых потрясений инвесторы выводят деньги из развивающихся рынков, в том числе и из России.
- **Угроза ликвидности рубля.** Четвертый квартал с этой точки зрения обещает быть непростым – лишь в конце года последует сезонное вливание ликвидности благодаря бюджетным расходам. Мы ожидаем, что объем ликвидности будет ограничен по трем основным причинам: профицит федерального бюджета (выросла сумма уплаченных налогов), сдвиги на валютном рынке, вынуждающие ЦБ покупать рубли, и вывод из страны капитала компаниями и банками (особенно банками с зарубежными собственниками). Волатильность ставок денежного рынка будет высокой, с вероятностью 30-40% возможны отклонения ставок более чем на 100 б.п. по сравнению со среднемесячным уровнем.
- **Рост угрозы фондовому рынку со стороны понижения цен на нефть.** Министерство финансов России использует цену \$93 за баррель как рубежную для сохранения умеренного дефицита федерального бюджета (3% ВВП). Когда цены на нефть начинают движение вниз, восприятие инвесторами российских рисков увеличивается. Мы попытались количественно оценить восприятие инвесторами российских рисков, чтобы спрогнозировать возможный отток капитала. По нашим подсчетам, понижение цены на нефть лишь на 10% с уровня, наблюдаемого в последнее время (до \$102 за баррель со \$113 за баррель), приведет к увеличению оценки величины рисков в России с точки зрения инвесторов на \$4,6 млрд, что может вызвать соответствующий отток средств с рынка капитала. Достижение уровня в \$102 за баррель послужит спусковым крючком для значительного снижения рынка.

Рекомендации по позициям

Учитывая существующие негативные тренды на рынке и рост рисков, мы советуем избавляться от бондов с отдаленными сроками погашения и, если это возможно, также и от бумаг с более короткой дюрацией. Если это невозможно, мы рекомендуем оставлять в портфеле лишь бумаги с подтвержденно высоким качеством, короткой дюрацией и достаточной ликвидностью. Среди секторов мы отдаем предпочтение субфедеральным бумагам, облигациям предприятий электроэнергетики и устойчивым банкам.

Инвесторам с более крупными портфелями, которые могут счесть невозможным следование вышеупомянутым стратегиям, мы рекомендуем сокращение дюрации портфеля путем продажи более длинных бумаг и покупки более коротких с сопоставимым кредитным качеством. В этом случае сокращение доходности не будет особенно значительным, но риски уменьшатся. Вполне возможно создать портфель с более короткой дюрацией, сопоставимым кредитным качеством, но более широким спредом к бенчмаркам.

Исследования на связанные темы

[Ликвидность: не только налоги...](#)

[Избирательный подход: рублевые облигации для институциональных инвесторов](#)

[Макроэкономика: или нефть, или ничего](#)

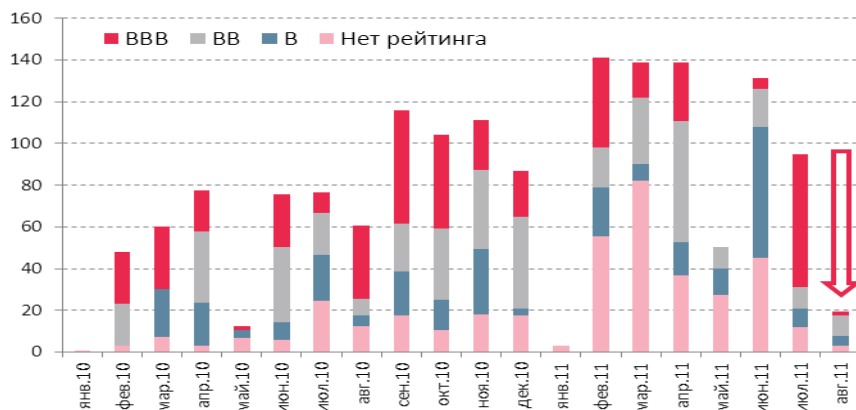
Шок не слишком силен. Пока...

Прежде всего, мы хотим подчеркнуть, что последний ценовой шок на внутреннем рынке, имевший место после понижения S&P рейтинга США и на фоне укрепления пессимистических ожиданий в отношении мировой экономики, несопоставим с событиями 2008 г. по своему размаху и на данном этапе должен расцениваться как коррекция. Конечно, события и динамика котировок августа могут быть предшественниками куда более масштабного обвала, но внутренний рынок пока демонстрирует определенную устойчивость к мировой нестабильности.

С точки зрения доходностей ОФЗ то, что мы видели в августе 2011 г. схоже с коррекцией декабря 2010 г., когда ожидания повышения ставок и увеличение плана размещений ОФЗ привели к росту доходности для двух- и четырехлетних бумаг на 50-100 б.п. Однако на этот раз фундаментальное давление на цены ОФЗ не так сильно, так как темпы инфляции остаются умеренными. Поэтому мы связываем подъем доходности исключительно с внешними негативными факторами.

Так или иначе, последнего сдвига ставки вверх и угасания оптимизма в отношении перспектив рынка оказалось достаточно, чтобы эмитенты крайне осторожно начали подходить к выпуску новых долговых обязательств. График 1 демонстрирует, что объем первичных размещений в августе и сентябре резко сократился по сравнению с бумом первого полугодия.

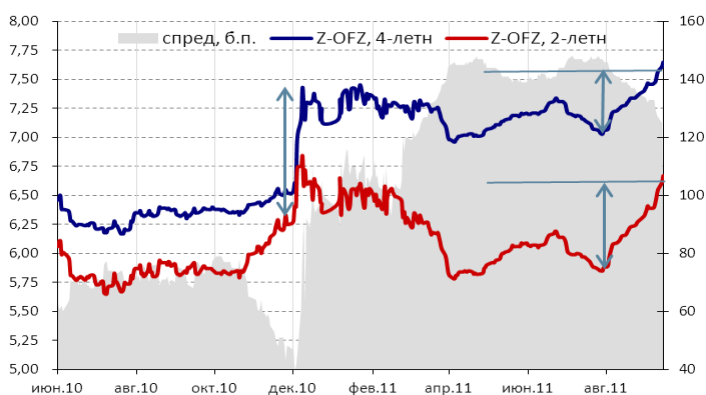
График 1. Первичные размещения на внутреннем рынке (млрд руб.)



Источники: Cbonds, оценка Атона

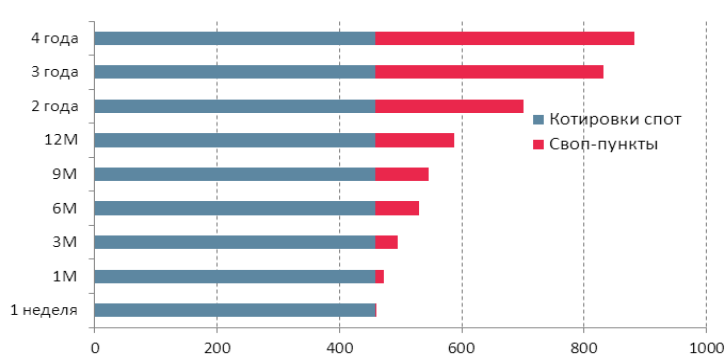
Уровень волатильности валютного рынка по-прежнему указывает на тревогу его участников, однако анализ формирования форвардных котировок демонстрирует, что сдвиг вверх произошел в начале августа по преимуществу за счет спот-компонента, а не на ожиданиях девальвации. В настоящий момент мы видим, как ЦБ пытается поддержать рубль, а фундаментальным риском для российской валюты является, по нашему мнению, лишь падение цен на нефть.

График 2. Динамика ключевых ставок ОФЗ (%)



Источники: Банк России, оценка Атона

График 3. Структура форвардного курса руб./\$ (с 1 августа)



Источник: Bloomberg

Российские макроэкономические показатели вдохновляют, однако уровень уверенности - нет

Макроэкономические показатели остаются вполне позитивными: значительный рост розничных продаж (+7,8% в годовом сопоставлении в августе) сопровождается внушительным увеличением промышленного производства (+6,2% в годовом сопоставлении в августе). Инвестиции в основной капитал повысились на 6,5% в годовом сопоставлении. Основной локомотив роста промышленного производства – обрабатывающая промышленность (здесь производство увеличилось в августе на 7,1% в годовом сопоставлении), в то время как добывающая отстает (рост лишь на 1,2%). Эти показатели роста несколько уступают тем, которые были в предыдущем году, однако это может быть объяснено эффектом низкой базы в результате кризиса 2009 г. Наша команда по вопросам макроэкономики прогнозирует, что в 2011 г. ВВП России вырастет на 3,6%, в 2012 г. – на 4%. Это нельзя назвать сильным ростом, но это и далеко не рецессия. Таким образом, макроэкономические показатели не дают сильных сигналов, предвещающих “жесткую посадку”.

...однако они не вдохновляют экономических агентов. В качестве опережающего индикатора дальнейшего экономического развития в России мы будем использовать те показатели уверенности экономических агентов, которые рассчитывает Федеральная служба государственной статистики (Росстат). По нашему мнению, хотя тот или иной уровень уверенности может быть неоправданным при существующей волатильной ситуации, ожидания играют важную роль.

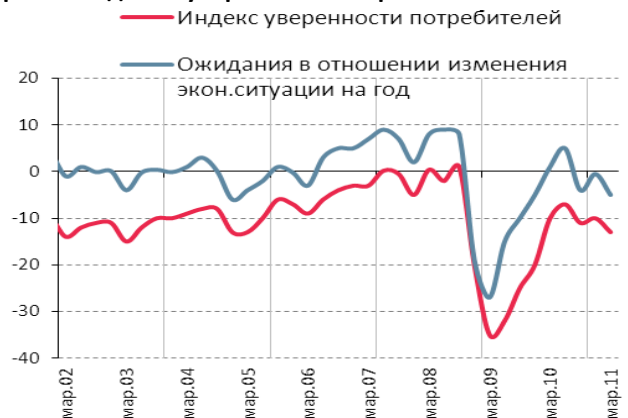
Как мы можем видеть на графиках, приведенных ниже, уверенность потребителей и производителей начала падать уже в первом квартале: индекс уверенности потребителей и ожидания в отношении изменения экономической ситуации за год понижались, хотя индекс благоприятности условий для крупных покупок оставался в целом стабильным. Индекс предпринимательской уверенности в обрабатывающей промышленности снизился, в добывающей промышленности – выровнялся, распределительные предприятия (электроэнергия, газ, вода) продолжают демонстрировать нециклическое поведение.

График 4. Индекс уверенности по отраслям (сезонно скорр.)



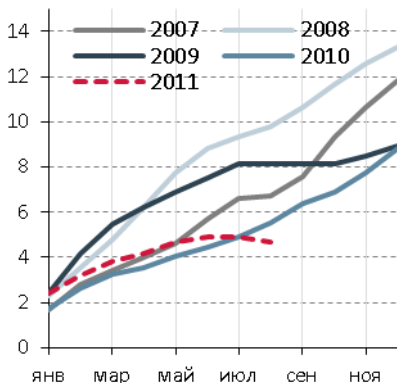
Источники: Росстат, оценка Атона

График 5. Индексы уверенности потребителей в России



Источник: Росстат

График 6. Кумулятивный ИПЦ (%)



Источники: Росстат, оценка Атона

Перспективы инфляции

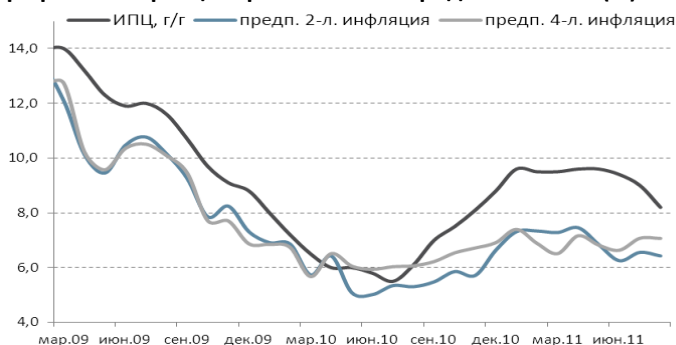
Темпы роста ценового давления замедляются. Политика Банка России, снижение темпов роста цен на продукты питания и отток капитала (\$31 млрд в первом полугодии 2011 г. против \$34 млрд за весь 2010 г.) проделали неплохую работу в контексте борьбы с инфляцией. На текущий момент динамика индекса потребительских цен более благоприятна, чем в последние 5 лет (График 6).

Потребительские инфляционные ожидания держатся на стабильном уровне после резкого понижения и, по нашему мнению, ожидания замедления экономики позволят удержать инфляцию на умеренном уровне. Снижение темпов роста M2 в годовом сопоставлении на настоящий момент не предполагает никакого монетарного давления.

Мы построили модель рыночных инфляционных ожиданий на основе международной зависимости Фишера (формула приведена в голубом блоке слева). Текущий уровень рыночных ставок предвещает некоторое ускорение инфляции, но не слишком драматическое. Более того, кривая инфляционных ожиданий рынка для России является

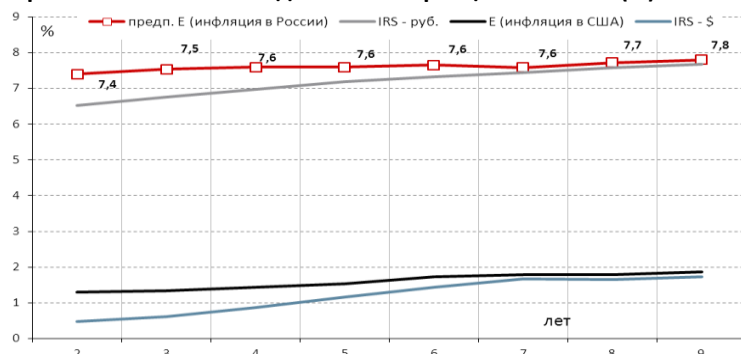
достаточно плоской, указывая на низкую ожидаемую инфляцию в ближайшие годы (График 8). Конечно, ожидания рынка очень изменчивы, однако при волатильной конъюнктуре ожидания сами по себе важнее, чем их дисперсия.

График 7. Инфляция: реальность и предположения (%)



Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 8. Рыночные ожидания по инфляции в России (%)



Источники: Bloomberg, оценка Атона

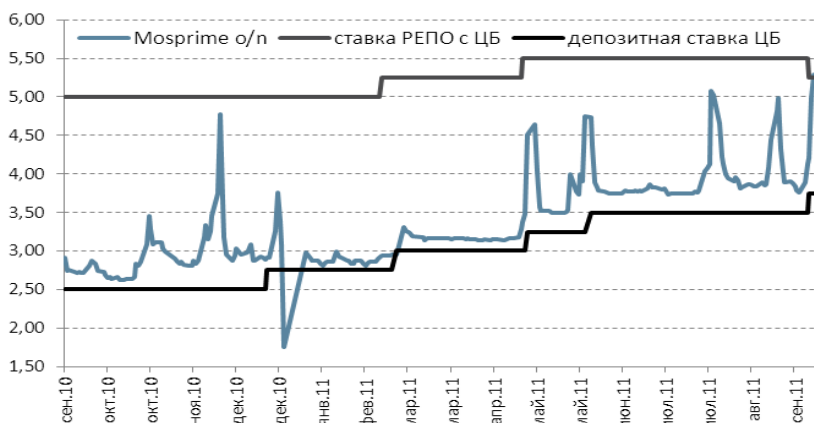
Международная зависимость Фишера

$$E(\text{inf RUB}) = \frac{(1 + \text{IRS}_{\text{руб}}) \times (1 + E(\text{inf USD}))}{(1 + \text{IRS}_{\text{usd}})} - 1$$

E(inf RUB) – Ожидаемая инфляция в России
IRSруб – Фиксированная рублевая ставка в IRS
E(inf USD) – Ожидаемая инфляция в США (UST-TIPS)
IRSusd – Фиксированная долларовая ставка в IRS

Чтобы сократить волатильность денежного рынка, Банк России 14 сентября сузил спред между кредитными и депозитными инструментами: однодневная ставка РЕПО была уменьшена с 5,50% до 5,25%, депозитная ставка была повышена до 3,50% с 3,75% (График 9). Мы не ожидаем ужесточения монетарной политики со стороны Банка России до конца года.

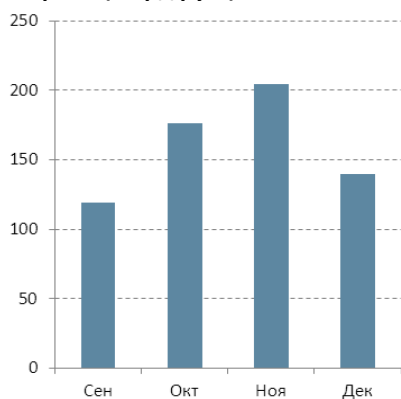
График 9. Ставки ЦБР и волатильность денежного рынка, (%)



Источник: Bloomberg

Мы не ожидаем существенного влияния ключевых ставок Банка России на доходности ОФЗ в четвертом квартале. Кроме того, учитывая существующую инфляционную динамику и макроэкономическую ситуацию, мы не ожидаем, что даже декабрьские бюджетные расходы прервут тренд замедления темпов роста ИПЦ.

График 10. График возврата депозитов Минфина (млрд руб.)



Источники: Банк России, Минфин, оценка Атона

Ликвидность внутреннего денежного рынка – непростые времена

По нашему мнению, основной краткосрочный риск для внутреннего рынка инструментов с фиксированной доходностью – ухудшение ситуации с ликвидностью. Тому есть несколько причин.

Прежде всего, позитивная динамика бюджета на фоне хорошего сбора налогов и накопления средств на счетах в Банке России могут быть доминирующими факторами на протяжении всего четвертого квартала. Определенное улучшение положения может произойти в декабре, когда последует традиционное вливание бюджетных расходов в систему, однако октябрь и ноябрь обещают быть непростыми месяцами. В октябре и ноябре проблема ликвидности будет решаться размещением депозитов Минфина. В настоящий момент график истечения сроков по этим депозитам является очень жестким (График 10). Сектор ОФЗ будет оставаться чистым заемщиком, так как общий объем выплат в четвертом квартале (купоны и погашение ОФЗ 25063) составит около 57 млрд руб., что меньше планов размещения ОФЗ и суммы депозитов, которые должны вернуться в Минфин.

Таблица 1. Бюджет и источники финансирования, млрд руб.

	6М	7М	8М	% плана	Бюджет-2011
Доходы	5 306	6 234	7 220	70%	10 303
Нефтегазовые доходы	2 766	3 214	3 711	73%	5 075
Расходы	4 603	5 511	6 461	59%	11 022
Баланс	704	723	759		(719)
% ВВП	2,9%	2,5%	2,3%		-1,3%
Источники финансирования					
Баланс внутренних заимствований	648	753	761	62%	1 236
Кредиты регионам	(74)	(74)	(91)		(71)
Приватизация	114	115	115		298
Другие внутренние источники	122	104	261		1
Всего внутреннее финансирование	810	898	1047		1 464
Изменение остатка	(1 458)	(1 567)	(1 752)		(672)
Внешние средства	(55)	(53)	(54)		(73)
Всего финансирование	(704)	(723)	(759)		719

Источники: Минфин, оценка Атона

Вторая причина – давление на рубль: риски глобальных рынков вынуждают Банк России покупать рубли. Возможные дальнейшие атаки на рубль в четвертом квартале могут привести к продаже валюты российским Центробанком, что приведет к вымыванию рублевой ликвидности. Повышения 14 сентября депозитной ставки на 25 б.п. недостаточно для компенсации давления глобальных рисков.

График 11. Валютные интервенции Банка России



Источники: Банк России, оценка Атона

В-третьих, как мы описали в отчете “Ликвидность: не только налоги...”, банки, принадлежащие зарубежным корпорациям, продолжают выводить фонды в материнские компании и эта трансфертная активность усилится при дальнейшем ухудшении условий на европейском рынке. Капитал выводят также и корпорации.

Волатильность ставок денежного рынка будет высокой – с вероятностью 30-40% последуют их взлеты более чем на 100 б.п. по сравнению со среднемесячным уровнем.

Определение зоны структурного риска

Нефтяная зависимость России не является чем-то новым и российские акции и облигации всегда рассматриваются в этом контексте. Основной фактор беспокойства – даже не зависимость сама по себе, но ее углубление. Как можно видеть на графиках 12 и 13, дефицит федерального бюджета без нефтегазовых доходов и дефицит торгового баланса увеличиваются, делая динамику экономики России более зависимой от динамики цен на нефть (подробнее см. в отчете “Макроэкономика: или нефть, или ничего”).

График 12. Федеральный бюджет, % ВВП: влияние нефти

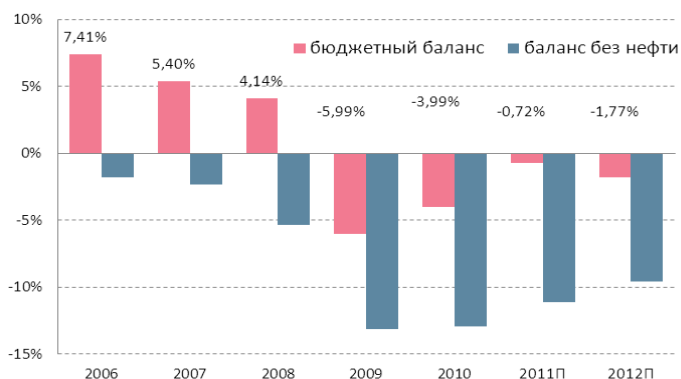
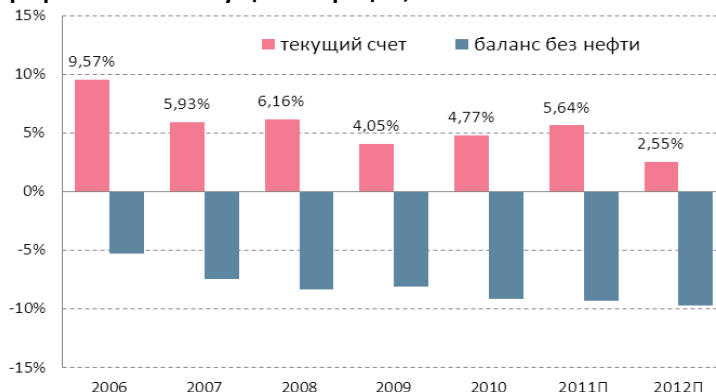


График 13. Счет текущих операций, % ВВП



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Эта проблема освещена Минфином в Долговой политике на 2012-14 гг., обнародованной в августе 2011 г. По оценке министерства, понижение цен на нефть на \$10 приведет к выпадающим доходам в размере 500 млрд руб. Базовый сценарий финансового ведомства предполагает, что в 2012 г. цена на нефть составит \$93 за баррель, а в 2013 и 2014 гг. она немного повысится. Такой уровень цен на нефть означает дефицит бюджета в размере 2,7% ВВП (бывший министр финансов А. Кудрин считал 3% опасной величиной) и долг в размере 14% ВВП. В сентябре Минфин повысил прогноз цен на нефть на 2012 г. до \$100 за баррель, но понизил прогноз бюджетного дефицита до 1,5% ВВП. Однако, в соответствии с оценками Минфина, размер дефицита достигнет 3% ВВП, если цены на нефть опустятся до \$90 за баррель. Разница, как видим, невелика.

Поэтому мы можем расценивать отметку \$93 за баррель как рубеж, на котором российский бюджет начнет испытывать проблемы. Однако расчеты Минфина выполнены на основе предположения, что ситуация с платежным балансом останется неизменной. Так как мы пытаемся определить последствия колебаний цен на нефть для фондового рынка, мы не можем воспользоваться этим предположением. Хорошо известно, что понижение цен на нефть не только негативно влияет на российский бюджет, но также заставляет инвесторов нервничать и подталкивает их к выводу инвестиций за пределы страны. Мы можем предположить, что драматические последствия отката нефтяных цен для российского рынка капитала могут проявиться куда раньше, чем цены достигнут уровня, опасного для бюджета.

Учитывая текущие уровни цен на нефть и котировки фьючерсов, мы можем утверждать, что риск достижения ими опасной зоны весьма высок. В данной секции мы попытаемся количественно оценить восприятие инвесторами рисков России в зависимости от цен на нефть. Изменение оценки риска может обозначать возможность оттока капитала из России.

Как мы знаем, ожидания очень важны для рынков – поэтому, если цены на нефть начнут быстро понижаться, активная распродажа российских активов начнется еще до того, как цены достигнут уровня, определенного Минфином как опасный, - \$93 за баррель

Экзотический подход к оценке рисков: азиатский опцион

Таблица 2. Азиатский опцион

Спот-цена	113
Страйк-цена	93
Срок погашения	31/12/2012
Лет до погашения	1,318
Процентная ставка	0,96%
Волатильность	35%
Тип	Азиатский пут
Цена опциона, \$	2,23
Число хеджируемых баррелей, млрд	1,75
Ценность (стоимость хеджирования), \$ млрд	3,90

Источник: Bloomberg, оценка Атона

Таблица 3. Текущий баланс бюджета, \$ млрд

Январь-август 2011 г.	
Доходы	245
Нефтегазовые доходы	126
Расходы	219
Баланс	26
Стоимость хеджирования*	(3,9)
Скорр.баланс	21
Резервный фонд	27
Чистый скорр.баланс	48

* цена азиатского опциона

Источник: Минфин, оценка Атона

Основания. У инвесторов всегда есть определенные соображения относительно того, при каком соотношении риск/доходность есть смысл инвестировать в ту или иную страну. Если данное соотношение меняется, это служит стимулом для инвесторов увеличить/сократить свои позиции в данной стране. Мы попытались дать количественную оценку восприятия рисков России и возможных последствий ее изменения для движения капитала. Нормальный уровень восприятия риска инвесторами (нет побуждения к выводу капитала ввиду угрозы понижения цен на нефть) мы приняли как стоимость хеджирования российского нефтяного экспорта при средней цене не ниже \$93 за баррель до конца 2012 г. Иными словами, эта стоимость хеджирования соответствует текущему объему инвестиций в российский рынок капитала. В экономическом смысле эта стоимость хеджирования – стоимость в настоящем ожидаемого в будущем “ущерба” российской экономике в результате понижения цен на нефть. Ее можно рассчитать как цену экзотического азиатского опциона пут (цена рынка спот соответствует средней для данного периода), умноженного на объем российского нефтяного экспорта. Когда текущая цена нефти понижается, цена опциона возрастает. Это значит, что инвесторы выше оценивают будущий “ущерб”. Разница между старой ценой “ущерба” и его новой ценой может рассматриваться как возможный отток капитала. Когда такая разница становится достаточно большой (сопоставимой со среднемесячным оттоком капитала из России в 2009-2010 гг.), это может быть сигналом о близящемся крахе рынка.

Оценка стоимости. Так как Минфин оперирует средними ценами на нефть, азиатский опцион – наиболее подходящий вариант для оценки стоимости хеджирования. Следует отметить, что азиатский опцион дает нам наиболее консервативную оценку – он дешевле американского или европейского. Азиатский опцион – это такой опцион, выплаты по которому зависят от средней цены соответствующего спот-рынка в период действия контракта и его собственную стоимость на дату погашения можно выразить как $MAX [0; STRIKE - Average (Spot T_0 - T)]$. Для расчета мы воспользовались методом биномиального дерева Халла-Уайта (1993 г.) для деривативов. Наша команда по нефтегазовому сектору прогнозирует, что Россия экспортирует в 2012 г. 1,75 млрд барр. нефти (около 240 млн т.). Учитывая, что один опционный контракт соответствует одному баррелю, для оценки стоимости хеджирования нам нужно будет только перемножить количество баррелей, которые будут экспортированы, на вычисленную цену опциона. Для ее расчета мы использовали вмененную волатильность текущих долгосрочных опционов на нефть марки Brent на уровне 35%. В соответствии с нашими оценками (Таблица 2), при текущем уровне цен на нефть, стоимость хеджирования для России составляет около \$4 млрд и это – точка отсчета для рынков акций и облигаций.

Стресс-тесты и влияние на рынок. При существующих на рынке условиях цена будущего “ущерба” при падении средней цены на нефть в 2012 г. ниже \$93 за баррель составляет \$4 млрд. Чтобы протестировать текущую стоимость “ущерба” мы сделали вычисления, приведенные в таблице 5. Мы смоделировали движение спот-цен на нефть с нынешнего уровня с шагом 10%. Мы также добавили сдвиги волатильности, так как в ходе кризиса 2008 г. 12-месячная вмененная волатильность нефти выросла до 50%. В таблице 4 зеленым выделен возможный размер этого “ущерба” при наихудшем сценарии.

Таблица 4. Восприятие инвесторами рисков падения цен на нефть при различных сценариях, \$ млрд

Стоимость хеджирования (восприятие риска инвесторами)										
Вол./Нефть, \$	45	57	68	79	90	102	113	124	136	147
35%	(82)	(63)	(44)	(28)	(16)	(8,5)	(3,9)	(2)	(0)	(0)
40%	(82)	(63)	(45)	(30)	(18)	(10,5)		(3)	(1)	(0)
50%	(82)	(64)	(47)	(33)	(22)	(15)		(5)	(3)	(1)
60%	(83)	(65)	(50)	(37)	(27)	(19)		(8)	(5)	(3)
Кумулятивное изменение стоимости хеджирования										
Вол./Нефть, \$	45	57	68	79	90	102	113	124	136	147
35%	(78)	(59)	(40)	(24)	(13)	(4,6)	-	2	3	4
40%	(78)	(59)	(41)	(26)	(15)	(6,6)		1	3	3
50%	(78)	(60)	(43)	(29)	(19)	(11)		(1)	1	2
60%	(79)	(61)	(46)	(33)	(23)	(15)		(5)	(2)	1

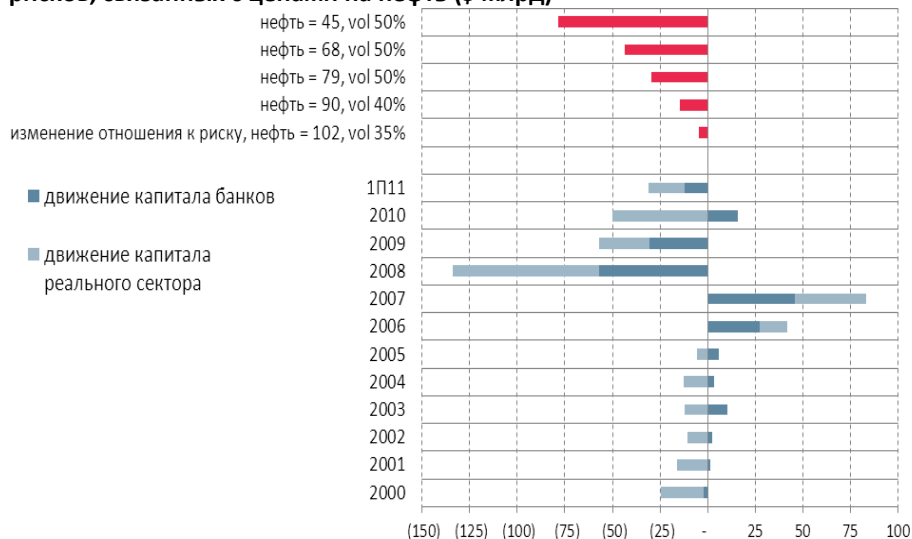
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Чтобы оценить размер негативного эффекта понижения цен на нефть мы сравнили изменение восприятия инвесторами возможного “ущерба” российской экономике с оттоком капитала из России и капитализацией рынков. Под капитализацией рынка акций мы понимаем стоимость бумаг в свободном обращении (оценивается нашей командой по рынку акций на уровне \$260 млрд). Капитализацию внутреннего рынка инструментов с фиксированной доходностью мы приняли за \$160 млрд.

Если цены на нефть опускаются лишь на 10% от уровня, наблюдаемого в последнее время (до \$102 за баррель), изменение восприятия инвесторами возможного “ущерба” составит \$4,6 млрд, что больше среднемесячных значений для 2009 и 2010 гг. Таким образом, даже понижение цен на нефть до \$102 за баррель даст инвесторам весомый стимул для вывода активов с российского рынка капиталов, включая рынок инструментов с фиксированной доходностью. Достижение этого уровня может рассматриваться как сигнал для дальнейшего серьезного ухудшения рыночных условий.

Дальнейшее понижение цен на нефть приведет к прогрессирующим отрицательным последствиям. Как видно из графика 14, текущая стоимость восприятия возможного “ущерба” при падении цен на нефть до \$80 за баррель практически удваивается на каждые \$10 понижения. При цене \$80 за баррель, в соответствии с нашими расчетами, изменение восприятия инвесторами возможного ущерба достигнет \$30 млрд, что сопоставимо с величиной оттока капитала в первом полугодии 2011 г. и составляет около 11% текущей рыночной стоимости акций в обращении и около 28% капитализации рынка инструментов с фиксированной доходностью.

График 14. История оттока капитала и изменение восприятия инвесторами рисков, связанных с ценами на нефть (\$ млрд)



Источники: Банк России, оценка Атона

Таблица 5. Влияние изменения восприятия инвесторами рисков на российский рынок капитала

Сценарии	Изменение оценки риска, \$ млрд	% от рын.кап. акций в обрац.	% от рын. стоимости бондов
Цена на нефть - \$102, волатильность - 35%	(5)	-2%	-3%
Цена на нефть - \$90, волатильность - 40%	(15)	-6%	-9%
Цена на нефть - \$79, волатильность - 50%	(29)	-11%	-18%
Цена на нефть - \$68, волатильность - 50%	(43)	-17%	-27%
Цена на нефть - \$45, волатильность - 50%	(78)	-30%	-49%

Источник: оценка Атона

Риски и рыночное позиционирование в четвертом квартале

В четвертом квартале мы столкнемся с комплексом краткосрочных и структурных рисков для внутреннего рынка инструментов с фиксированной доходностью. Мы оцениваем условия в целом для внутреннего рублевого рынка как негативные (2 пункта из 5, как видно из таблицы 6).

Таблица 6. Наши количественные оценки текущего состояния рынка

Параметр/ранг	Высокий риск				Низкий риск
	1	2	3	4	5
Внешнее давление	✓				
Структурная нефтяная зависимость	✓				
Ликвидность		✓			
Ключевые ставки ЦБР				✓	
Замедление роста экономики			✓		
Рыночные условия в целом		✓			

Источник: оценка Атона

Динамика предыдущих рекомендаций в третьем квартале

Ввиду неблагоприятных условий на рынке в августе-сентябре, те бумаги, которые мы назвали наиболее предпочтительными в третьем квартале, продемонстрировали отрицательную ценовую динамику. В то же время, рекомендованные нами бонды упали менее сильно, чем российский рынок облигаций в среднем. Индекс цен IFX Cbonds опустился на 2,58%, в то время как “наши” бонды продемонстрировали понижение в диапазоне от 0,45% до 2,06% (Таблица 7).

Таблица 7. Динамика предыдущих рекомендаций в третьем квартале

Выпуск	Изменение цены	Измен. б.п.	Дох. %	Дюр. лет	Посл.	Спред б.п.	В обращении млн руб.	Дата погашения	След.	Рейтинг (M/S/F)
Моск. обл.-26007	-1,84%	82	8,620	2,101	99,00	104	16 000	16/04/2014		B1 / - / -
Краснод. край-34033	-1,12%	41	7,580	2,063	101,60	3	4 000	27/09/2014		- / BB / BB
Тверск. обл.-34007	-0,94%	27	8,510	3,073	100,80	35	3 000	15/12/2015		- / B+ / -
РусГидро-1	-1,53%	43	8,420	3,495	99,05	6	10 000	12/04/2021	22/04/2016	Ba1 / BB+ / BB+
РусГидро-2	-1,53%	43	8,420	3,495	99,05	6	5 000	12/04/2021	22/04/2016	Ba1 / BB+ / BB+
Иркут-БО1	-1,80%	90	8,870	1,684	101,000	163	5 000	10/09/2013		Ba2 / - / -
НК Альянс-БО1	-2,06%	92	9,170	1,970	100,560	169	5 000	04/02/2014		- / B+ / B
Почта России	-0,50%	23	8,190	2,049	100,500	65	7 000	22/03/2016	28/03/2014	- / - / -
Промсвязьбанк-БО3	-0,18%	1	8,040	2,003	101,500	53	5 000	04/02/2014		Ba2 / - / BB-
ЕАБР-4	-0,45%	19	7,600	2,047	100,500	6	5 000	06/02/2018	13/02/2014	A3 / BBB / BBB
IFX Cbonds	-2,58%	155	8,690	1,712	106,390	142				

Источники: ММВБ, Cbonds, по состоянию на 26 сентября

Стратегия для четвертого квартала: держитесь в стороне, если можете

Учитывая негативные тренды на рынке и рост рисков, мы рекомендуем избавляться от бондов с длинной дюрацией и, если это возможно, также и от коротких бумаг. Если это невозможно, мы советуем сохранять лишь бумаги высокого (и подтвержденного) кредитного качества с короткой дюрацией и достаточно ликвидные. Мы предлагаем сфокусироваться на бондах, которые сильнее пострадали от распродаж, что привело к росту их доходностей выше кривой. Среди секторов мы делаем выбор в пользу коротких субфедеральных долговых обязательств, бумаг сектора электроэнергетики и крепко стоящих на ногах банков. Этот выбор обусловлен слабо цикличной природой предприятий электроэнергетики и хорошей поддержкой субфедерального сектора.

Ключевой момент для бегства с рынка, по нашему мнению, это падение цен на нефть до \$102 за баррель. В случае быстрого движения ниже этого уровня мы рекомендуем быть готовыми к негативной реакции рынка капитала и российской валюты.

Ниже мы кратко рассматриваем кредитные профили рекомендуемых нами защитных активов.

Таблица 8. Защитные активы

Выпуск	Срок погашения	След. оферта	Бумаг в обращении, млн руб.	Оборот (ЗМ), млн руб.	Оборот/ в обращении	Цена	Доходность, %	Дюрация, лет	Спред к кривой ОФЗ, б.п.	Список ММВБ	Рейтинги	Присутствие в ломбардн. списке
Мосэнерго-3	28/11/14	06/12/12	5000	4 309	0,9	102,32	8,2	1,0	233	A1	-/BB/-	✓
Энел ОГК-5-БО18	25/06/14	-	5000	3 618	0,7	99,00	7,6	2,4	93	A1	Ba3/-/-	✓
Самарская обл.34006	10/05/13	-	1818,75	586	0,3	110,70	8,2	1,4	217	A1	Ba1/BB+/-	✓
ВТБ-БО5	15/03/13	-	10000	6 744	0,7	100,00	7,8	1,3	177		Baa1/BBB/B	✓
Мечел-БО2	12/03/13	-	5000	798	0,2	100,70	9,4	1,3	331	A1	B1/-/-	✓
Мечел-04	21/07/16	30/07/12	5000	2 588	0,5	107,83	9,3	0,7	378	A1	B1/-/-	✓

Источники: ММВБ, Атон, на 26 сентября

Энел ОГК-5 БО-18 (A1, репо с ЦБ, Ba3). Основное преимущество ОГК-5 – контролирующий ее акционер, Enel, который улучшает качество корпоративного управления. С операционной точки зрения следует отметить благоприятное расположение мощностей компании в развитых регионах – в Центре, на Юге и на Урале. Половина выработки энергии обеспечивается ГРЭС Рефтинская, которая работает на угле – это позитивный фактор в случае роста цен на газ. Спред между потолком цен и постоянными расходами компании является одним из наиболее значительных в секторе – по этому показателю она уступает лишь РусГидро, ОГК-4 и 6. Стабильные годовые капиталовложения на отметке \$150-170 млн, соотношение EBITDA/капиталовложения на уровне 3,0, умеренное долговое бремя в размере 2,4 в 2010 г., и, как ожидается, 1,5 в 2011 г. – все это делает компанию одной из наиболее привлекательных с нашей точки зрения в секторе электроэнергетики.

Мосэнерго-3 (A1, репо с ЦБ, BB). Хорошие связи компании с правительством Москвы (которому принадлежит 27% капитала), сильный контролирующий акционер (Газпром), минимальное долговое бремя и активы, расположенные в наиболее экономически развитых регионах России, позволяют нам отнести выпуск Мосэнерго-3 к тихим гаваням

Самарская область 34006 (A1, репо с ЦБ, BB+). В этом регионе хорошо развита промышленность, размер бюджета является одним из крупнейших, а долговое бремя не слишком высоко. Кредитный рейтинг области дает возможность инвестировать в ее бумаги пенсионные средства – в том числе для Государственной управляющей компании (Внешэкономбанк). Котировки этого бонда существенно упали, что дает возможность покупки с доходностью значительно выше кривой других выпусков этого и сопоставимых регионов.

ВТБ-БО5 (внебиржевой рынок, репо с ЦБ, BBB). ВТБ – квазисуверенная кредитная организация, которая во времена тяжелых условий на рынке получает сильную поддержку государства. Среди других квазисуверенных выпусков ВТБ-БО5 торгуется с необоснованной премией к кривой ОФЗ прежде всего потому, что он торгуется на внебиржевом рынке. В то же время это высоколиквидный инструмент, входящий в ломбардный список ЦБ и демонстрирующий низкий риск DV01.

Мечел-БО2 и -4 (A1, репо с ЦБ, B+). Мечел БО-2 - это один из наиболее привлекательных корпоративных бондов с низкой дюрацией на настоящий момент. С рейтингом B1 и относительно стабильным прогнозом бизнес-рисков в четвертом квартале 2011 г., бонд предлагает более чем 9% доходности при дюрации менее 1,5 года и высоком уровне ликвидности. Помимо этого, купон составляет 9,75%, а это ценная защита при падающем рынке. Еще один защитный бонд, который мы включаем в список рекомендаций - Мечел-4 с впечатляющим купоном 19%, хорошей торговой ликвидностью и даже еще меньшим риском DV01 (дюрация 0,8 года). Оба бонда торгуются в списке A1 ММВБ и входят в ломбардный список ЦБ.

Портфельный подход: не приносите доходность в жертву дюрации

Вышеописанная стратегия выхода из позиций или сосредоточения на тех перепроданных бумагах, которые кажутся нам наиболее привлекательными, подходит для инвесторов со сравнительно небольшими портфелями. Альтернативный подход для инвесторов с более крупными портфелями заключается в сокращении дюрации: продаже длинных облигаций и покупке коротких с аналогичным кредитным качеством. В этом случае потери в доходности не будут значительными, но риск сократится. Мы проиллюстрируем это на числовом примере.

Для сравнения различных стратегий мы создали портфель выпусков с равным удельным весом с дюрацией 1-3 года, которые нам нравятся (рекомендуемый портфель) и портфель долгосрочных облигаций. Критериями выбора бумаг для второго портфеля были дюрация свыше 3 лет и сравнительно высокая ликвидность.

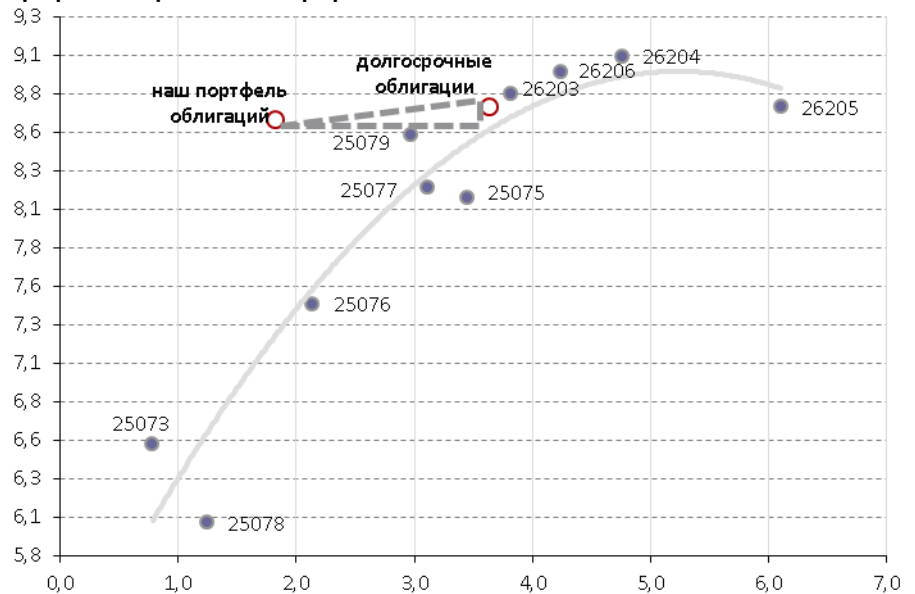
Доходность нашего портфеля уступает портфелю длинных облигаций на 9 б.п., но дюрация уменьшается на 2 года. Сравнимый сдвиг дюрации в кривой ОФЗ дает понижение доходности на 154 б.п.

Таблица 9. Эффективное сокращение дюрации без значительных потерь

Портфель	Доходность, %	Дюрация, лет	ОФЗ, %	Спред ОФЗ, б.п.
Рекомендуемый	8,63	1,84	6,93	170
Длинные облигации	8,72	3,66	8,47	25
Разница доходностей, б.п.	-9			
Разница дюрации, лет		-1,8		
Падение доходности при сопоставимом снижении дюрации в кривой ОФЗ			-154	

Источники: ММВБ, оценка Атона, по состоянию на 26 сентября

График 15. Сравнение портфелей



Источники: ММВБ, оценка Атона

Таблица 10. Сопоставление портфелей

Рекомендуемый портфель						Портфель длинных облигаций					
ISIN	Выпуск	Мин.	Мин. дюр.	Цена	Рейтинг	ISIN	Выпуск	Мин. дох-ть	Мин. дюр.	Цена	Рейтинг
	Портфель	8,37	1,82	100,53	BB		Портфель	8,73	3,67	98,73	BB
RU000A0JR0Q5	ЕАБР-4	7,60	2,05	100,50	BBB	RU000A0JR5F7	АИЖК-17	9,09	5,53	101,50	BBB
RU000A0JRN37	ОТП Банк-БОО1	9,37	2,34	97,01	BB	RU000A0JRK22	НК Альянс-6	9,53	3,52	98,25	B
RU000A0JR845	Промсвязьбанк-БОО3	8,04	2,00	101,50	BB-	RU000A0JRCX7	ВЭБ-9	8,62	3,42	98,00	BBB
RU000A0JP2G4	Россельхозбанк-3	8,57	2,01	101,80	BBB	RU000A0JR357	ВымпелКом-6	8,64	3,12	99,45	BB-
RU000A0JR7S6	Альфа-Банк	9,54	1,98	97,75	BB-	RU000A0JREZ8	ВЭБ-лизинг-5	7,97	3,45	102,95	BBB
RU000A0JQT99	ВТБ-БОО1	7,82	1,30	100,00	BBB	RU000A0JREX3	ВЭБ-лизинг-4	9,94	3,38	96,03	BBB
RU000A0JR3G0	ВЭБ -8	8,20	1,77	97,86	BBB	RU000A0JR878	Газпромнефть-10	9,27	4,52	99,20	BBB-
RU000A0JRFJ9	ХКФ Банк-БОО3	9,27	1,75	98,00	BB-	RU000A0JRJW4	Евраз-5	9,69	3,53	96,02	B+
RU000A0JNPK5	АИЖК-8	8,29	2,26	99,00	BBB	RU000A0JQXQ9	ЕвроХим-2	8,44	2,97	102,00	BB
RU000A0JR5P6	Газпромбанк-БОО1	7,89	1,87	100,00	BB+	RU000A0JRH7	Калужская область-34005	7,93	3,28	101,70	BB-
RU000A0JQXE5	АЛРОСА-22	8,05	1,50	100,70	BB-	RU000A0JRS2	Мечел-17	9,12	3,54	98,02	B+
RU000A0JQX02	АЛРОСА-21	7,73	1,53	101,20	BB-	RU000A0JRJT0	Мечел-18	9,56	3,53	96,46	B+
RU000A0JNYU8	Лукойл-4	7,92	1,87	99,25	BBB-	RU000A0JR7G1	25077	8,12	3,45	97,80	BBB
RU000A0JQNS6	Башнефть-2	10,91	1,04	102,07	BB-*	RU000A0JRU8	26206	8,94	4,25	94,00	BBB
RU000A0JR0Z6	Иркут-БОО1	8,87	1,68	101,00	BB	RU000A0JRCJ6	26204	9,04	4,76	93,50	BBB
RU000A0JQFU8	СИБМЕТИНВЕСТ-1	9,90	2,27	109,92	B+	RU000A0JR4J2	МТС-8	8,46	3,21	99,50	BB
RU000A0JRD47	Почта России	8,19	2,05	100,50	BBB*	RU000A0JRLE8	Россельхозбанк-14	7,52	3,07	101,00	BBB
RU000A0JRFQ4	Магнит-БОО6	6,61	2,16	102,90	BB-*	RU000A0JRFN1	РусГидро-1	8,42	3,49	99,05	BB+
RU000A0JQLM3	Мосэнерго-3	7,04	1,05	103,75	BB	RU000A0JRH2	Якутия-35003	7,56	3,13	101,99	BB-
RU000A0JRKW2	Энел ОГК-5-Б018	7,64	2,33	99,00	BB-	RU000A0JR639	Тверская область - 34007	8,51	3,07	100,80	B+
RU000A0JQ722	ТГК1-2	8,41	1,54	97,50	BB-*	RU000A0JRMX6	ФСК ЕЭС-19	8,93	4,85	96,00	BBB

Источники: ММВБ, оценка Атона, по состоянию на 26 сентября

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 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 подпадать под продажу 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, Кириаκος Матсис Авениу, 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.galikhانov@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