

# Стратегия /зима 2014-2015



Российская экономика

Долговые рынки

Денежные рынки

Валютные рынки

## Краткий обзор «Стратегия. Осень 2014»

В нашей стратегии на осень мы отмечали отсутствие фундаментальной поддержки для российских активов со стороны нефти на фоне превышения предложения над спросом. Вместе с тем мы не ожидали, что переоценка стоимости «черного золота» будет происходить столь стремительно, что в конечном итоге затронет все классы российских активов – от валюты до рублевых облигаций и евробондов.

При наших ожиданиях плавного снижения цен на нефть до 100 долл./барр. прогноз по валюте был рассчитан в диапазоне 39,0-39,35 руб., что являлось на тот момент верхней границей операционного интервала ЦБ РФ. Также мы ожидали более решительных действий от регулятора по компенсации необходимого количества валюты на фоне больших объемов внешних выплат и ухода с валютного рынка за счет введения операций по фондированию в валюте под залог рублевых активов. В результате ЦБ ввел валютное РЕПО, однако снизил ставки до приемлемого уровня (Libor + 50 б.п.) лишь в начале декабря.

Кроме того, турбулентность на финансовых рынках вынудила Банк России 31 октября поднять ставки на 150 б.п., в то время как мы ожидали повышения ставок на 100 б.п. до конца года. Ускорившаяся девальвация рубля также негативно сказалась на инфляции, которая по итогам ноября составила 9,1% при наших ожиданиях 8,2%-8,7% к концу года.

На этом фоне, как и ожидалось, инверсия кривых валютных и процентных свопов заметно выросла, также в ОФЗ начал реализовываться «турецкий сценарий» - инверсия на кривой ОФЗ. Что касается евробондов, то кредитная премия российских бумаг выглядела весьма интересно, однако на фоне резкого падения нефтяных цен произошла глобальная переоценка российского риска.

## Наши ожидания и рекомендации

### Экономика

Россия, похоже, станет аутсайдером среди большинства мировых развивающихся стран в части динамики экономики как минимум на ближайшие два года. Так, большинство мировых стран ждет роста экономик в 2015 году. Россия, похоже, окажется в довольно небольшой группе стран, в которых в ближайший год динамика экономической активности будет отрицательной. Мы смотрим довольно пессимистично на следующий год и ждем 2%-ного снижения российской экономики.

### Политика ЦБ

На следующий год на рынке сохраняются сильные девальвационные и инфляционные ожидания, что практически не оставляет Банку России другого выбора, кроме как прибегнуть к повышению ключевой ставки на ближайших заседаниях. Мы ждем уровня ключевой ставки к концу 2015 г. в 11,5-12%.

### Валютный и денежный рынок

Негативные тенденции на сырьевых площадках, а также сохранение геополитических рисков продолжают оказывать давление на национальную валюту. При этом монетарные власти вряд ли смогут предпринять такие меры, которые смогут оказать существенную поддержку. Курс рубля к доллару может достигать отметки в 60 руб., а среднее значение курса в первом квартале будет находиться в диапазоне 55,0 – 57,0 руб.

В условиях когда банки сильно завязаны на ресурсах, предоставляемых монетарными властями, желание регулятора оказать национальной валюте поддержку может говорить только об одном: что ставки даже не в даты налоговых выплат продолжают удерживаться у верхней границы процентного коридора ЦБ.

## ОФЗ и ставки

На рынке на текущий момент мы наблюдаем глобальную переоценку российского риска в отсутствие поддержки со стороны цен на нефть, которые являлись основным фактором инвестиционной привлекательности России с начала 2000-х годов. На этом фоне кривая ОФЗ уже превысила доходность бразильских локальных облигаций. В целом текущие стрессовые уровни доходности ОФЗ учитывают достаточно агрессивное повышение ставки ЦБ РФ, в результате чего оставаться в коротких позициях на момент объявления итогов заседания регулятора нецелесообразно. Однако ожидать заметной коррекции госбумаг на фоне слабых позиций рубля также не стоит. Кроме того, ожидаем дальнейшего формирования инверсии на кривой госбумаг на фоне активного предложения Минфином коротких бумаг в следующем году.

Рынок процентных свопов закладывает рост ставок в среднесрочной перспективе более чем на 300 б.п.; инверсия кривых IRS и CCS сохранится на высоком уровне. В целом рынок процентных и валютных свопов фактически выходит на стрессовые уровни 2009 г., в результате чего на фоне высокой волатильности инструментов и ограниченной ликвидности не рекомендуем открывать стратегические позиции в данном сегменте рынка.

## Евробонды

На фоне переоценки российского риска понятие «кредитного спреда» потеряло свою актуальность – суверенные евробонды торгуются на уровне бумаг с рейтингом на 3-4 степени ниже российского. В целом, текущие доходности суверенных евробондов России уже с большим запасом включают в себя, как риски снижения нефти к 60 долл./барр. при нахождении на данном уровне продолжительное время, так и потерю инвестиционного рейтинга. На наш взгляд, оставаться с открытыми короткими позициями в российских бумагах на текущих уровнях уже нецелесообразно, в то время как для спекулятивно настроенных игроков можно начать искать точки входа в рынок.

## Оглавление

**ЭКОНОМИКА: БЕЗ ПОВОДА НА ОПТИМИЗМ**

**ПОЛИТИКА ЦБ: НОВЫЕ УРОВНИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ НЕ ЗА ГОРАМИ**

**РУБЛЬ – ВСЕ ЕЩЕ ВПЕРЕДИ?**

**ОФЗ: НА УРОВНЕ БРАЗИЛИИ**

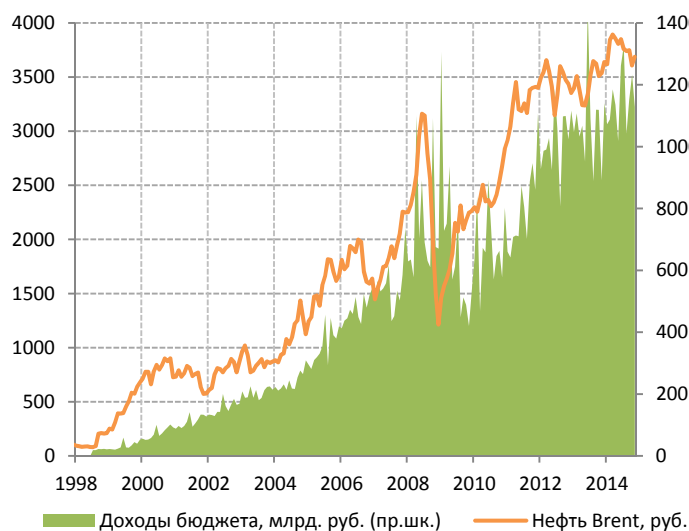
**ЕВРОБОНДЫ: ПРОИЗВОДНАЯ ОТ НЕФТИ**

## Глобальная переоценка российского риска

ВВП России в долларовом выражении с 2000 г. по 2013 г. вырос в 8 раз – до 2,1 трлн. долл. Большая часть этого роста была обеспечена растущими ценами на нефть, которые за аналогичный период повысились в 4 раза. При этом с 2000 года доля нефтегазовых доходов в бюджете начала активно расти и на текущий момент составляет порядка 50%, что обеспечило рост доходов бюджета в 11 раз – до 1,1 трлн. руб., в то время как рублевая цена нефти с 2000 г. по 2013 г. выросла только в 4,3 раза – до 3,4 тыс. руб. за баррель (в натуральном выражении объем экспорта нефти и нефтепродуктов за 13 лет Россия нарастила лишь в 1,8 раза).

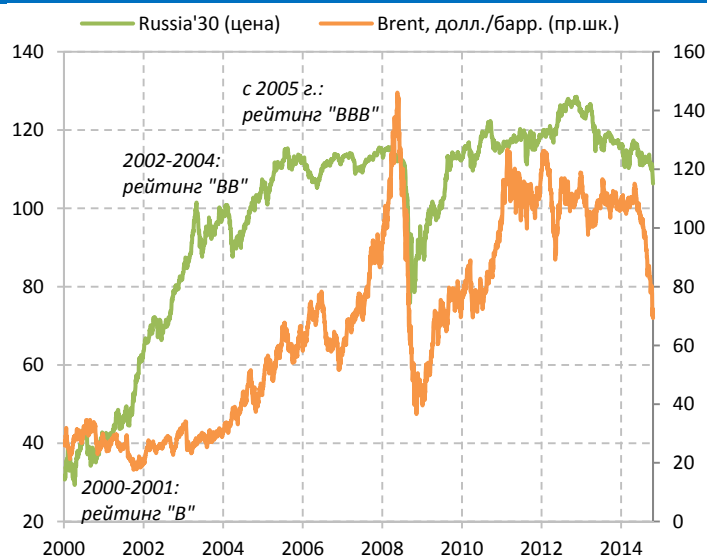
В результате, если другие страны с существенной долей нефтедобычи (Мексика, Бразилия) стремились диверсифицировать экономику, зависимость России от цен на нефть лишь увеличилась. С 2005 г. кредитный рейтинг РФ вошел в инвестиционную категорию, однако на фоне высоких цен на нефть, которые держались в диапазоне 60-120 долл./барр., данную «проблему» российской экономики глобальные инвесторы старались не замечать.

Доходы бюджета и цена нефти Brent (в рублях)



Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

Динамика котировок евробондов Russia'30 и цены на нефть Brent



Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

Конъюнктура рынка нефти на текущий момент такова, что возврата к 100 долл./барр. в обозримой перспективе не произойдет и текущие цены на нефть ниже 70-80 долл./барр. являются новой долгосрочной реальностью для рынка. Во-первых, наблюдается фундаментальное превышение предложения над спросом на нефть, во-вторых, начало цикла повышения ставок ФРС США будет оказывать давление на товарные рынки за счет укрепления американской валюты.

В результате глобальные инвесторы вынуждены переоценивать кредитные риски России, к которым помимо цен на энергоносители в текущем году прибавились и геополитические. Кроме того, кардинальным отличием текущего кризиса на фондовых рынках от 1998 г. и 2009 г. является отсутствие перспектив быстрого возврата цен на энергоносители к «привычным» уровням выше 100 долл./барр.

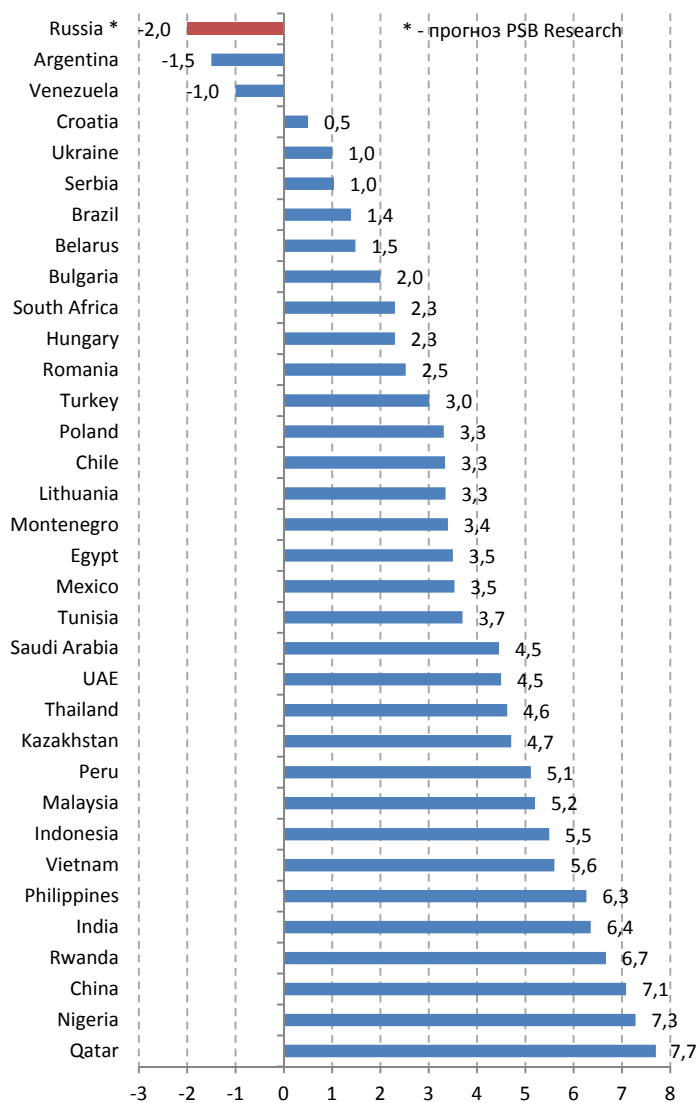
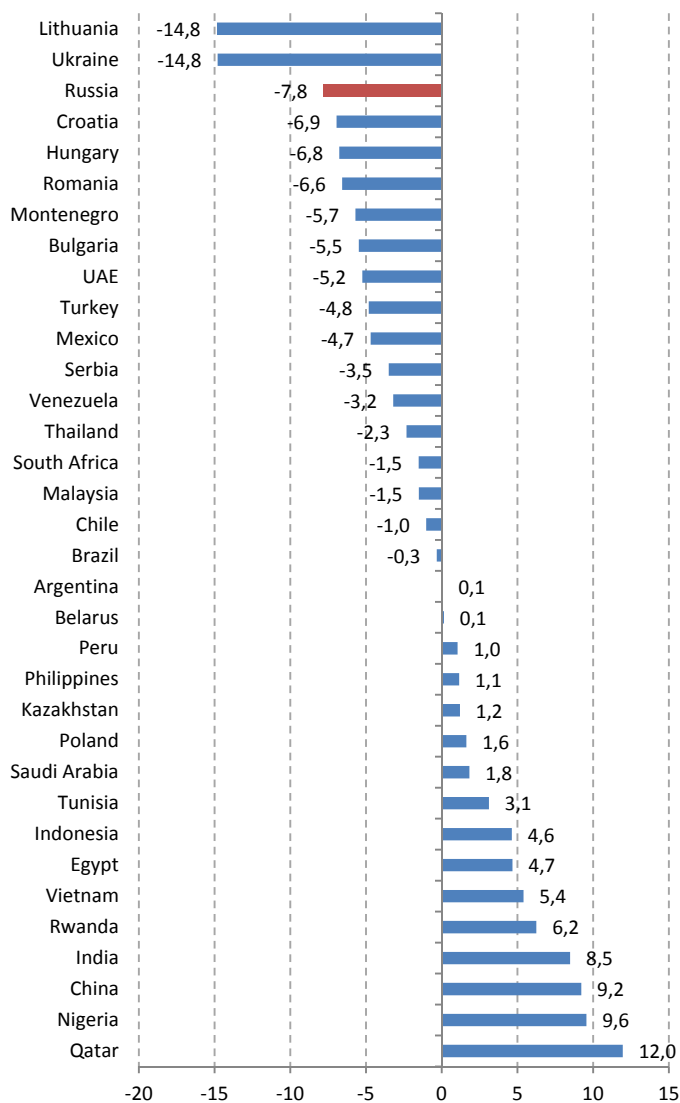
Также негативно на рынок влияет фактор западных санкций – хотя прямого запрета на владение российскими ценными бумагами у западных инвесторов нет, фонды выходят из российского риска, опасаясь реализации новых геополитических рисков.

В результате сейчас можно наблюдать «трансформацию» российского рынка под новую систему координат с низкими ценами на нефть, высокими ставками, большой кредитной премией в доходности активов и волатильной валютой.

## Экономика: без повода на оптимизм

Изменение ВВП за 2009 г., %

Прогноз МВФ по динамике ВВП на 2015 г., %



Источник: МВФ

Источник: МВФ

Мы считаем, что текущие низкие цены на нефть сохраняться как минимум в ближайшие три года, что, безусловно, станет ключевым негативным фактором для российской экономики. Отметим, в текущем году средняя цена на нефть марки Brent пока остается в районе 100 долл. за баррель, что в целом довольно комфортно для российской экономики. Однако уже в следующем году средняя цена, по нашим подсчетам, опустится до уровня около 70 долл. за баррель. При этом негативный прогноз, который мы бы не стали исключать, предполагает достижение уровня в 60 долл. за барр. Безусловно, в сложившихся условиях поводов для оптимизма относительно перспектив российской экономики на следующий год немного. Среди таких можно отметить запланированный рост бюджетных расходов. На следующий год темп роста расходов запланирован на уровне в 11,1% против 4,3% на этот год. В целом

мы бы не стали исключать вероятности сокращения бюджетных расходов, которую мы оцениваем как высокую.

Помимо цены на нефть в российской экономике безусловно присутствуют структурные проблемы. Так, одной из ключевых проблем, помимо цен на нефть, остаются инвестиции, особенно после завершения масштабных проектов в Сочи и Владивостоке. Более того, найти среди крупных российских компаний имена, которые планируют сохранить объем капитальных вложений на следующий год в прежнем объеме довольно проблематично. Отметим, что структурно большинство отраслей прошли пик инвестиций в 2012-2013 гг., что на фоне завершения крупных государственных инвестиционных проектов также является еще одним негативным фактором для экономики на следующий год. Мы ждем сокращения инвестиций на следующий год в размере 8%.

Важно, с нашей точки зрения, что Россия, похоже, станет аутсайдером среди большинства мировых развивающихся стран в части роста экономики как минимум на ближайшие два года. Консенсус агентства Bloomberg указывает на нулевой рост экономики. Но в целом большинство крупных инвестиционных домов уже пересмотрели прогноз на следующий год и ждут преимущественно нулевых или отрицательных темпов роста экономики. При этом в целом по странам БРИКС ожидается пятипроцентный рост. Мы смотрим довольно пессимистично на следующий год и ждем 2%-ного снижения российской экономики. Фактор ослабления рубля, которое мы ожидаем преимущественно в первом квартале, будет стимулировать конечное потребление в начале следующего года однако во второй половине года потребительские расходы, как и соответственно оборот розничной торговли, будут показывать отрицательную динамику.

Похоже, борьба с инфляцией в следующем году будет по-прежнему основной задачей для Банка России и в следующем году. Инфляционные риски в российской экономике остаются достаточно высокими. В условиях сохранения эмбарго на импорт широкого ряда продукции и девальвационных рисков мы не видим возможности для снижения цен в первом полугодии. Более того, ожидаемое нами ослабление рубля прибавит скорости текущему росту цен. Пик роста цен мы ожидаем увидеть в конце первого квартала, когда уровень инфляции может достигнуть значений в 12-12,5%. Отметим, что многие компании-поставщики импортных товаров, по нашим данным, заложили основной рост цен именно на начало следующего года. Здесь важно отметить также, что во многих товарах с российской наценкой присутствует довольно много импортных компонентов. Во втором полугодии, в силу довольно высокой базы, а также в условиях стабилизации цен на нефть и уровней национальной валюты мы ждем некоторого замедления темпа роста цен и достижения к концу года уровня в 9,8%. Отметим, что в следующем году более высокими темпами будут расти стоимость услуг на тарифы ЖКХ в отличие от текущего года. Так, в следующем году, согласно данным ФСТ, средний рост тарифов ЖКХ предполагается в районе 10% против 6,5%, анонсированных на этот год, что может послужить дополнительным инфляционным фактором. Также естественные монополии, по предварительным данным, могут повысить цены на свои услуги: ориентировочно на 10% после заморозки тарифов в этом году.

Базовый прогноз PSB research на 2015 г.	
ВВП, г/г	-2%
Цены на нефть Brent, барр. (среднее значение)	74 долл.
Инвестиции в основной капитал, г/г	-8%
Промышленное производство, г/г	-0,5%
Оборот розничной торговли, г/г	-2,3%
RUB/USD, конец года	60
Инфляция, конец года	9,8%
Ключевая ставка ЦБ	11,5-12%
Доходность 10-летних ОФЗ, конец года.	12,5-13%

## Политика ЦБ: новые уровни ключевой ставки не за горами

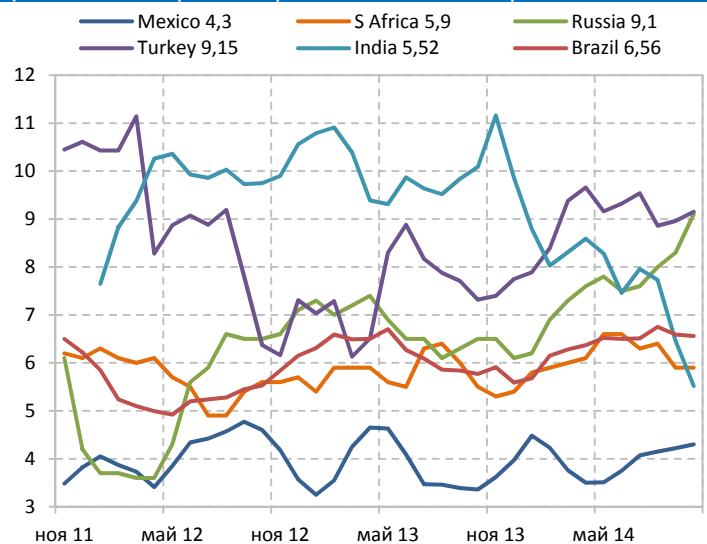
Еще раз стоит напомнить, что в условиях инфляционных рисков на фоне структурных проблем в экономике политика регулятора, направленная на сдерживание роста цен, является единственно верной в текущих условиях. Более того, переоценка российского риска в условиях низких цен на нефть требует повышения ключевой ставки. Также отметим, что в условиях оттока средств с развивающихся рынков и дефицита капитала повышение ставок также является вполне логичным в качестве инструмента повышения привлекательности инвестиций.

На следующий год на рынке сохраняются сильные девальвационные и инфляционные ожидания, что практически не оставляет Банку России другого выбора, кроме как прибегнуть к повышению ключевой ставки на ближайших заседаниях. При этом сформировавшаяся практика по повышению ключевой ставки на 150 б.п. может быть обусловлена опасениями регулятора относительно возможности шоковых явлений в банковской системе, а также появления отрицательной маржи по предоставленным ранее кредитам. Тем не менее рынок процентных деривативов отражает сильное расхождение между ставкой Mosprime 3m и IRS 1y – на уровне 300-350 б.п., что, по сути, соответствует рыночным ожиданиям динамики ключевой ставки ЦБ. В целом мы считаем достижение уровня в 12% по ключевой ставке вполне вероятным. Напомним, что уровень ключевой ставки в Бразилии на сегодняшний день составляет 11,75%, а последнее повышение на 50 б.п. состоялось в начале декабря. При этом вполне вероятно дальнейшее повышение ставок.

Инфляция и ключевая ставка

Страна	Инфляция, %	Ключевая ставка, %
Россия	9,1	9,50
Турция	9,15	8,25
Индонезия	6,23	7,75
Индия	5,52	8
Бразилия	6,56	11,75
Южная Африка	5,9	5,75

Динамика инфляции развивающихся стран



Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

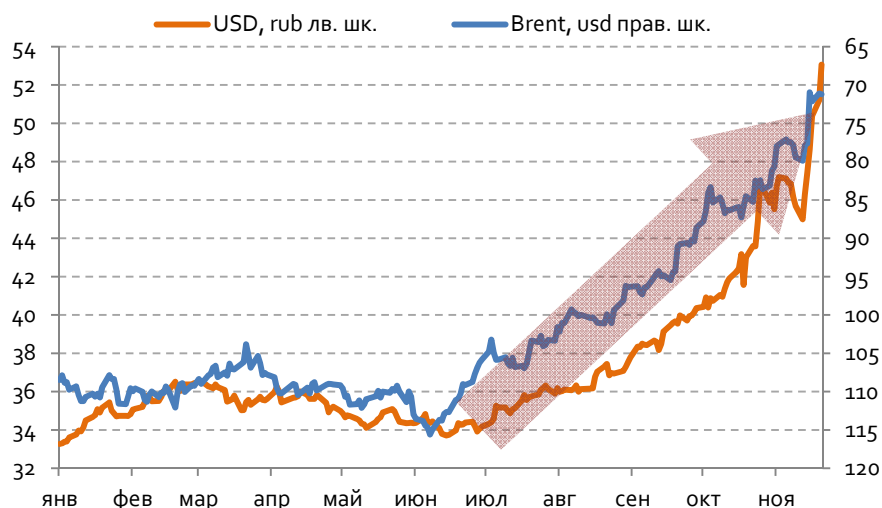
Рыночные ставки, находящиеся в прямой зависимости от политики монетарных властей, также будут демонстрировать уверенный рост. Напомним, что повышение ключевой ставки ЦБ (+400 б.п. с начала года), а также недавно обозначенная политика монетарных властей по ограничению предложения ликвидности спровоцировали существенный рост процентных ставок. При этом можно отметить, что в последнее время короткие рыночные ставки удерживаются выше границ процентного коридора ЦБ. В условиях когда банки сильно завязаны на ресурсах, предоставляемых монетарными властями, желание регулятора оказать национальной валюте поддержку может говорить только об одном: что ставки даже не в даты налоговых выплат продолжают удерживаться у верхней границы процентного коридора ЦБ.

При этом ожидаемое повышение в ближайшее время ключевой ставки ЦБ ретранслируется и на ставки МБК в полном объеме.

## Рубль – все еще впереди?

Девальвация рубля с начала 2014 года по отношению к доллару составила порядка 61%, при этом регулятор был вынужден применять различные монетарные инструменты для предотвращения данной тенденции. Если еще в начале года основной причиной для ослабления рубля можно назвать резкий рост геополитических рисков, то ослабление рубля, начавшееся с июня, можно связать с резким снижением цен на «черное золото» при сохранении геополитических рисков.

Стоимость нефти марки Brent vs курс доллара к рублю



Источник: Reuters

Вероятность того, что в перспективе ближайших пяти месяцев рубль сможет отыграть хоть часть потерянных с начала года уровней, на наш взгляд, не велика. Сохранение геополитических рисков, которые имеют все шансы усилиться, не позволят российским компаниями и банкам возобновить привлечение/рефинансирование ресурсов на внешних площадках. При этом потребность в погашении ранее привлеченных внешних валютных заимствований будет поддерживать спрос на валюту на внутреннем рынке. Кроме того, коррекция цен на сырьевых площадках фактически лишила рубль поддержки. При этом вероятность возвращения цен на нефть выше отметки 90 долл. за барр. в перспективе ближайших 5 месяцев выглядит довольно низкой. Таким образом, против рубля будет играть несколько факторов. При этом монетарные власти вряд ли смогут предпринять такие меры, которые смогут оказать рублю существенную поддержку. Курс рубля к доллару может достигать отметки 60 руб., а среднее значение курса доллара в первом квартале будет находиться в диапазоне 55,0 – 57,0 руб.

### Политика монетарных властей

Операции ЦБ по предоставлению валютной ликвидности через инструменты РЕПО, как показала практика, пользуются различным спросом, что прежде всего может быть обусловлено ограниченным объемом залоговой базы по данным инструментам. При этом проведенный депозитный аукцион

Минфина, напротив, пользовался спросом, что частично может подтвердить данное предположение. Подобная ситуация напоминает 2012 год, когда при наблюдаемом росте спроса на рублевую ликвидность кредитные организации активно привлекали ресурсы у Минфина, пренебрегая аукционами РЕПО с ЦБ, которые впоследствии стали ключевым инструментом фондирования банков.

Снижение ставок по операциям РЕПО до уровня Libor + 50 б.п. (ранее +200-225 б.п., затем + 150 б.п.), что ниже ставки, по которой могла бы привлекать ресурсы Российская Федерация на внешних рынках, пока также не смогло повысить спрос на предлагаемые ресурсы.

На наш взгляд, ошибка, которую совершил ЦБ – переоценил спрос на предлагаемые ресурсы при вводе нового инструмента. Последующие экстренные меры по снижению процентной ставки в условиях активной девальвации не смогли привлечь внимания инвесторов, которые предпочитают покупать валюту, нежели брать ее в займы.

Отказ ЦБ от интервенций фактически оставил на валютном рынке только одного продавца валюты – экспортеров. При этом в идеальном случае – при положительном платежном балансе – предложение валюты должно превышать спрос. Тем не менее в условиях резкого сокращения объемов привлекаемых ресурсов на внешних рынках и необходимости производить внешние выплаты, а также агрессивных оттоков капитала подобная экономическая модель не работает.

Таким образом, превышение спроса над предложением, обусловленного необходимостью выплачивать внешние долги, приведет к росту курсов базовых валют по отношению к рублю. Кроме того, нельзя исключать и спекулятивную компоненту, которая также будет способствовать усилению давления на рубль. При этом сформировавшиеся сильные девальвационные ожидания, а также негативный тренд на сырьевых площадках будут лишь поддерживать идею игры против рубля.

Между тем попытка ЦБ поддержать рубль через ограничение рублевой ликвидности пока также не оказала существенного влияния на ситуацию на валютном рынке. Так, обозначенная в последнее время политика ЦБ по сокращению предлагаемых объемов рублевой ликвидности на аукционах семидневного РЕПО, а также установление лимита по инструменту валютный SWAP на уровне 2 млрд руб. лишь повысило ставки на рынках МБК и РЕПО, но не снизило привлекательности операций на валютном рынке.

Возврат Банка России на валютный рынок с интервенциями в начале декабря не позволил рублю продолжить дальнейшее ослабление. Однако рассчитывать на то, что регулятор продолжит сдерживать девальвацию за счет сжигания золотовалютных резервов, на наш взгляд, не стоит.

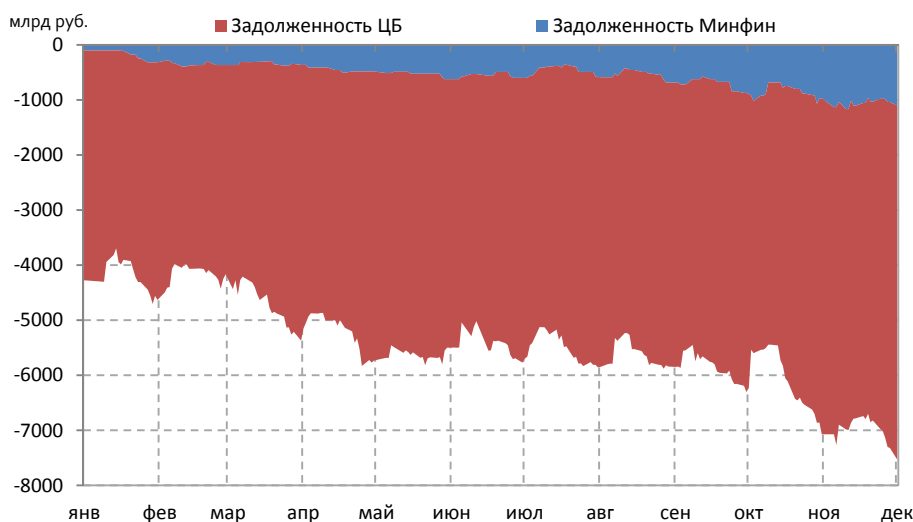
По нашему мнению, ЦБ будет вынужден отказаться от политики «закручивания гаек» в части ограничения доступа к рублевой ликвидности, так как это может создать предпосылки для нарушения финансовой устойчивости банковской системы в целом. Наиболее уязвимыми при этом будут чувствовать себя средние и небольшие кредитные организации, у которых ограничен прямой доступ к ресурсам Минфина и ЦБ. Кроме того, регулятор для увеличения активности в инструменте валютное РЕПО, которым он планирует удовлетворить спрос на валюту, может снизить ставку по данному инструменту до уровня близкого к Libor. Однако мы полагаем, что регулятору вряд ли удастся существенно снизить спекулятивную компоненту при рыночном курсообразовании.

## Ликвидность

Денежный рынок в последние годы довольно сложно назвать самостоятельным, при этом ключевую роль на нем играет позиция монетарных властей. Объем задолженности банковской системы перед монетарными властями достиг отметки 7,2 трлн руб. против 4,2 трлн руб. на начало года. Основной причиной роста задолженности были агрессивные валютные интервенции ЦБ, объем которых составил 2,75 трлн руб. Пересмотр в ноябре Банком России курсовой политики и отказ от интервенций предотвратит дальнейший рост задолженности.

Тем не менее уже в начале декабря на фоне резкого ослабления рубля Банк России был вынужден вновь вернуться на валютный рынок, продав валюты на 240 млрд руб. При этом регулятор не спешит увеличивать объем предложения рублевой ликвидности. На этом фоне следует рассчитывать, что проблемы банковской системы с доступом к рублевой ликвидности будут только расти. Первой проблемой, с которой уже сталкиваются банки, является ограниченность рыночного обеспечения, которое можно использовать в качестве залогов по инструментам РЕПО (объем задолженности по инструментам прямое РЕПО на 1 декабря - 3,33 трлн руб.). Коэффициент утилизации, по нашим оценкам, достигнет уровня 66%, что существенно ограничивает не только ликвидность рыночных инструментов, но и потенциал дальнейшего наращивания задолженности.

#### Задолженность банковской системы перед монетарными властями



Источник: ЦБ, Федеральное казначейство

Второй проблемой для банков станет смена порядка предоставления Федеральным Казначейством ликвидности с депозитов на РЕПО под залог ОФЗ (по состоянию на начало декабря совокупный объем размещенных депозитов составляет 1,1 трлн руб.). Желание Минфина сократить этот показатель до уровня 100 млрд руб. может негативно отразиться на состоянии денежного рынка.

Подводя итог можно сказать, что задолженность банковской системы в ближайшее время вряд ли будет увеличиваться, при этом проблемы с обеспечением могут спровоцировать даже ее сокращение, приведя к дополнительному росту рыночных процентных ставок. При этом наиболее уязвимыми будут некрупные банки, у которых отсутствует прямой доступ к ресурсам ЦБ и Минфина.

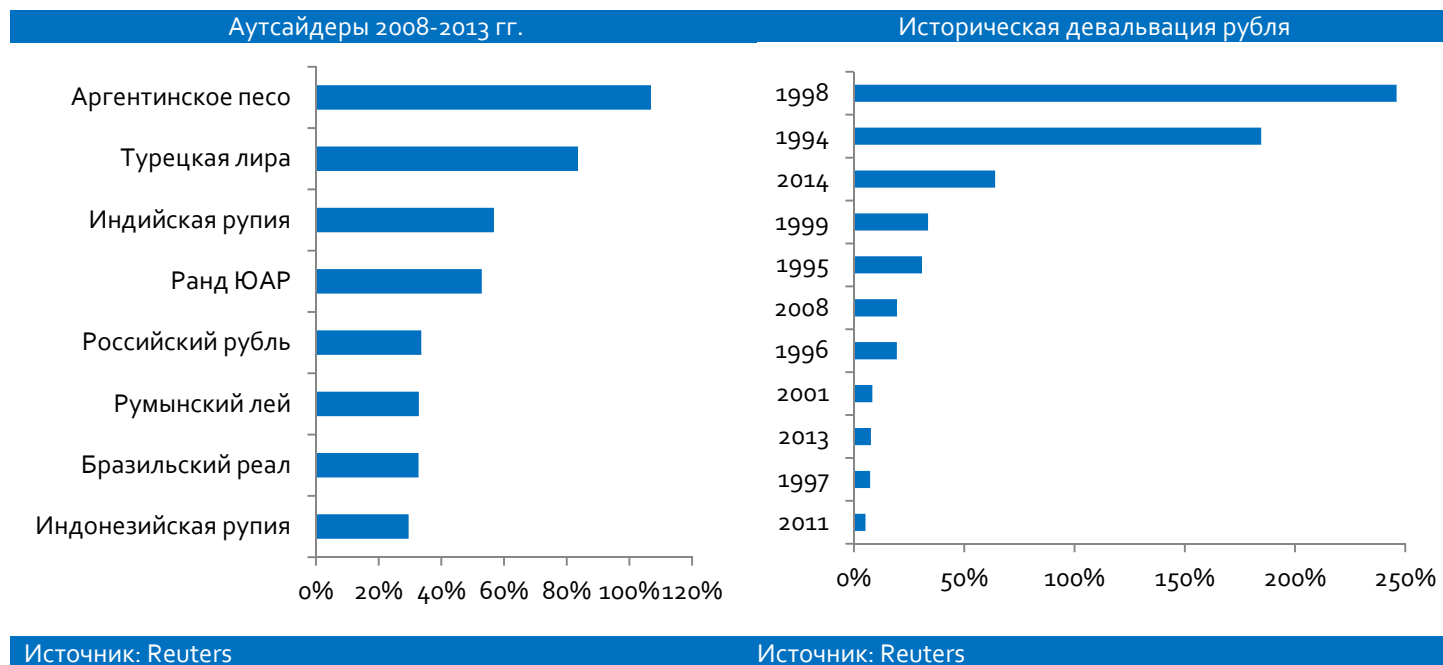
#### Фактор бюджета

Помимо рыночных факторов можно рассмотреть также и, скажем так, фундаментальное обоснование нежелания монетарных властей оказывать поддержку рублю.

При текущей стоимости на нефть исполнение доходной части бюджета в 2015 году выглядит весьма затруднительным. Согласно утвержденным параметрам бюджета на 2015 год, бездефицитность достигается при среднегодовой цене на нефть на уровне 100 долл. за барр., среднегодовом курсе доллара 37,7 руб. Таким образом, бездефицитное формирование бюджета предполагается при среднегодовой рублевой стоимости нефти на уровне 3770 руб. При этом наш текущий базовый прогноз среднегодовой цены на нефть на 2015 год составляет 74,0 долл. за барр., а курс доллара в этом случае должен составить 51,0 руб., что близко к текущим значениям. Однако следует отметить, что курс доллара в 51,0 руб. - это расчетное среднее значение, и соответственно в реальности в отдельные

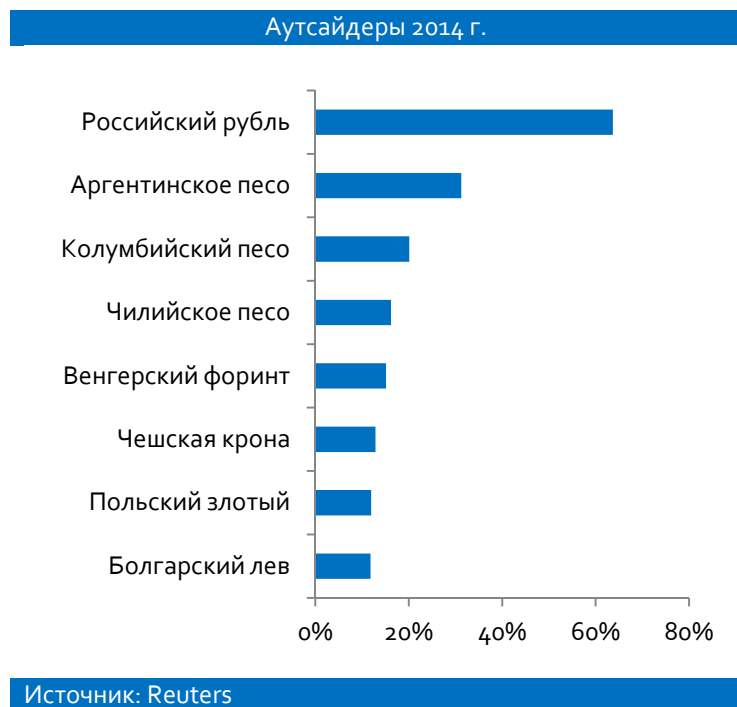
моменты курс пары может превышать расчетное значение. При этом спекулятивный фактор также будет способствовать удержанию курса доллара выше расчетной отметки.

## Девальвации валют: экскурс в историю



Источник: Reuters

Источник: Reuters



Источник: Reuters

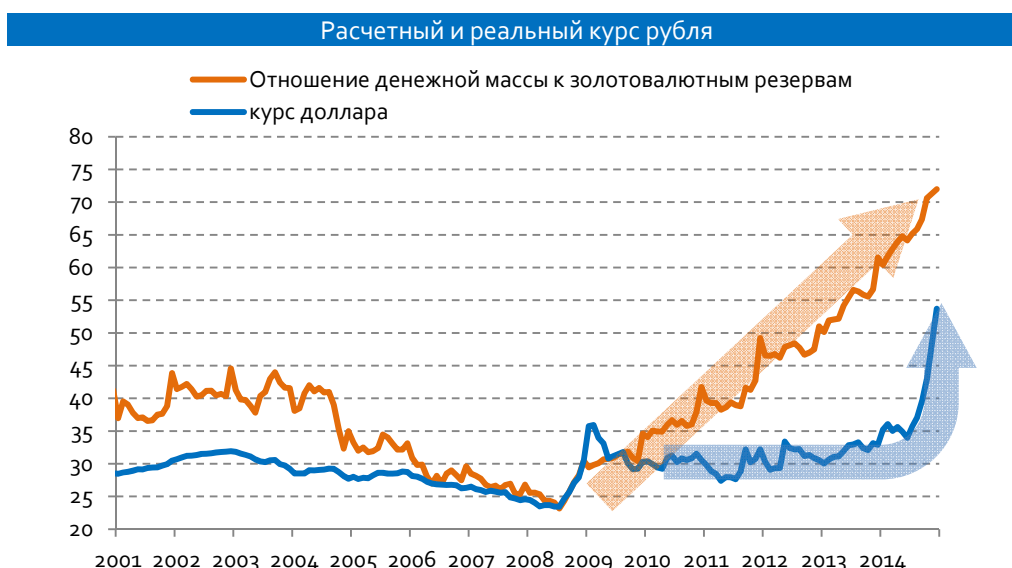
Темпы девальвации рубля по отношению к доллару США в текущем году являются максимальными за последние 15 лет. В исторической ретроспективе более высокими темпами рубль обесценивался лишь в 90-годы (1998, 1994, 1999 и 1995). По сравнению с валютами других развивающихся стран рубль по темпам девальвации в текущем году находится на 2-ом месте после аргентинского песо, по отношению к которому доллар США укрепился в этом году на 30%. За период 2008-2013 годов по темпам девальвации к доллару США по сравнению с валютами других развивающихся стран рубль находился

на 5 месте после аргентинского песо, турецкой лиры, индийской рупии и южноафриканского ранда. Если обратиться к историческим данным, то одним из ярких признаков набирающей силу тенденции ослабления российского рубля к доллару в прошлом стал "чёрный вторник" 11 октября 1994 г. В октябре 2014 года доллар продолжает устанавливать по отношению к рублю исторические максимумы, подтверждая тем самым долгосрочную тенденцию ослабления рубля. Тем не менее за прошедшие 20 лет в рамках тенденции ослабления рубля было несколько периодов коррекций, в ходе которых рубль укреплялся по отношению к доллару на величину в пределах 30% от последнего пика.

С начала текущего года курс рубля по отношению к доллару снизился примерно на 64%, а с 2008 года - приблизительно на 127%. При этом пример российского сильного обесценения национальной валюты с 2008 года не является единичными в мировой практике. Так, с середины 2008 года до декабря 2014 года индийская рупия потеряла 57,59%, турецкая лира – 96,3%, а аргентинское песо – 182,5%. Причинами столь сильных девальваций можно назвать спад в экономиках развитых стран, лишивший развивающиеся экономики притока капитала. Примечательно, что наиболее активные фазы ослабления валют наблюдались у Турции, Аргентины и России вслед за отказом от валютных интервенций. С начала текущего года из представленных валют рубль показал наихудший результат. Причиной этого является сильная коррекция цен на нефть. Примечательно, что снижение цен на нефть оказало негативное влияние на рубль, однако на валюты Турции и Индии, напротив, это оказало позитивное влияние.

В случае дальнейшего снижения котировок нефти на сырьевых площадках и приближении нефти марки Brent к отметке 50 долл. за барр., а ухудшения геополитических рисков – ужесточения санкций (фактической изоляции) – у рубля есть все шансы не только повторить, но и превзойти результат аргентинского песо. При этом в подобном кризисном случае может вновь начать работать модель расчетного курса рубля, к которому будет стремиться реальный рубль.

## Расчетный курс рубля – ориентир для инвесторов в кризисный период



Источник: Reuters, Расчеты: PSB Research

В случае проявления признаков неконтролируемой девальвации рубля ориентиром для инвесторов может стать расчетный курс рубля к доллару, обеспеченный золотовалютными резервами. Так, рассчитать обеспеченный курс рубля по отношению к доллару можно исходя из отношения денежной

базы М2 к золотовалютным резервам, которое в настоящий момент составляет 72,50 руб. В тоже время, в случае если ЦБ продолжит политику «точечных» валютных интервенций, может произойти существенное сокращение объема золотовалютных резервов, что повысит расчетный курс рубля. Следует отметить, что снижение на 6 млрд долл. золотовалютных резервов повышает расчетный курс доллара на 1 руб. В тоже время с учетом изъятия рублевой ликвидности в рамках валютных интервенций сокращение объемов ЗВР оказывает меньшее влияние на расчетный курс рубля: приблизительно снижение на 1 млрд долл. ЗВР соответствует повышению на 4 коп. расчетного значения курса доллара. При этом за первую неделю декабря Банк России потратил 2,6 млрд долл. на валютные интервенции. В тоже время, мы полагаем, что монетарные власти вряд ли допустят приближение курса рубля к обеспеченному значению. В подобном сценарии наиболее вероятно введение со стороны ЦБ мер в рамках capital control.

## Capital control

Мера ужесточения со стороны России		Вероятные последствия
	Введение обязательной продажи экспортной выручки (или ее части)	Вместо продажи экспортной выручки для уплаты налогов (как это происходит сейчас) экспортеры могут начать занижать цены в экспортных контрактах и оставлять выручку в офшорах – приток валюты на рынок снизится.
	Введение ограничений (временные и налоговые) на репатриацию прибыли от вложений в российские активы и ценные бумаги	Россия лишится инвестиционного рейтинга, привлекательность российских активов для нерезидентов резко снизится (доля нерезидентов только в ОФЗ – 25%, или 0,93 трлн. руб.).
	Продажа валюты только под импортные контракты либо ограничения курсовых колебаний (фиксация курса/привязка к ценам на нефть исходя из 3600-4000 руб. за барр.)	Развитие нелегальных схем конвертации рублей в валюту и вывода капитала; сегментация валютного рынка с разными курсами для крупных компаний-экспортеров, для безналичных расчетов МСБ и для населения.
	Ограничение обменных операций населения	Развитие «черного» валютного рынка, усиление недоверия населения к национальной валюте, бегство вкладчиков и т.п.
	Замораживание валютных депозитов / принудительная конвертация в рубли	Расцвет «черного» валютного рынка, полное недоверие населения к национальной валюте.

В случае если девальвация рубля выйдет из-под контроля монетарных властей, существуют риски введения ряда мер, направленных на предотвращение дальнейшего ухудшения ситуации. При этом вероятность введения ограничительных мер, даже в текущих условиях, выглядит весьма низкой. Тем не менее мы разобрали возможные меры по введению ограничения на движение капитала, а также рассмотрели уже действующие меры, которые были введены различными странами, прежде всего для замедления темпов оттока капитала и стабилизации ситуации на валютном рынке, а также их эффективность.

Мы привели «классические» ограничительные меры и инструменты, направленные на замедление темпов оттока капитала. Данные меры ранжированы по жесткости и силе их воздействия на рынок.

Стоит отметить, в начале 2014 г. МВФ опубликовал исследование «Effectiveness of Capital Outflow Restrictions», где рассмотрел 38 попыток ограничений оттока капитала в разных странах, из которых только 2 признал относительно удачными (Малайзия - 1998 г. и Исландия - 2008 г.).

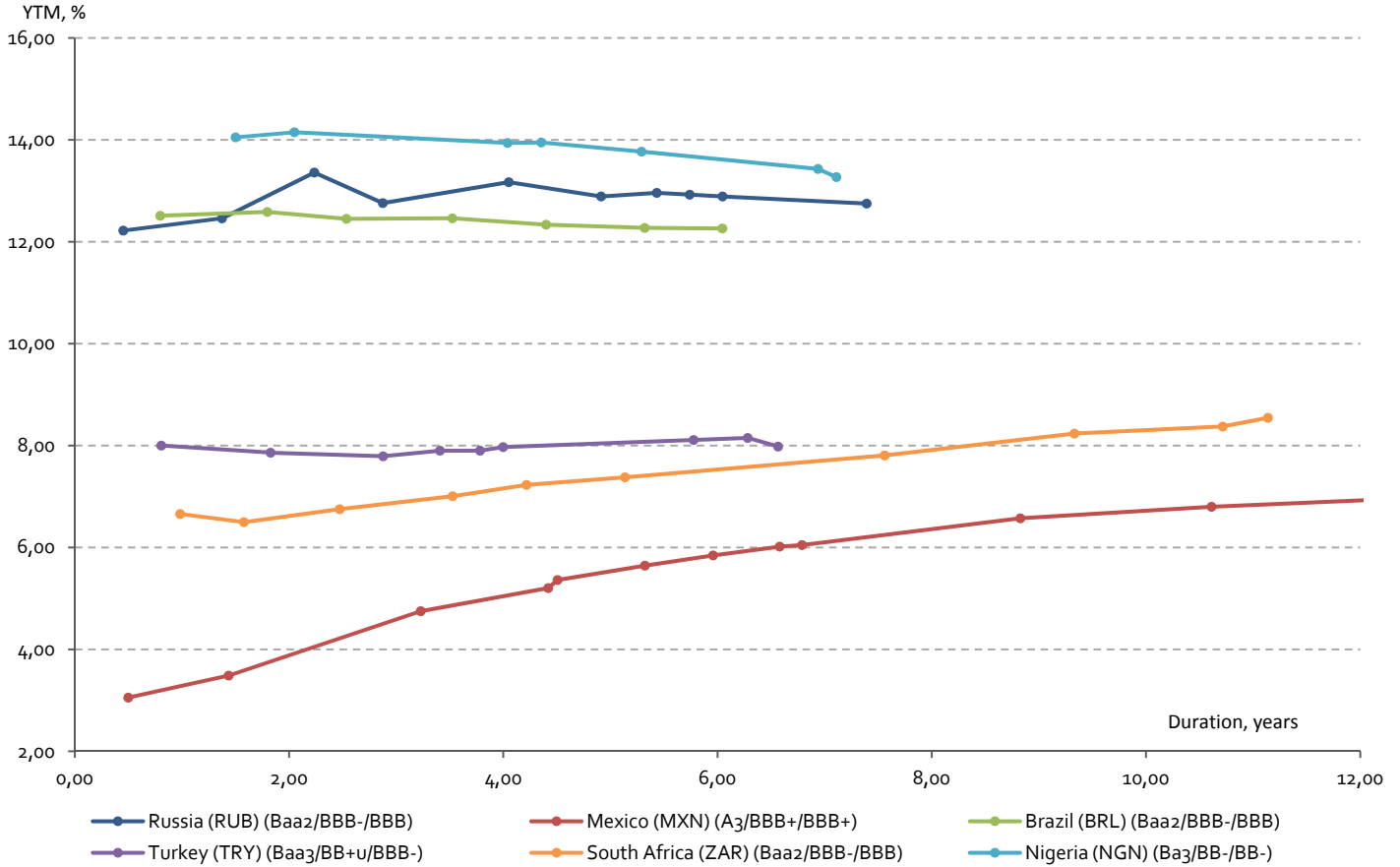
От себя мы можем добавить, что «удачные» примеры Малайзии и Исландии, на которые опирается МВФ, по времени совпали с улучшением ситуации в глобальной экономике, отчасти способствовавшем минимизации негативных последствий. Так, с 1998-1999 гг. наблюдался повышенный спрос на активы развивающихся стран, в число которых попала Малайзия. Поддержку Исландии оказал приток ресурсов от запущенного в 2009 г. первого этапа программы выкупа активов со стороны ФРС и длительный период низких долларовых ставок.

В текущих экономических реалиях – замедления темпов экономического роста в развивающихся странах, снижения цен на нефть, а также структурных проблем в российской экономике – введение ограничений по движению капитала лишь усилит отток капитала, а также окончательно подорвет глобальное доверие инвесторов к России.

Страна/ Время действия	Меры
<p><b>Аргентина</b> 12/2001 - 12/2002 (отмена лимитов на снятие наличных), 06/2003 (отмена ограничений на вывоз капитала)</p>	<p>Комплекс мер «кораллито»: ограничения на вывод капитала из банков, лицензирование банковских переводов, замораживание банковских депозитов, приостановка выплат по внешнему долгу, девальвация песо и введение двойного обменного курса, принудительная конвертация валютных депозитов по особому курсу, внешнего валютного долга в национальную валюту по рыночному курсу.</p>
<p><b>Аргентина 2011-н.в.</b></p>	<p>Лицензирование валютных операций, обязательная продажа экспортной выручки.</p>
<p><b>Малайзия</b> 09/1998-12/2002</p>	<p>Установили строгий валютный контроль. Путем "замораживания" внешних ринггитовых счетов нерезидентов Малайзии ликвидировали оффшорный рынок ринггита. Вывоз капитала из страны был резко ограничен, а ввоз – всячески поощрялся. Правительство ввело твердый обменный курс на уровне 3,80 ринггита к доллару. Было введено правило, запрещающее репатриацию портфельных фондов в течение 12 мес., что сразу же предотвратило быстрые спекулятивные операции. Были созданы спец.институты по управлению кризисом, которые выкупали просроченные долговые обязательства с целью снятия долгового бремени с банков. К концу 2000 г. они выкупили долговые обязательства на сумму 47,5 млрд ринггитов.</p>
<p><b>Кипр</b> 03/2013-05/2014</p>	<p>Реструктуризация и ликвидация 2 крупнейших банков страны. Заморозка счетов международных дипломатов и иностр.госструктур. Заморозка незастрахованных депозитов в Bank of Cyprus; автомат.перевод незастрахованных депозитов в акции банка. Банковские каникулы. Налог - 6,75% на вклады до €100 тыс. и 9,9% - на вклады свыше этой суммы. Запрет на снятие наличных в размере больше €300 в сутки. Переводы с €5 тыс. до €200 тыс. — по решению специальной комиссии. Держатели карт кипрских банков за границей могли потратить не более €5 тыс. в течение месяца. Киприотам было запрещено вывозить за пределы страны более €1 тыс. наличными.</p>
<p><b>Исландия</b> 11/2008 - н.в.</p>	<p>Контроль над транзакциями резидентов и нерезидентов, ограничение обменных операций с исландской кроней, установление ограничений на конвертацию активов и долговых обязательств в национальной валюте в иностранную валюту</p>

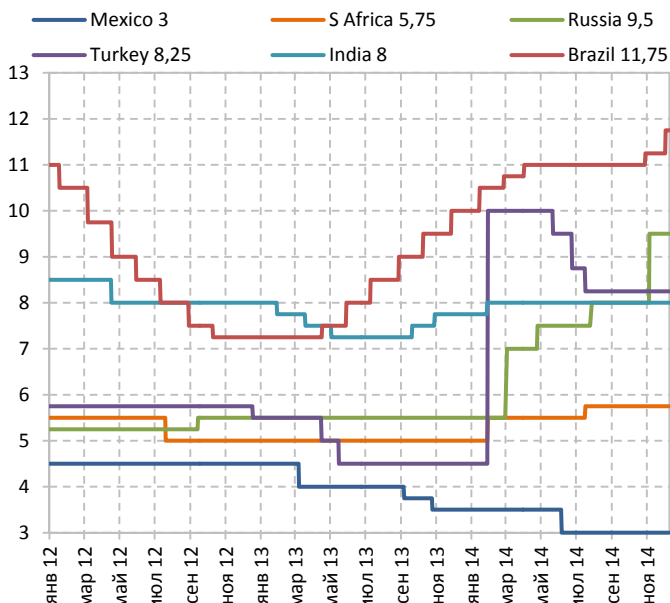
# ОФЗ: на уровне Бразилии

Кривые локальных облигаций развивающихся стран



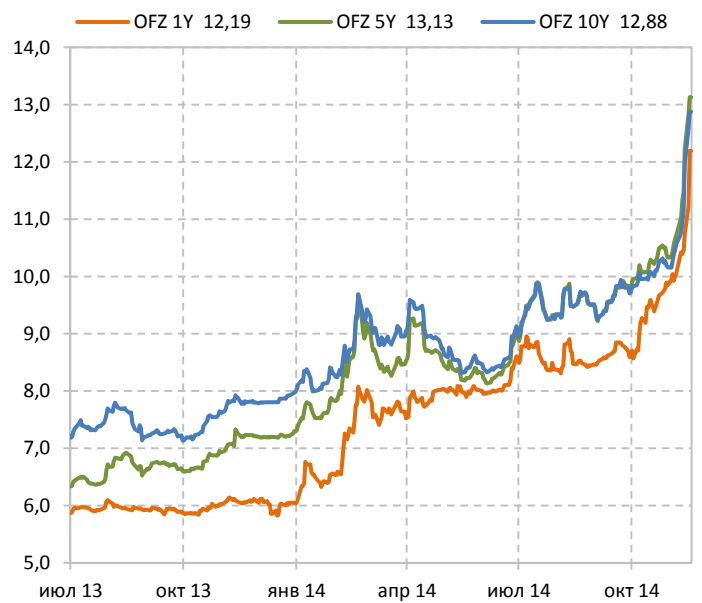
Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

Ключевые ставки ЦБ развивающихся стран, %



Источник: Bloomberg (на 09.12.2014)

Доходность ОФЗ, %



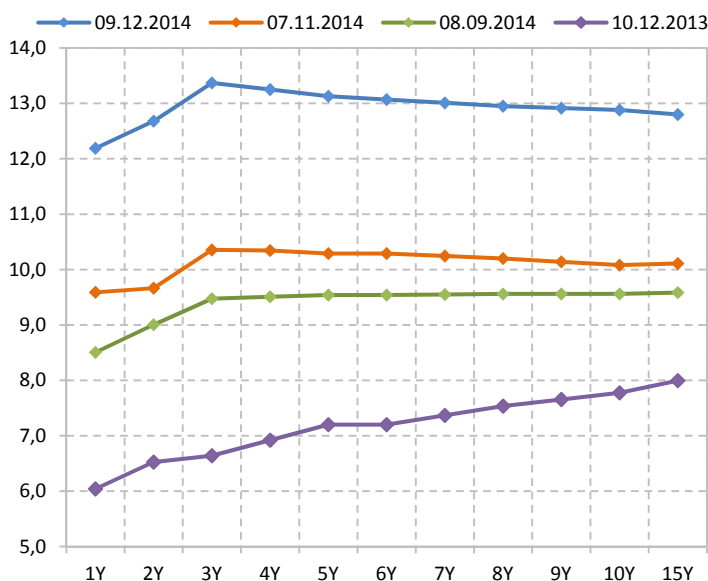
Источник: Bloomberg (на 09.12.2014)

Галопирующая инфляция и ослабление рубля вслед за снижением цен на нефть заставили ЦБ РФ в конце октября пойти на достаточно резкое повышение ставок – ключевая ставка была повышена на 150 б.п. – до 9,5% годовых. Рынок ОФЗ достаточно инертен, в результате чего доходности госбумаг отыгрывали данное повышение ставок в течение месяца, пока спреды к ставке РЕПО не достигли «справедливых» уровней: порядка 150-180 б.п. на участке 5-10 лет.

При этом на фоне опасений очередного повышения ставки Банком России на декабрьском доходность 3-летних бумаг достигла 13,37% годовых, 5-летних – 13,13% годовых. Для сравнения, доходность Бразильских локальных облигаций на данном участке составляет 12,2%-12,3% годовых, что уже ниже доходности российских ОФЗ, несмотря на недавнее повышение ключевой ставки ЦБ Бразилии на 50 б.п. – до 11,75% годовых. Таким образом, доходность российских госбумаг подбирается к максимумам 2009 г. – 14% по 1-2-летним бумагам, 15% - по 5-летним ОФЗ, когда наблюдалась острая фаза кризиса ликвидности.

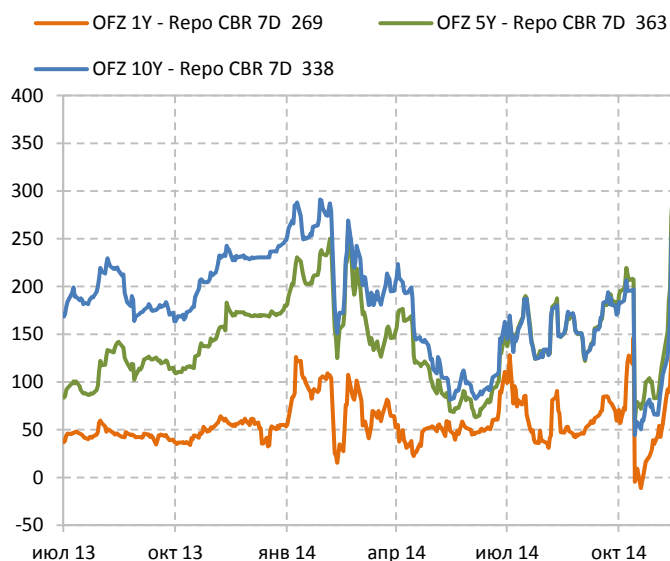
В целом на фоне грядущего периода повышения ставок ФРС США, низких цен на нефть, а также сохранения геополитической напряженности при устойчивом оттоке капитала, высокие рублевые ставки, скорее всего, будут являться «новой реальностью» для российской экономики. Таким образом, сейчас на рынке мы наблюдаем глобальную переоценку российского риска в отсутствие поддержки со стороны цен на нефть, которые являлись основным фактором инвестиционной привлекательности России с начала 2000-х годов.

Кривая доходности ОФЗ



Источник: Bloomberg (на 09.12.2014)

Спреды ОФЗ с РЕПО ЦБ, б.п.



Источник: Bloomberg (на 09.12.2014)

Накануне выступления президента РФ В.Путина перед Советом Федерации 4 декабря Банк России выпустил заявление, в котором подтвердил свое намерение совершать валютные интервенции без ограничений по объему и предварительного объявления, заявив, что вопрос по повышению процентных ставок будет рассмотрен на ближайшем заседании 11 декабря.

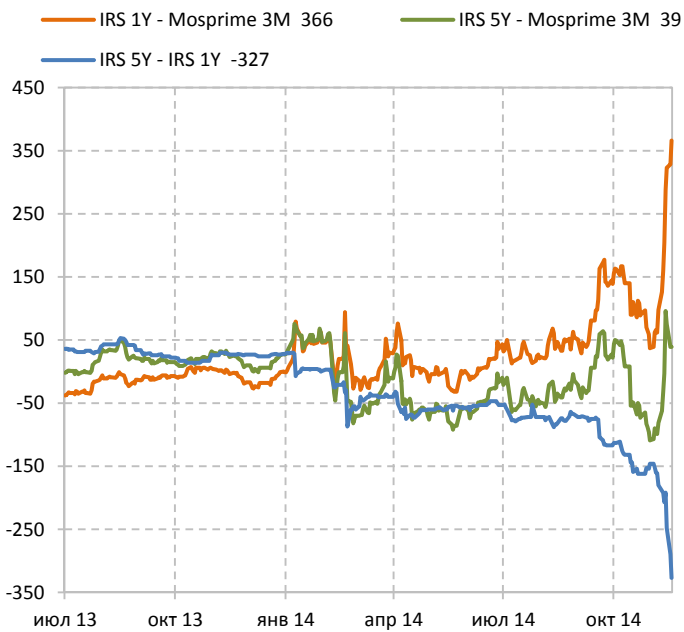
Текущая рыночная конъюнктура фактически не оставляет других вариантов, кроме как пойти на очередное повышение ставок. Рынок также мгновенно отреагировал на данное заявление ростом кривых процентных и валютных свопов выше 17% по годовым контрактам IRS1Y и CCS1Y.

В результате, спред между IRS1Y и MosPrime3M расширился до 366 б.п., что говорит о среднесрочных ожиданиях роста ставок от 350 б.п. Инверсия кривых свопов также вышла на новые максимумы – спред между IRS5Y-IRS1Y достиг почти 330 б.п., CCS5Y-CCS1Y – 390 б.п. Ликвидность рынка свопов при этом

резко снизилась – спрэд bid/offer доходит до 200 б.п. В результате рынок процентных и валютных свопов также выходит на стрессовые уровни 2009 г.

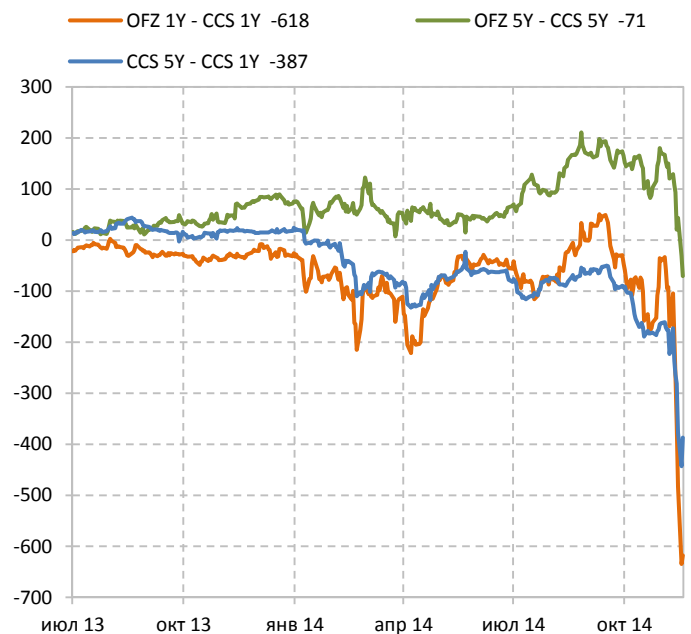
Что касается доходностей госбумаг, то спрэды к ставке РЕПО остаются на экстремально широком уровне в преддверии заседания ЦБ РФ – порядка 340-360 б.п. на участке 5-10 лет при комфортном значении 130-150 б.п. Таким образом, рынок ОФЗ закладывает повышение ставки на 200 б.п., что, на наш взгляд, выглядит достаточно агрессивно. В этом ключе при повышении ставки менее чем на 200 б.п. не исключаем увидеть коррекцию на ОФЗ.

Спрэды кривой IRS, б.п.



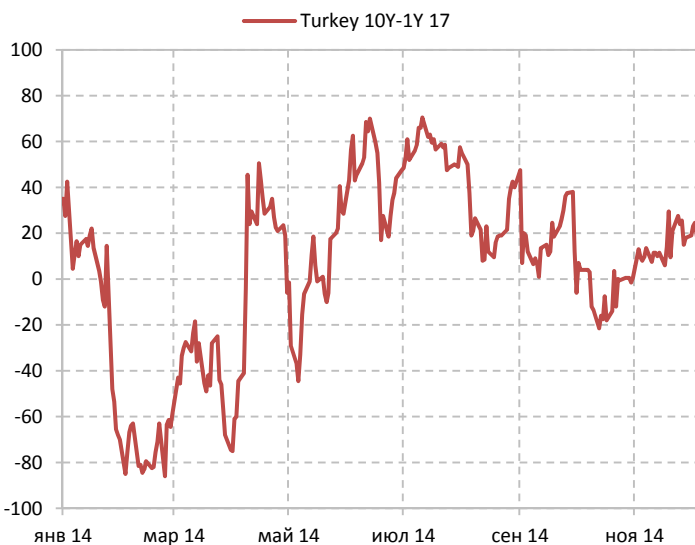
Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

Спрэды кривой CCS, б.п.



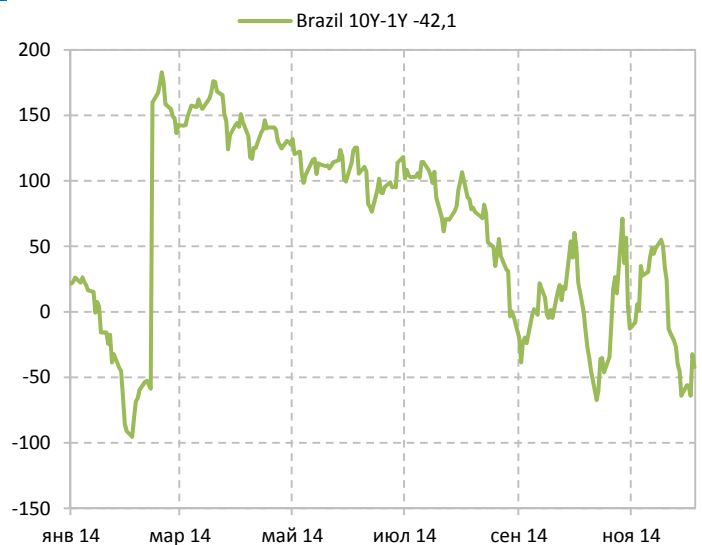
Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

Спрэды на кривой облигаций Турции, б.п.



Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

Спрэды на кривой облигаций Бразилии, б.п.



Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

На кривой ОФЗ мы также ожидаем продолжения формирования классической инверсии. В предыдущей, осенней стратегии мы отмечали высокую вероятность реализации «турецкого» сценария,

когда по форме кривая ОФЗ на участке 5-10 лет оставалась практически плоской. Напомним, в конце января 2014 г. ЦБ Турции повысил учетную ставку с 4,5% до 10% годовых, в результате чего инверсия кривой госбумаг на участке 1-5 год достигала 40 б.п., на участке 5-10 лет – 55 б.п.

Аналогичная ситуация с инверсией наблюдается на кривой локальных облигаций Бразилии, где также начался цикл повышения ставок Центробанком – в феврале инверсия на участке 10-1 год достигала 100 б.п., на текущий момент составляет порядка 50 б.п.

В результате на кривой ОФЗ на участке от 3 лет с октября сформировалась устойчивая инверсия кривой. С учетом того, что российские госбумаги активно используются в качестве залоговой базы по РЕПО ЦБ при отсутствии первичного предложения на участке до 3 лет, короткие ОФЗ пока остаются вне «зоны» инверсии. Однако ситуация должна кардинально поменяться в 2015 г.: на фоне проблем с привлечением долгосрочного долга Минфин заявил, что будет использовать механизм краткосрочных заимствований, который может возникнуть два-три раза в год. Фактически «реанимация» механизма ГКО будет проходить за счет коротких дисконтных выпусков ОФЗ сроком до 1 года. Навес предложения на коротком конце ОФЗ вкупе с формированием устойчивых ожиданий повышения ключевой ставки ЦБ приведет к формированию классической инверсии на кривой рублевых госбумаг. Более длинные выпуски ОФЗ Минфин планирует размещать лишь для поддержки их ликвидности.

Вместе с тем, переход Минфина с беззалоговой форму предоставления ликвидности через депозиты на инструмент РЕПО под залог ОФЗ будет способствовать росту коэффициента утилизации рыночных активов по банковской системе, что потенциально создает технические предпосылки для роста активности на аукционах Минфина по размещению госбумаг.

Спрэды на кривой ОФЗ, б.п.



Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

Спрэды на кривой ОФЗ, б.п.



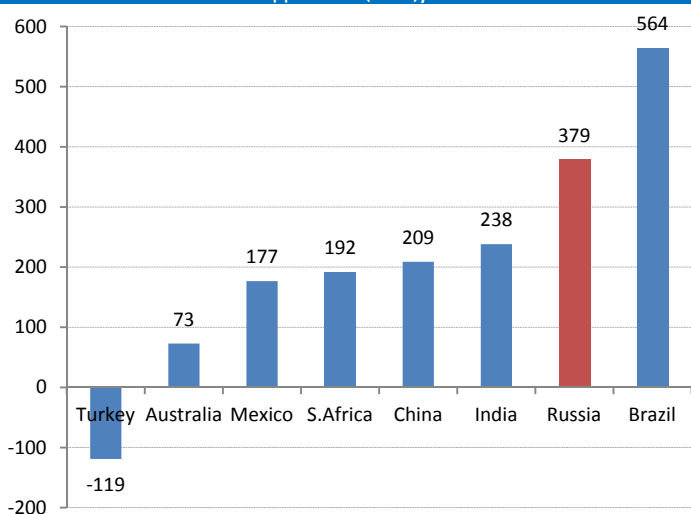
Источник: Bloomberg (на 05.12.2014)

В целом российская «модель» рынка госбумаг относительно ключевой ставки и инфляции пока остается средней между «моделями» Турции и Бразилии. Так, в Турции уровень инфляции (9,15%) сопоставим с российским, однако реальные ставки и доходности госбумаг отрицательные. В Бразилии ситуация иная – инфляция в стране существенно ниже – 6,6% при ключевой ставке на уровне 11,75% годовых. В России на фоне существенной доли импортных товаров в потребительской корзине населения девальвация рубля выражается в ускорении инфляции, темпы которой в 2015 г., скорее всего, будут двузначными, что также будет являться фактором повышения ставки ЦБ РФ на ближайшем заседании.

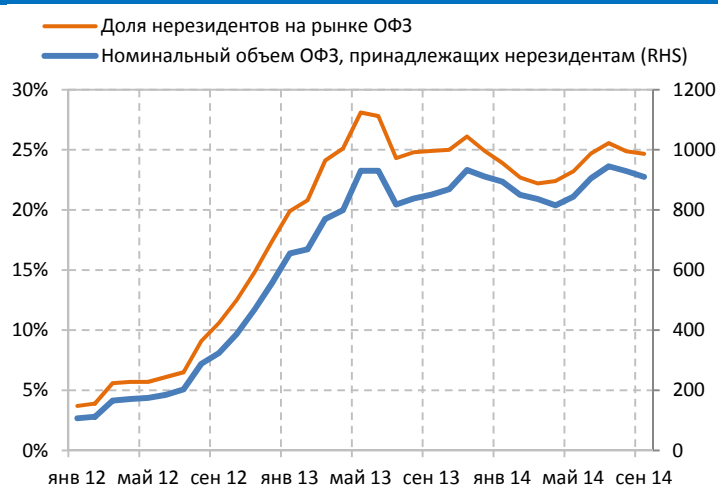
В целом текущие стрессовые уровни доходности ОФЗ учитывают достаточно агрессивное повышение ставки ЦБ РФ, в результате чего оставаться в коротких позициях на момент объявления итогов заседания регулятора нецелесообразно. Однако ожидать заметной коррекции госбумаг на фоне слабых позиций рубля также не стоит.

Дополнительным риском для ОФЗ, о котором необходимо помнить, является существенная доля нерезидентов на рынке, которая на начало сентября составляла почти 25%, что в натуральном выражении составляет 910 млрд. руб. - понижение суверенного рейтинга до неинвестиционной категории спровоцирует технический выход иностранных инвесторов и фондов из ОФЗ. Вместе с тем, существенная доля нерезидентов на рынке ОФЗ представлена российскими игроками, торгующими через офшоры, в результате чего эффект понижения рейтинга для госбумаг будет не столь сильным.

Реальная доходность (YTM-CPI) суверенных локальных  
бондов EM (10Y), б.п.



Доля нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research (на 08.12.2014)

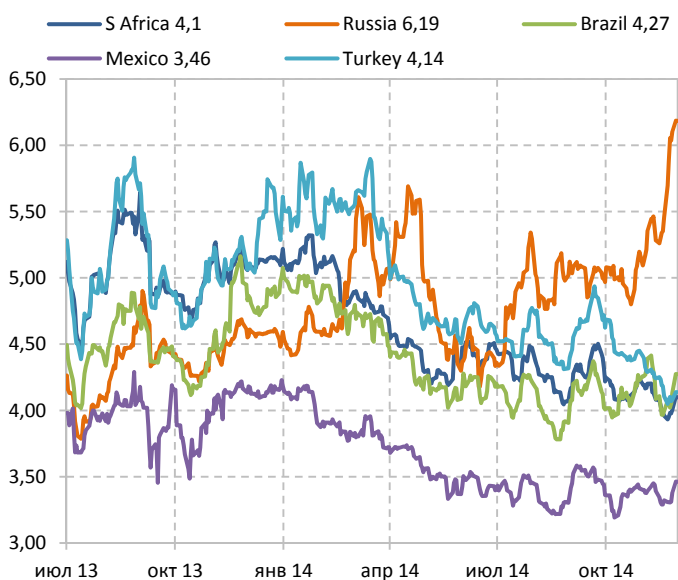
Источник: ЦБ РФ, PSB Research

## Евробонды: производная от нефти

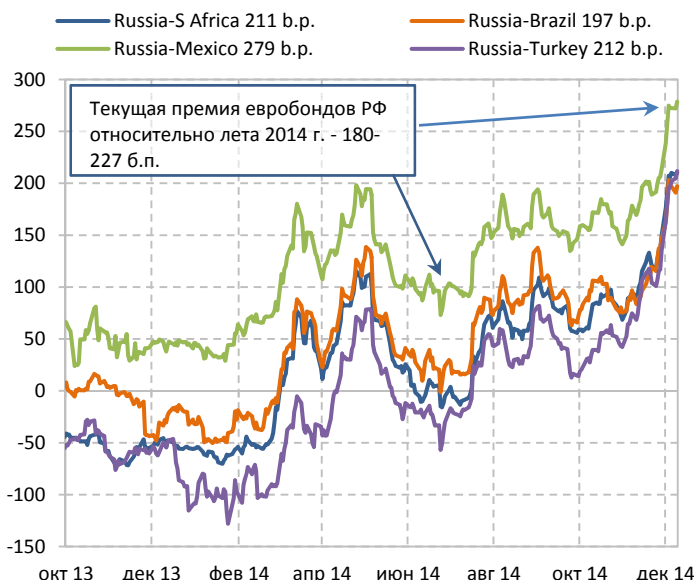
В октябре-ноябре динамика российских суверенных евробондов демонстрировала высокую зависимость от цен на нефть. Именно на этот период пришлось активная фаза падения цен на нефть Brent с 97 долл./барр. до 70 долл./барр. при одновременном переходе украинского конфликта в пассивную фазу. При этом динамика российских бумаг относительно суверенных евробондов других развивающихся стран - Турции (Ваа3/BB+/BBB-), Бразилии (Ваа2/BBB-/BBB), Мексики (А3/BBB+/BBB+) и ЮАР (Ваа2/BBB-/BBB) – «оторвалась» от динамики UST, в результате чего движение данных активов с осени находится фактически в противофазе.

В результате премия по доходности суверенных российских евробондов относительно бумаг других развивающихся стран с лета 2014 года существенно выросла – на 180-185 б.п. относительно бумаг Мексики и Бразилии и 215-227 б.п. относительно ЮАР и Турции.

Доходность суверенных долларовых евробондов EM (10Y), %



Спрэды доходностей суверенных долларовых евробондов EM (10Y), %



Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

С фундаментальной точки зрения данная динамика объясняется существенно более высокой зависимостью российской экономики от цен на нефть – нефтегазовые доходы формируют 50% российского бюджета. При этом экономики сопоставимых стран EM более диверсифицированы. Дополнительным негатив исходит из понимания того, что мировые рынки входят в долгосрочную фазу низких цен на энергоресурсы на фоне сохраняющегося перепроизводства нефти за счет сланцевых месторождений и глобального укрепления доллара на фоне скорого завершения периода низких ставок в США.

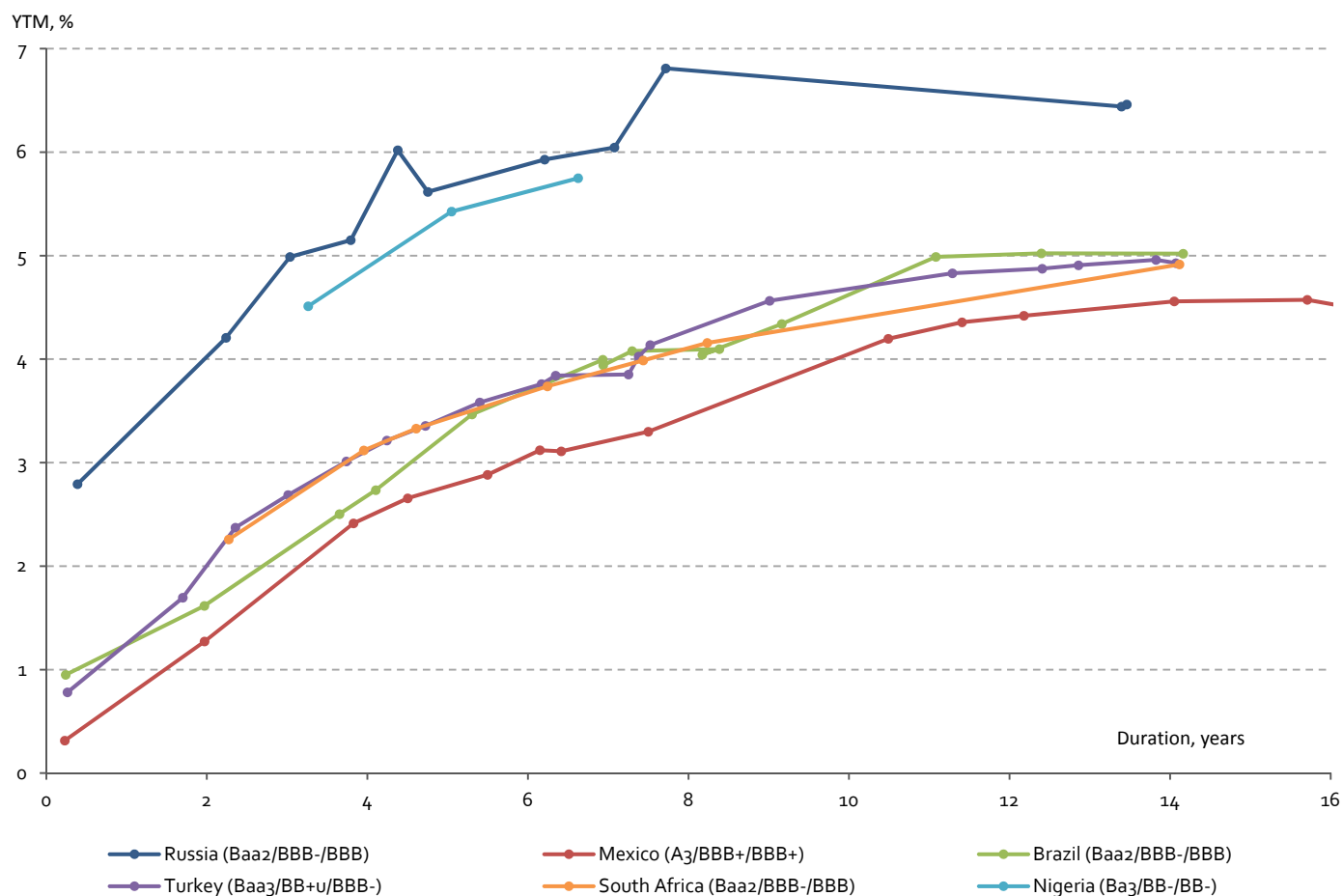
Более того, снижение цен на энергоносители снижает издержки стран-производителей потребительских товаров (Турция, Индия, Индонезия, Китай и пр.), что ведет к дальнейшему отставанию российской экономики от глобального тренда и дальнейшему расширению кредитных спрэдов.

При этом Минэкономразвития в начале декабря резко понизило прогнозы по экономике РФ – министерство ожидает рецессию в РФ в 2015 г. на 0,8% вместо роста на 1,2% по предыдущему прогнозу (наши ожидания по экономике заметно хуже – ждем снижения ВВП РФ в 2015 г. на 2%). На этом фоне не исключаем в 2015 г. дальнейшего негативного пересмотра суверенных рейтингов России, что «де-юре»

выведет ее бумаги из инвестиционной категории. Напомним, плановые пересмотры суверенных рейтингов ориентировочно будут проходить весной 2015 г.

На момент начала декабря доходность 10-летнего бенчмарка Russia'23 превысила 6%, достигнув 6,13% годовых. На аналогичном уровне торгуются долларовые евробонды с погашением в 2020-2025 гг. таких стран, как Нигерия, Ливан, Габон, Руанда, Сенегал и пр., рейтинги которых находятся на уровне ВВ/В/ССС.

Кривые доходности суверенных долларовых евробондов EM, %



Источник: Bloomberg (на 08.12.2014)

Страна	Выпуск	Рейтинг выпуска	Цена	Доходность, %	Дюрация, лет	Z-spread, б.п.
Cote D'Ivoire	IVYCST 5 3/8 07/23/24	B1-/B	96,98	5,79	7,44	351
El Salvador	ELSALV 5 7/8 01/30/25	Ba3/BB-/BB-	100,22	5,84	7,62	354
Kenya	KENINT 6 7/8 06/24/24	-/B+/B+	106,48	5,97	7,02	372
Nigeria	NGERIA 6 3/8 07/12/23	-/BB-/BB-	102,91	5,94	6,61	376
Lebanon	LEBAN 6 1/4 06/12/25	-/B-/B	101,19	6,09	7,64	377
Rwanda	RWANDA 6 5/8 05/02/23	-/B/B+	103,36	6,11	6,56	395
Senegal	SENEGL 6 1/4 07/30/24	B1/B+/-	100,12	6,23	7,22	397
Gabon	GABON 6 3/8 12/12/24	-/BB-/BB-	100,64	6,29	7,32	400
Russia	RUSSIA 4 7/8 09/16/23	Baaz/BBB-/BBB	90,94	6,23	7,06	401
Chaco (Argentina)	CHACO 4 11/04/23	Caaz/-/-	83,87	6,40	7,27	416
Jamaica	JAMAN 7 5/8 07/09/25	Caaz/B-/B-	107,27	6,66	7,34	435

Источник: Bloomberg, PSB Research

Из данного перечня стран спекулятивной категории обратим внимание на Нигерию (рейтинг ВВ-), экспорт которой на 95% составляет нефть. В результате рынок (помимо ожиданий продолжительного сохранения цен на нефть на низком уровне) не исключает снижения рейтинга России на 3 ступени ниже текущего уровня.

В результате текущие уровни кривой доходности России во многом уже учитывают потенциальное ухудшение кредитного качества страны. На текущий момент глобальные инвесторы и фонды продолжают активно сокращать позицию по России, при этом фактический вылет евробондов из инвестиционной категории, по сути, станет финальным аккордом переоценки кредитного риска России. Также на рынок продолжает оказывать негативное влияние эффект санкций – несмотря на отсутствие прямого запрета на владение российскими бумагами, иностранные инвесторы фактически закрывают лимиты на страновой риск РФ. В результате на текущий момент кредитный спрэд евробондов России потерял свою актуальность – идет планомерный выход иностранных инвесторов из российского риска.

В целом, текущие доходности суверенных евробондов России уже с большим запасом включают в себя, как риски снижения нефти к 60 долл./барр. при нахождении на данном уровне продолжительное время, так и потерю инвестиционного рейтинга. При этом характер выхода из российских бумаг в начале декабря был близок к паническому, что затрудняет прогнозирование глубины падения рынка.

Вместе с тем, на наш взгляд, оставаться с открытыми короткими позициями в российских бумагах на текущих уровнях уже нецелесообразно, в то время как для спекулятивно настроенных игроков можно начать искать точки входа в рынок.

## Контакты:

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

Директор по исследованиям и аналитике

[KNI@psbank.ru](mailto:KNI@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

[LoktyukhovEA@psbank.ru](mailto:LoktyukhovEA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

[FrolovIG@psbank.ru](mailto:FrolovIG@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

[KrylovaEA@psbank.ru](mailto:KrylovaEA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

[NuzhdinIA@psbank.ru](mailto:NuzhdinIA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

[Golubevia@psbank.ru](mailto:Golubevia@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Дмитрий Монастыршин

[Monastyrshin@psbank.ru](mailto:Monastyrshin@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

[Gritskevich@psbank.ru](mailto:Gritskevich@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

[EgorovAV@psbank.ru](mailto:EgorovAV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютков

[PolyutovAV@psbank.ru](mailto:PolyutovAV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

[ArbekovaAV@psbank.ru](mailto:ArbekovaAV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

#### ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

Роман Османов

[OsmanovR@psbank.ru](mailto:OsmanovR@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Олег Шагов

[Shagov@psbank.ru](mailto:Shagov@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

[FedosenkoPN@psbank.ru](mailto:FedosenkoPN@psbank.ru)

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

[TselininaOI@psbank.ru](mailto:TselininaOI@psbank.ru)

+7 (495) 228-33-12

#### ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

[Rybakova@psbank.ru](mailto:Rybakova@psbank.ru)

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

[Zharikov@psbank.ru](mailto:Zharikov@psbank.ru)

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

[KholzhigitovBS@psbank.ru](mailto:KholzhigitovBS@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

[Skabelin@psbank.ru](mailto:Skabelin@psbank.ru)

+7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов

[ZavolosnovIV@psbank.ru](mailto:ZavolosnovIV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

[SurpinAM@psbank.ru](mailto:SurpinAM@psbank.ru)

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

[DavitashviliVM@psbank.ru](mailto:DavitashviliVM@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

[KulakovAD@psbank.ru](mailto:KulakovAD@psbank.ru)

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

[MarkinMA@psbank.ru](mailto:MarkinMA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

[NaumenkoPA@psbank.ru](mailto:NaumenkoPA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

[UstikovSV@psbank.ru](mailto:UstikovSV@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

[OrekhovAA@psbank.ru](mailto:OrekhovAA@psbank.ru)

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

[FedosenkoIY@psbank.ru](mailto:FedosenkoIY@psbank.ru)

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

[TuruloVM@psbank.ru](mailto: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.