

## ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Ситуация на внутреннем валютном рынке перестала быть столь стабильной, как в прошлые месяцы (см. график 2). Так, за три торговые сессии на прошлой неделе **УЕ** выросла сразу на 19 копеек и достигла максимального значения с января прошлого года. Однако выше 31 рубля **УЕ** снова не удержалась и вернулась чуть ниже этого уровня. При этом волатильность выросла в два раза и составила **около двух третей процента** за четыре недели. При этом высокая инфляция приводит к значительному реальному укреплению **Рубля** к **УЕ**, которое примерно составило **4.8%** с начала года. В такой ситуации мы считаем, что дальнейшего номинального укрепления **Рубля** в этом году уже не будет.

### Новости и комментарии

**Золотовалютные резервы (ЗВР)** за четыре недели **выросли еще на 26.9 млрд. УЕ** и составили **415.5 млрд. УЕ**. **Годовой прирост ЗВР** (см. график 1) **вырос на 3.3 млрд. УЕ** и составил **93.7 млрд. УЕ**.

**Денежная база** за четыре недели **выросла еще на 75.2 млрд. рублей или на 1.83%**. На 12 мая 2008 г. **ДБ** составила **4 195.2 млрд. рублей**.

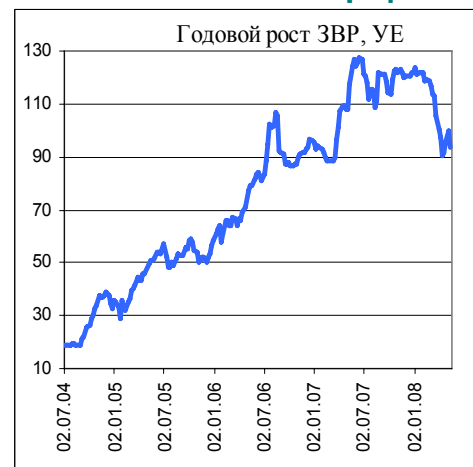
**УЕ: 30.986.**

**Курс УЕ** за четыре недели **вырос еще на 8.1 копейки или на 0.26%**, а с конца 2007 года - **на 0.43% (минус 0.41% для Би-индекса ЦБ)**. Скорее всего, в ближайшие недели внутренний валютный рынок останется достаточно волатильным. Тем не менее, мы считаем, что ожидать значительного номинального укрепления Рубля в этом году уже не стоит и более вероятно умеренные колебания с тенденцией медленного падения курса нашей национальной валюты.

## РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

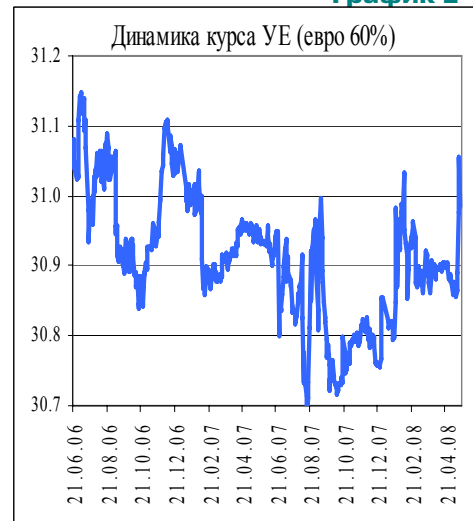
Индикатор	16/05	18/04	Изменение
<b>ЗВР, УЕ</b>	<b>415.5</b>	<b>388.6</b>	<b>26.9</b>
<b>УЕ, РК (1)</b>	<b>10.10</b>	<b>10.60</b>	<b>- 4.77%</b>
<b>УЕ (Евро 60%)</b>	<b>30.986</b>	<b>30.905</b>	<b>0.26%</b>
<b>Би-индекс ЦБ (Евро 45%)</b>	<b>29.020</b>	<b>28.819</b>	<b>0.70%</b>
<b>EUR/USD</b>	<b>1.558</b>	<b>1.586</b>	<b>- 1.77%</b>
<b>Инфляция апрель/12 мес.</b>	-	-	<b>1.4/14.3%</b>
<b>Доходность к погашению, 10 мес. (27026)</b>	<b>5.94</b>	<b>6.02</b>	<b>- 0.08</b>
<b>Доходность к погашению, 10 лет (46014)</b>	<b>6.66</b>	<b>6.56</b>	<b>0.10</b>
<b>Доходность к погашению, 28 лет (46020)</b>	<b>7.27</b>	<b>7.21</b>	<b>0.06</b>
<b>Доходность к погашению, 2 года (РФ-10)</b>	<b>3.92</b>	<b>3.34</b>	<b>0.58</b>
<b>Доходность к погашению, 20 лет (РФ-28)</b>	<b>5.91</b>	<b>6.00</b>	<b>- 0.09</b>
<b>РДО – 2010 (2)</b>	<b>2.02</b>	<b>2.72</b>	<b>- 0.70</b>
<b>Газпром</b>	<b>365.3</b>	<b>317.3</b>	<b>15.1%</b>
<b>ЛУКОЙЛ/Газпром</b>	<b>7.354</b>	<b>6.791</b>	<b>8.29%</b>

График 1



источник: ИСТ КОММЕРЦ, ЦБ РФ

График 2



источник: ИСТ КОММЕРЦ, ЦБ РФ

(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.

/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / [rtarasov@eastkom.ru](mailto:rtarasov@eastkom.ru) /

Годовые темпы инфляции продолжают расти: - 14.3% (максимум с мая 2003 года) против 13.4% месяцем ранее и против минимальных 7.4% в марте 2007 года. Таким образом, сценарий 2004-2005 годов, когда годовые темпы инфляции за год от майского минимума выросли на 4% (см. График 3) повторяется, только со значительно большим размахом. Тем не менее, годовая инфляция близка к своему циклическому максимуму, который может прийти где-то на май-июнь и превысить 15%. Что касается предположения на 2008 год, то мы ожидаем, что годовая инфляция будет не ниже 13%. Действительно, вряд ли ЦБ РФ будет бороться с ростом цен значительным повышением ставок.

График 3



График 4



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: *ОТСУТВИЕ ПОЗИЦИИ.***

**ЕВРО/ДОЛЛАР: 1.558.**

**темпы роста по тенденции:  
6.0% год.**

После достижения в конце апреля котировками нового исторического максимума (1.602 или 1.221 в Доллар/марка) Евро значительно сдал позиции. Таким образом, вполне возможно, что окончена растущая волна «3» глобального «бычьего» цикла, начавшегося в декабре 2005 года. В такой ситуации, вероятно, сейчас идет затяжная коррекционная волны «4», которая может в течение нескольких месяцев вернуть котировки в район 1.44. Однако после этого должен возобновиться рост к новым историческим максимумам.

EUR/USD: График 5



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: *ОТСУТВИЕ ПОЗИЦИИ.***

/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / [rtarasov@eastkom.ru](mailto:rtarasov@eastkom.ru) /

## РЫНОК АКЦИЙ

За прошедшие четыре недели все наиболее ликвидных акций, за исключением **Ростелекома (минус 1.47%),** выросли в цене. **Лучше рынка** были: **Газпромнефть (плюс 26.3%), Лукойл (плюс 24.6%)** и **Сургут (плюс 23.8%).** Индекс ММВБ вырос на **13.9%,** наши бумаги «лучше рынка» - на **12.9%,** а «хуже рынка» - на **13.5%.**

График 6

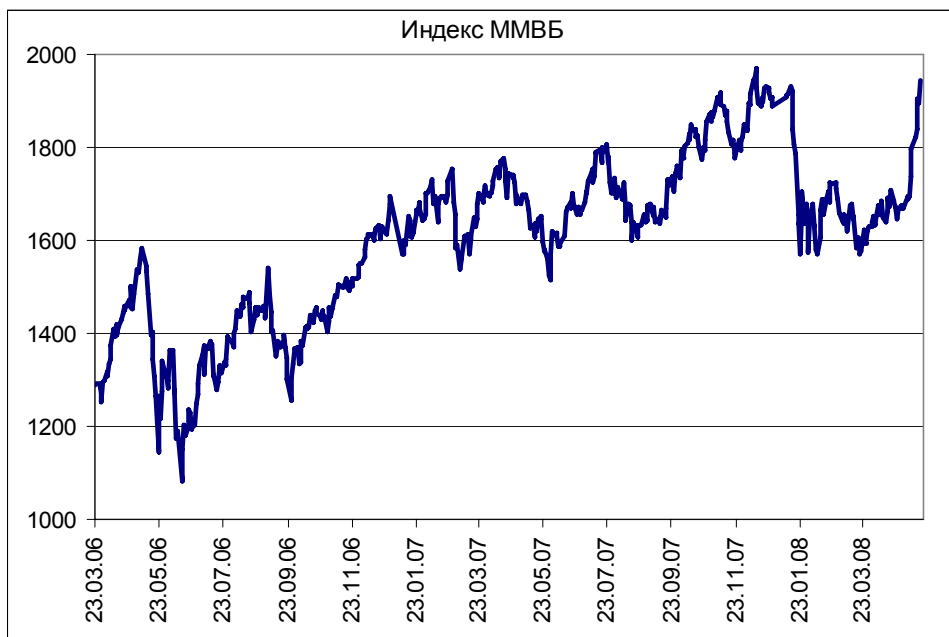


График 7 (ГМК НорНикель)



## «Месячный обзор»

### Индекс ММВБ вырос на 13.9%

Данный процесс проходил на фоне стабилизации ситуации на мировых торговых площадках. Как результат, премия за риск (доходность облигаций) снова немного снизилась. В такой ситуации мы повышаем «равновесный» диапазон **Индекса ММВБ с 1450-1800 до 1600-1900.** При этом текущее значение **Индекса** находится в районе **1930** пунктов, то есть, выше верхней границе диапазона, что делает падение очень вероятным, тем более, что сейчас не самая благоприятная сезонность для продолжения роста.

**Что касается долгосрочной** перспективы рынка акций, то фоновый рост нашего фондового рынка должен составлять примерно **18%** в год (**12%** из-за инфляционного роста прибылей компаний и **6%** из-за роста экономики). Таким образом, снижение **Индекса** в середину диапазона будет являться хорошей возможностью для существенного увеличения доли акций в Портфеле.

В краткосрочной и долгосрочной перспективах мы бы отметили **акции МТС..** Вполне возможно, что даже при общем падении рынка котировки этой бумаги смогут вырасти.

**В среднесрочном плане** считаем, что хороший потенциал роста (к новым историческим максимумам) имеют акции **ГМК НорНикель.** Из нефтяных акций считаем недооцененными **Сургутнефтегаз** и **Трансфэть.**

Что касается долгосрочных фаворитов, то мы бы сделали ставку на **банковские акции (Сбербанк и ВТБ).** Мы считаем, что у банков, имеющих господдержку, доступ к ресурсам в условиях кризиса ликвидности наилучший. В такой ситуации доля их на рынке может вырасти, что положительно скажется на котировках акций.

Некоторые статистические показатели рынка акций

Акция	Цена, руб.	Изменение, %	Рекомендация
Газпром	365.3	15.1	По рынку
ГМКНорНикель	7 095	2.80	Лучше рынка
ЛУКОЙЛ	2 686	24.6	Хуже рынка
РАО ЕЭС	24.86	5.56	По рынку
Сбербанк	85.7	11.9	По рынку
Роснефть	278.5	20.1	Хуже рынка
Сургнфгз	29.25	23.8	Лучше рынка
ВТБ	0.0996	9.81	По рынку
Сургнфгз-п	13.69	15.8	Лучше рынка
Татнфт Зао	189.1	22.8	Хуже рынка
Сбербанк-п	56.13	15.1	По рынку
Полюс Золото	1 513	21.6	Хуже рынка
Транснф ап	36 400	22.6	Лучше рынка
МТС-ао	285.8	0.28	Лучше рынка
Ростел-1ао	274.9	-1.47	Лучше рынка
Газпромнефть	170.5	26.3	Хуже рынка

РЕКОМЕНДАЦИЯ: Низкая доля акций в Портфеле.

## РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ.

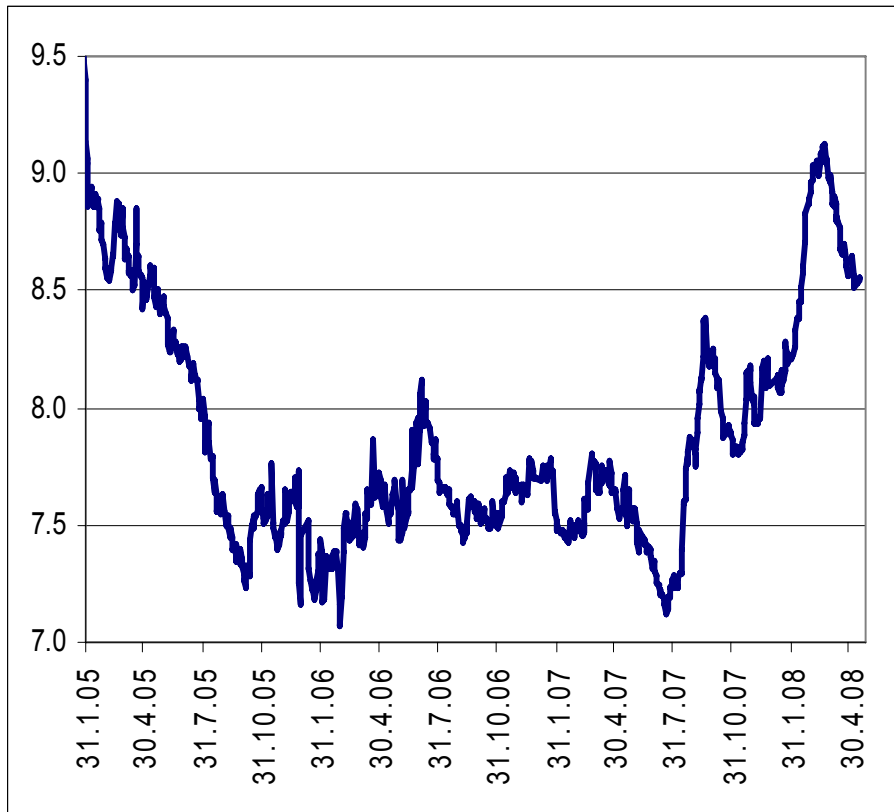
На рынке Федеральных госбумаг доходности выросли в дальнейшей части спектра рублевого сегмента. Таким образом, спрэд в доходностях ОФЗ 46014 и РФ-18 (погашение 2018 год) снова расширился и составил 1.36% (1.14% четыре недели назад). Данное значение по-прежнему значительно меньше наших ожиданий долгосрочных темпов девальвации рубля в 1.5-2.0%, что означает большую переоцененность длинных рублевых облигаций относительно долларовых. В такой ситуации можно рекомендовать к покупке рублевые облигации со сроком погашения менее 1.5 лет (например, 27026), поскольку в ближайший год, два перспективы рубля абсолютно безоблачные, чего не скажешь на 10 и более лет вперед.

График 8



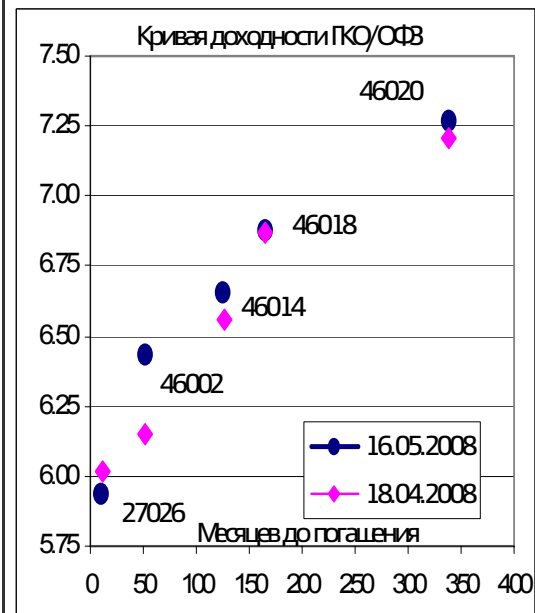
Индекс эффективной доходности СиБондс снизился еще на 12 пунктов до 8.54%. При этом спрэд между рублевыми и долларовыми облигациями (см. График 8) составил 202 б.п. Мы считаем, что его «равновесное» значение, ради которого рублевые облигации стоит предпочитать долларовым, должно составлять около 100 пунктов (для 2-х летних облигаций). В такой ситуации вероятно продолжение снижения доходности наших рублевых облигаций из среднего спектра кривой доходности, где находится большинство корпоративных облигаций. 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 4-5%. 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](mailto:rtarasov@eastkom.ru) /



«Месячный обзор»

График 10



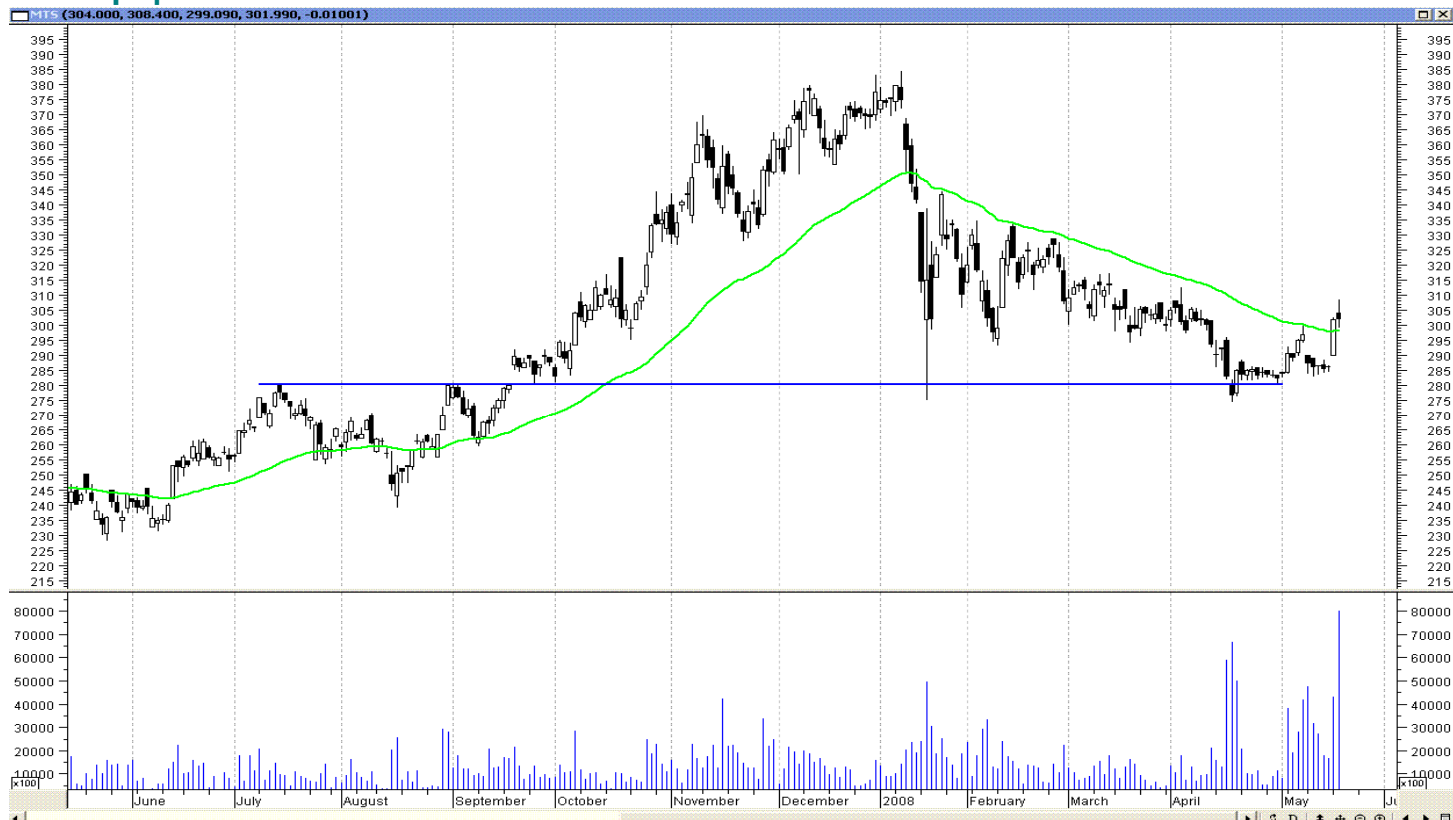
**РЕКОМЕНДАЦИЯ:** **70-80%** облигаций 1-го, 2-го эшелона, **20-30%** облигаций третьего эшелона, например: **Аркада, ОГО, НижнеЛенское-2, СУВАР-Казань, Эйр-Юнион, Метар-Финанс, Томск-Инвест, Копейка**

Газпром: График 11

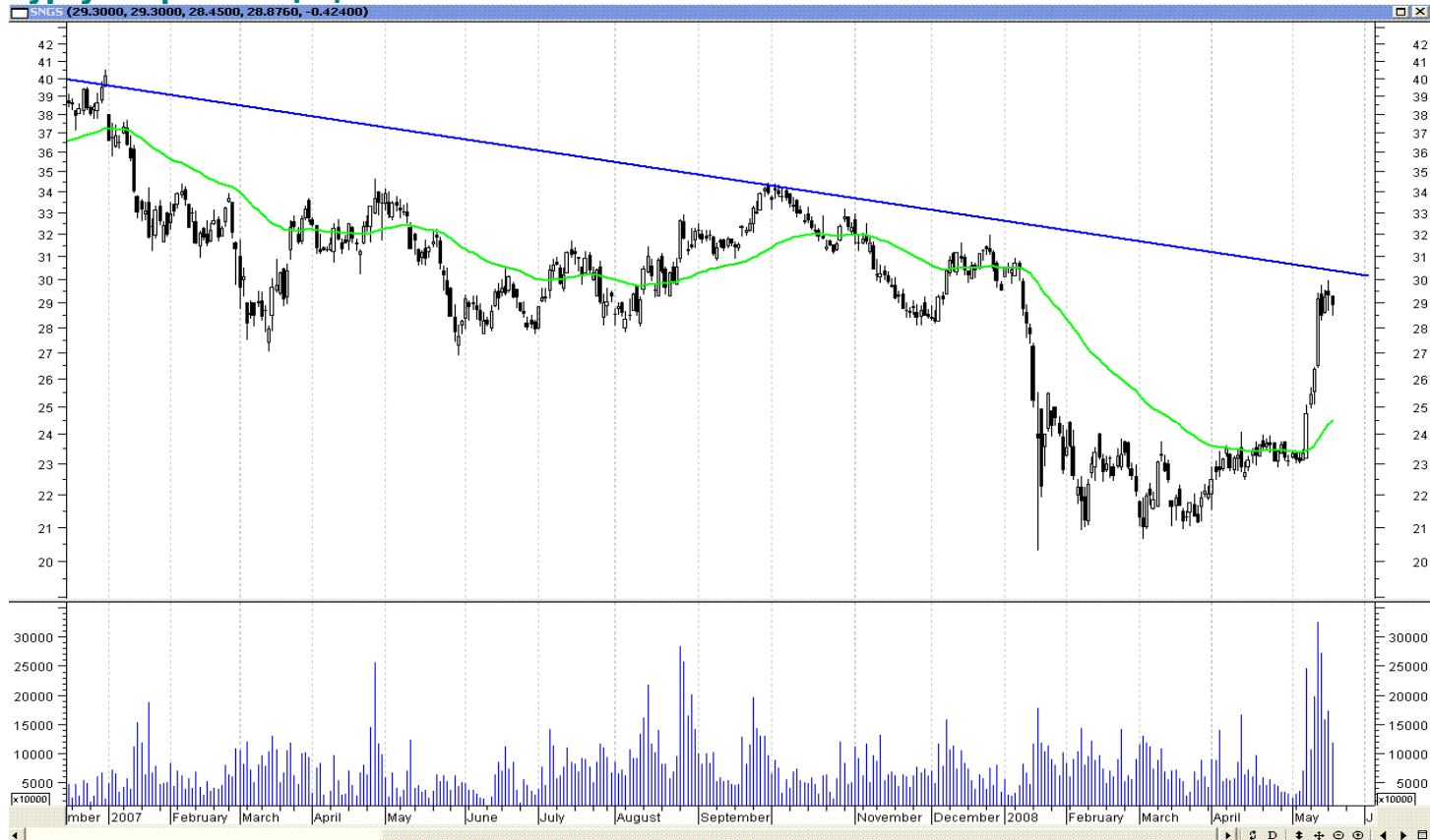


/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / [rtarasov@eastkom.ru](mailto:rtarasov@eastkom.ru) /

**МТС: График 12**



**Сургутнефтегаз: График 13**



/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / [rtarasov@eastkom.ru](mailto: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](mailto:research@eastkom.ru)**

**Департамент аналитических исследований**

**Head of Research**

**Фетисов Александр**  
тел.: (495) 644-1122  
e-mail: [AFetisov@eastkom.ru](mailto: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](mailto:NPermyakov@eastkom.ru)

**Equity Sales Manager/  
International Sales**

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

**Департамент брокерского обслуживания**

**Head of Brokerage  
Иванов Алексей**

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277  
e-mail: [Alvanov@eastkom.ru](mailto: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](mailto:Petersburg@eastkom.ru)

**Калининград**

236040, г. Калининград, ул. Мусоргского, д. 10, оф. 207-208, тел.: +7 (4012) 303-433

[Kaliningrad@eastkom.ru](mailto:Kaliningrad@eastkom.ru)

**Ставрополь**

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

[Stavropol@eastkom.ru](mailto:Stavropol@eastkom.ru)

**Кемерово**

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

[Kemerovo@eastkom.ru](mailto:Kemerovo@eastkom.ru)

**Липецк**

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

[Lipeck@eastkom@eastkom.ru](mailto: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](mailto:Rostov@eastkom.ru)

**Воронеж**

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

[Voronezh@eastkom.ru](mailto:Voronezh@eastkom.ru)

**Оренбург**

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

[Orenburg@eastkom.ru](mailto:Orenburg@eastkom.ru)

**Уфа**

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

[Ufa@eastkom.ru](mailto:Ufa@eastkom.ru)

**Чебоксары**

428000, г. Чебоксары, Президентский бульвар, д.31, оф. 1, тел.: +7 (8352) 629-036

[Cheboksary@eastkom.ru](mailto:Cheboksary@eastkom.ru)

**Челябинск**

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

[Chelabinsk@eastkom.ru](mailto:Chelabinsk@eastkom.ru)

**Владивосток**

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

[Vladivostok@eastkom.ru](mailto:Vladivostok@eastkom.ru)

**/ Аналитическое управление / Роман Тарасов / [rtarasov@eastkom.ru](mailto:rtarasov@eastkom.ru) /**