

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Впервые с февраля прошлого года курс **УЕ** превысил **31** рубль, но удержаться выше не сумел и откатился на 10 копеек (см. график 2). Тем не менее, за месяц **УЕ** прибавила около **0.4%**. При этом резко возросла волатильность рынка: **0.77%** за последние четыре недели против **0.32%** за предыдущие два месяца. Тем не менее, несмотря на номинальное ослабление Рубля, высокая инфляция Января привела к значительному его реальному укреплению, которое примерно составило **1.5%** за месяц. В такой ситуации мы пока еще не можем сказать, чем является январская девальвация Рубля: случайностью, вызванной нестабильностью мировых фондовых рынков или новой тенденцией.

Новости и комментарии

Золотовалютные резервы (ЗВР) за четыре недели **выросли на 3.5 млрд. УЕ** и составили **383.0 млрд. УЕ**. **Годовой прирост ЗВР** (см. график 1) **снизился на 2.5 млрд. УЕ** и составил **118.7 млрд. УЕ**.

Денежная база за четыре недели **снизилась на 36.5 млрд. рублей или на 0.90%**. На 11 февраля 2008 г. **ДБ** составила **4 017.9 млрд. рублей**.

УЕ: 30.923.

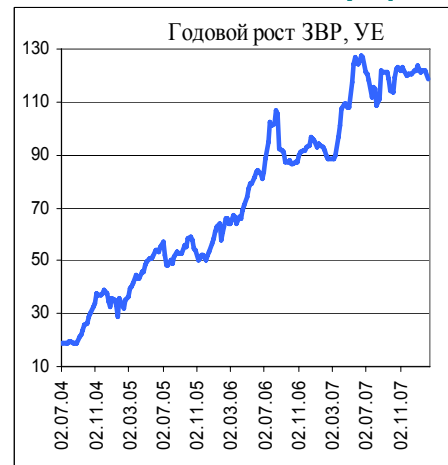
Курс УЕ за четыре недели **вырос на 12.3** копейки или **на 0.40%**, а с конца 2007 года - **на 0.23%** (**0.21%** для **Би-индекса ЦБ**). Скорее всего, в ближайшие недели или даже месяцы внутренний валютный рынок останется достаточно стабильным, повторяя прошлый год. Напомним, что тогда до конца июня курс **УЕ** был очень стабильным, и лишь потом произошло небольшое, примерно на 10 копеек, номинальное укрепление Рубля.

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Индикатор	15/02	21/01	Изменение
ЗВР, УЕ	383.0	379.5	- 0.4
УЕ, РК (1)	10.49	10.68	- 1.81%
УЕ (Евро 60%)	30.923	30.799	0.40%
Би-индекс ЦБ (Евро 45%)	29.200	29.089	0.38%
EUR/USD	1.468	1.461	0.48%
Инфляция январь/12 мес.	-	-	2.3/12.6%
Доходность к погашению, 1 год. (27026)	6.26	5.51	0.75
Доходность к погашению, 11 лет (46014)	6.48	6.24	0.24
Доходность к погашению, 28 лет (46020)	7.06	6.81	0.25
Доходность к погашению, 2 года (РФ-10)	3.77	4.47	- 0.70
Доходность к погашению, 20 лет (РФ-28)	5.97	5.80	0.17
РДО – 2010 (2)	2.36	1.33	1.03
Газпром	305.5	303.8	0.56%
ЛУКОЙЛ/Газпром	5.741	5.718	0.40%

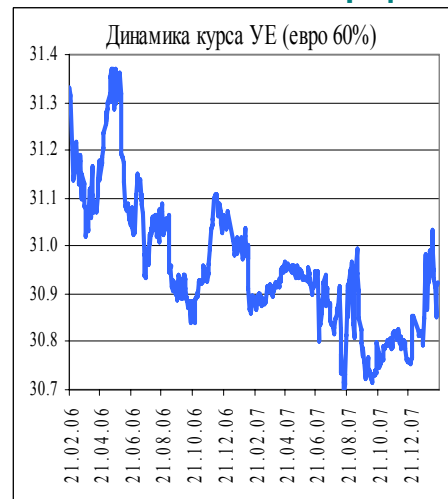
(1) – Расчетный курс УЕ – отношение Денежной базы к ЗВР. (2) – Рыночные девальвационные ожидания до середины 2010 года, получаемые из разницы доходностей ОФЗ 25057 и РФ-10.

График 1



источник: ИСТ КОММЕРЦ, ЦБ РФ

График 2



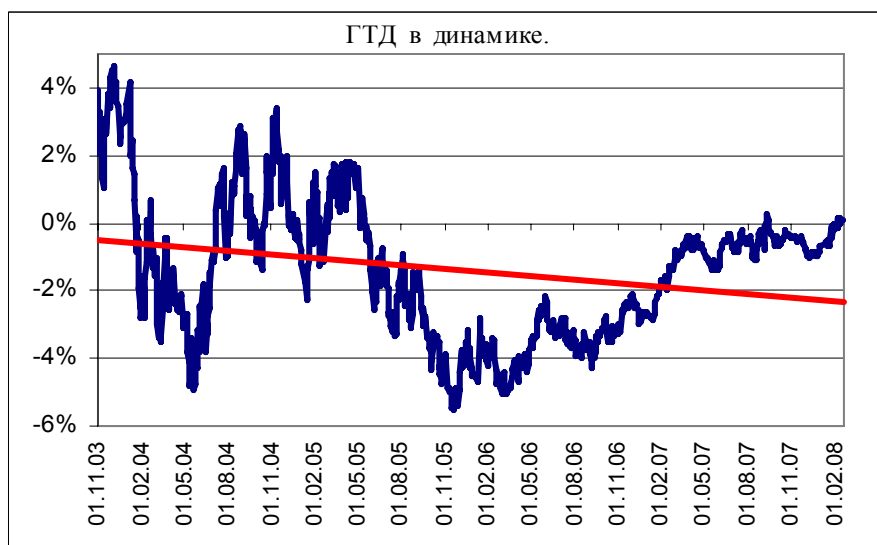
источник: ИСТ КОММЕРЦ, ЦБ РФ

Теперь поговорим об инфляции. Так, ее **годовые темпы продолжают расти 12.6%** против **11.9%** месяцем ранее, но против **минимальных 7.4%** в марте. Таким образом, сценарий 2004-2005 годов, когда **годовые темпы инфляции** за год от майского минимума **выросли на 4%** (см. График 3) практически полностью повторяется. В такой ситуации **годовая инфляция** близка к своему циклическому максимуму, который может прийти где-то на апрель. Что касается предположения на 2008 год, то мы ожидаем, что годовая инфляция будет не ниже **11%**. Что касается политики **ЦБ РФ**, то вряд ли он будет бороться с инфляцией классическими методами (повышение ставок), следствием которой может быть значительный спекулятивный приток капитала и существенное номинальное укрепление Рубля.

График 3



График 4



РЕКОМЕНДАЦИЯ: *ОТСУТСТВИЕ ПОЗИЦИИ.*

ЕВРО/ДОЛЛАР: 1.468.

**темпы роста по тенденции:
4.2% год.**

После повторения в конце Января исторического максимума котировки постепенно снижаются. Мы считаем, это говорит об окончании растущей волны «3» глобального «бычьего» цикла, начавшегося в декабре 2005 года и начале затяжной коррекционной волны «4» (см. график 5), которая может в течении нескольких месяцев вернуть котировки в район 1.35. В такой ситуации мы рекомендуем полностью закрыть длинную позицию. При этом, с нашей точки зрения, сейчас ситуация очень похожа на 2004 год. Напомним, что тогда после февральского максимума падение продолжалось до начала мая (см. график 5).

EUR/USD: График 5



РЕКОМЕНДАЦИЯ: *ОТСУТСТВИЕ ПОЗИЦИИ.*

РЫНОК АКЦИЙ

За прошедшие четыре недели единой тенденции в поведении наиболее ликвидных акций не было. **Лучше рынка** были акции **ГМК Нор.Никель (плюс 26.4%)** и **ПолюсЗолото (плюс 7.87%)**. **Хуже рынка** – **Сургутнефтегаз преф (минус 14.6%)** и **Сбер преф (минус 14.4%)**.

Индекс ММВБ снизился еще на 7.44%, Газпром вырос на 0.56%, а соотношение Лукойл/РАО ЕЭС - на 0.40%.

График 6

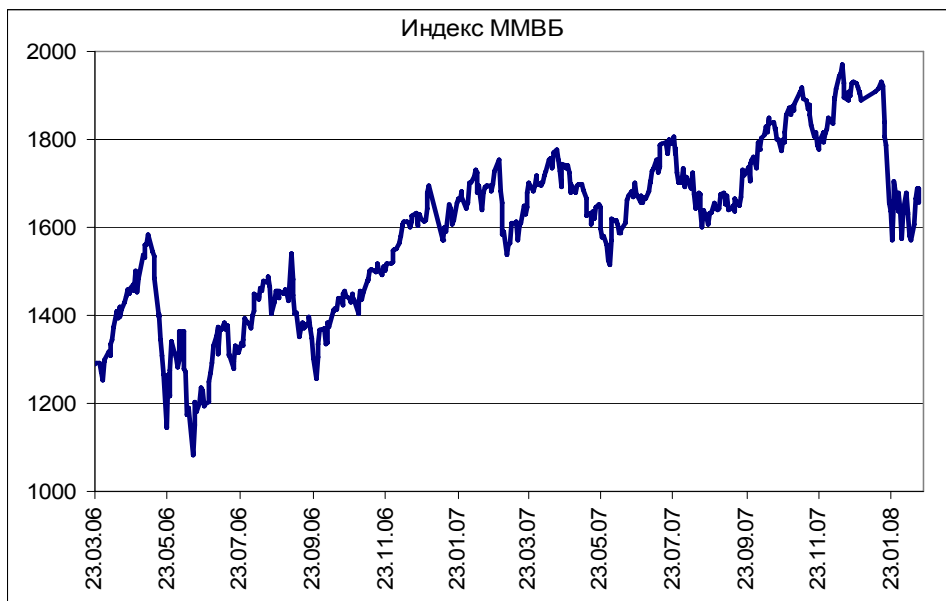


График 7 (ГМК Нор.Никель)



«Месячный обзор»

За прошедшие четыре недели **Индекс ММВБ снизился еще на 7.44% (или 16.0% от максимума)**. При этом стоит отметить, что доходность рублевых облигаций от минимума **выросла на 20.4%**, то есть, примерно на столько же. Таким образом, можно говорить, что на рынке акций произошла закономерная коррекция, по результатам которой **Индекс ММВБ** вернулся в давно ожидаемый нами диапазон **1450-1800**. Так, текущее значение **Индекса** находится в районе **1655** пунктов, что примерно соответствует середине диапазона. Таким образом, акции перестали быть переоцененными. Однако в случае продолжения ухудшения ситуации в мировой экономике, премия за риск (доходность наших облигаций) может продолжить рост, что приведет к дальнейшему обесценению прибылей компаний. Тем не менее, мы считаем, что такой сценарий не очень вероятен. При этом в долгосрочной перспективе фондовый рынок должен составлять примерно **16%** в год (**10%** из-за инфляционного роста прибылей компаний и **6%** из-за роста экономики). Таким образом, мы рекомендуем искать момент для существенного увеличения доли акций в Портфеле.

При этом приятно осознавать, что ставка на акции **ГМК Нор.Никель** полностью оправдалась, ведь он **вырос аж на 26.4%**. Однако в текущей ситуации мы считаем, что бумага будет **«хуже рынка»** поскольку предполагаем, что коррекционная волна «2» нового растущего цикла (см. график 7) должна начаться в самое ближайшее время.

Что касается сегодняшних фаворитов, то в перспективе около месяца мы бы сделали ставку на **«нефтянку»**, поскольку считаем, что ожидание чуть ли не двукратного снижения цен на нефть, заложенное в сегодняшние котировки, неоправданно.

Некоторые статистические показатели рынка акций

Акция	Цена, руб.	Изменение, %	Рекомендация
Газпром	305.5	0.56	По рынку
ГМКНорНикель	6 805	26.4	Хуже рынка
ЛУКОЙЛ	1 754	2.10	Лучше рынка
РАО ЕЭС	27.58	-2.89	По рынку
Сбербанк	83.4	-8.60	Хуже рынка
Роснефть	192.9	-0.92	Лучше рынка
Сургнфгз	22.7	-9.92	Лучше рынка
ВТБ	0.099	-5.44	Хуже рынка
Сургнфгз-п	11.6	-14.6	Лучше рынка
Татнфт Зао	129.9	-0.32	Лучше рынка
Сбербанк-п	51.68	-14.4	Хуже рынка
Полус Золото	1 330	7.87	Хуже рынка
Трансф ап	40 000	-8.05	Лучше рынка
МТС-ао	314.2	-0.03	По рынку
Ростел-1ао	277.9	1.11	Хуже рынка
Газпромнефть	139.9	6.88	По рынку

РЕКОМЕНДАЦИЯ: Низкая доля акций в Портфеле.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ.

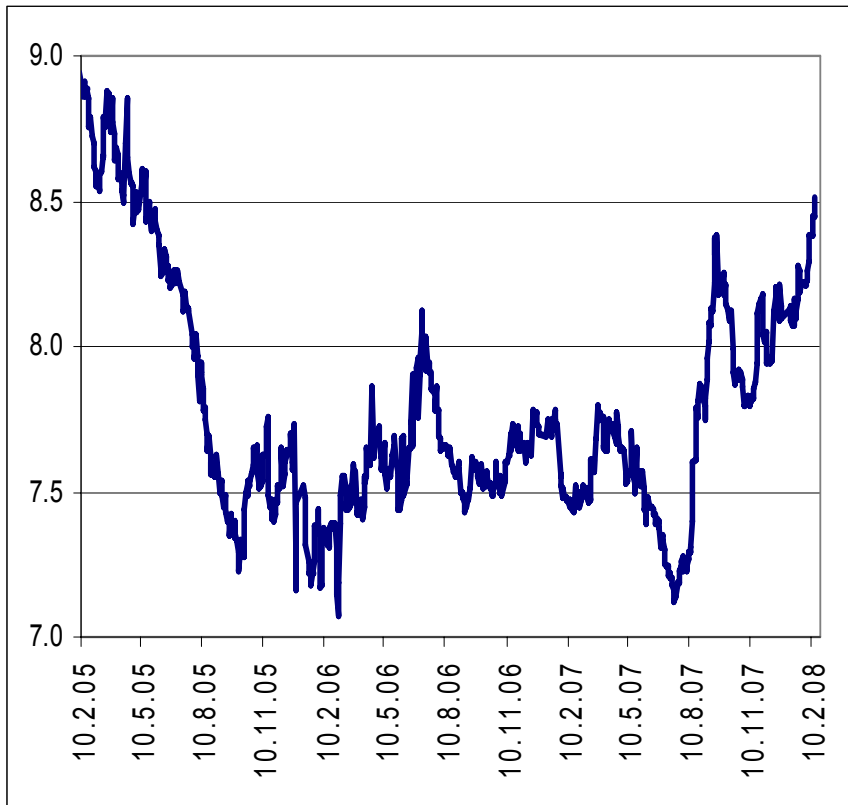
На рынке Федеральных госбумаг **значительно выросли доходности в рублевом сегменте.** Таким образом, спрэд в доходностях **ОФЗ 46014 и РФ-18** (погашение 2018 год) **расширился и составил 0.99%** (0.49% четыре недели назад). Данное значение по-прежнему **значительно меньше** наших ожиданий долгосрочных темпов девальвации рубля в **1.5-2.0%**, что означает значительную переоцененность длинных рублевых облигаций относительно долларовых. В такой ситуации можно рекомендовать к покупке рублевые облигации со сроком погашения менее 2-х лет (например, 27026), поскольку в ближайший год, два перспективы рубля абсолютно безоблачные, чего не скажешь на 10 и более лет вперед.

График 8

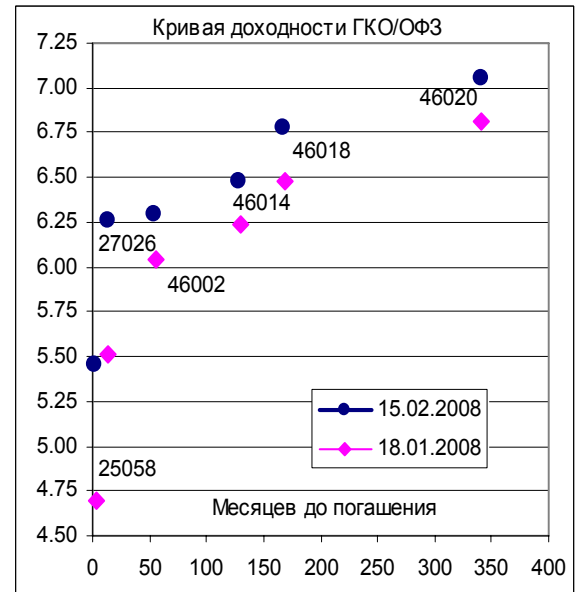


Индекс эффективной доходности **Сибондс вырос еще на 36 пунктов до 8.51% (максимальное значение с мая 2005 года).** При этом спрэд между рублевыми и долларовыми облигациями (см. График 8) составил **236 б.п.** Мы считаем, что его «равновесное» значение, ради которого рублевые облигации стоит предпочитать долларовым, должно составлять **около 100** пунктов. В такой ситуации становится вероятным снижение доходности наших рублевых облигаций из среднего спектра кривой доходности, где находится большинство корпоративных облигаций. Вполне вероятно, что снижению доходности поможет сезонный фактор, заключающийся в росте котировок облигаций в первые месяцы нового года. Что касается дальнейшей части спектра рублевой кривой доходности, то там возможно продолжение роста доходностей, поскольку реальное укрепление рубля закончится в ближайшие годы, но не факт, что инфляция снизится до 3-4%. Тогда спрэд доходности рублевых и валютных активов значительно расширится за счет роста доходности рублевых бондов. Вполне возможно, что именно этот процесс и начался в последние недели.

/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / rtarasov@eastkom.ru /

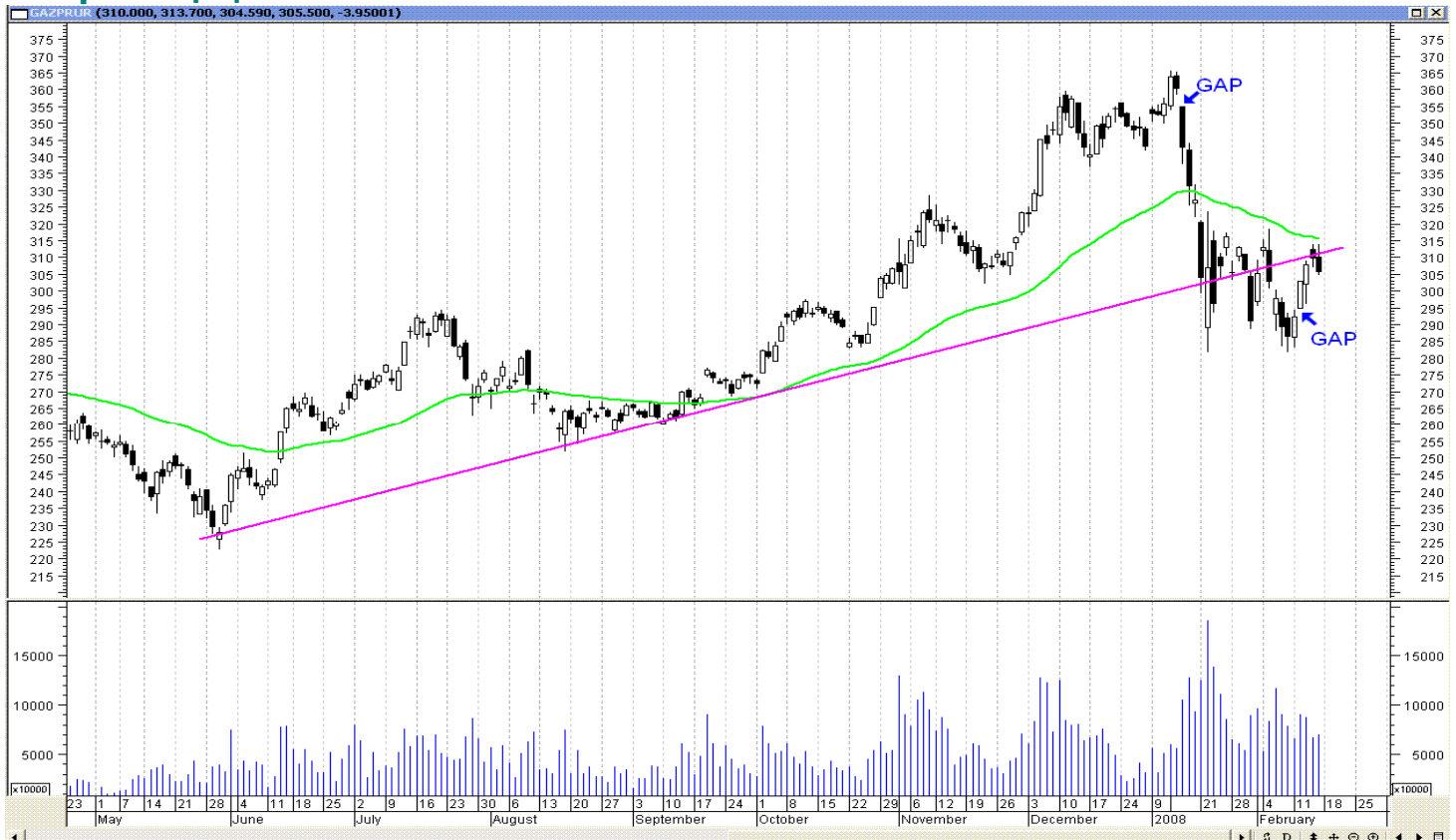


«Месячный обзор»



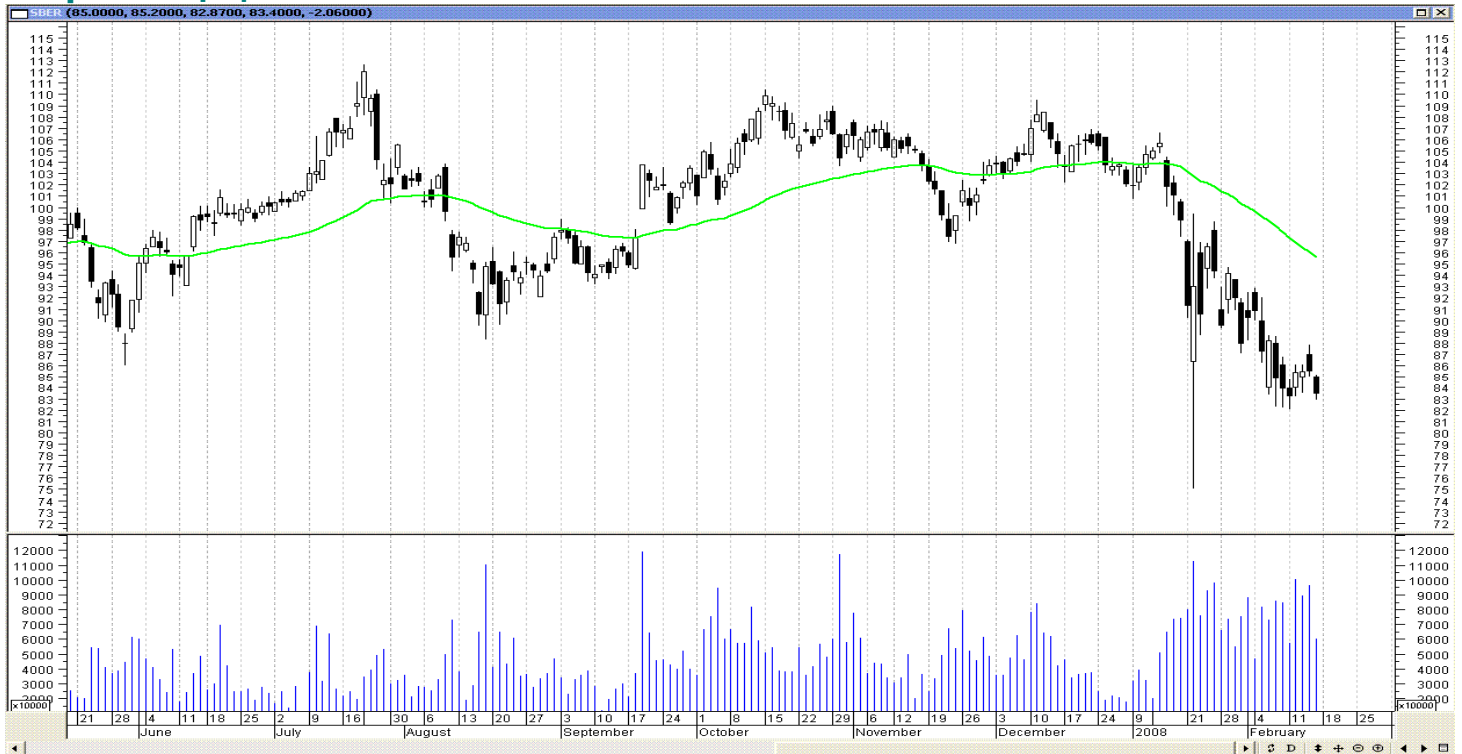
РЕКОМЕНДАЦИЯ: **70-80%** облигаций 1-го, 2-го эшелона, **20-30%** облигаций третьего эшелона, например: **Аркада, ОГО, НижнеЛенское-2, СУВАР-Казань, Эйр-Юнион, Метар-Финанс, Томск-Инвест.**

Газпром: График 11



/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / rtarasov@eastkom.ru /

Сбербанк: График 12



Роснефть: График 13



/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / rtarasov@eastkom.ru /

© ИГ «ИСТ КОММЕРЦ», 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью ИГ «ИСТ КОММЕРЦ».

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. ИГ «ИСТ КОММЕРЦ» также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр
тел.: (495) 644-1122
e-mail: AFetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

**Head of Equity Sales/
Domestic Sales**

Пермяков Никита
тел: (495) 500-8185
моб. +7 (916) 900-1856
e-mail: NPermyakov@eastkom.ru

**Equity Sales Manager/
International Sales**

Ашешов Ник
Tel.: +7(495) 644-1122
e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

**Head of Brokerage
Иванов Алексей**
тел.: (495) 644-1122 доб. 2277
e-mail: Alvanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254

Kaliningrad@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул. Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

Lipeck@eastkom@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

Voronezh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул. Краснознаменная, 22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул. Пушкина, 85/1, оф. 210, тел.: +7 (3472) 923-271

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, г. Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф. 305, тел.: +7 (8352) 200-582

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г. Челябинск, ул. Кирова, 19 оф. 507, тел.: +7 (351) 247-5274

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф. 1, тел. +7 (4232) 22-36-51

Vladivostok@eastkom.ru

/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / rtarasov@eastkom.ru /