

## ДЕНЕЖНЫЙ и ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

За прошедшие четыре недели **Рубль** полностью сдал позиции, завоеванные месяцем ранее, и вернулся к уровню конца весны. При этом волатильность рынка резко увеличилась (см. график 2) и за этот короткий промежуток составила **0.93%**. Значительное увеличение колебаний может говорить о смене тенденции. Таким образом, снова актуально предположение о плавной девальвации **Рубля** (в районе **1-1.5%**) до конца года. В такой ситуации реальное укрепление к Корзине может составить около **6%**. Таким образом, «опасное» превышение реальным курсом **Рубля** уровня конца 1997 года в **30%** может быть достигнуто не за два года, а за два с половиной.

### Новости и комментарии

Золотовалютные резервы (ЗВР) за четыре недели **снизились на 0.4 млрд. УЕ** и составили **345.2 млрд. УЕ**. Годовой прирост ЗВР (см. график 1) **вырос на 6.0 млрд. УЕ** и составил **121.0 млрд. УЕ**.

Денежная база за четыре недели **выросла еще на 47 млрд. рублей или на 1.31%**. На 3 сентября 2007 г. **ДБ** составила **3 624.6 млрд. рублей**.

**УЕ: 30.959.**

Курс **УЕ** за четыре недели **вырос на 18.3 копейки или на 0.59%**, а с конца 2006 года **снизился на 0.36% (0.91% для Би-индекса ЦБ)**. Теперь мы не уверены, что номинального ослабления **Рубля** в этом году не будет. Действительно, сокращающийся профицит торгового баланса и возможный отток капитала из-за нестабильности мировой финансовой системы может привести к небольшой девальвации **Рубля**, которую Банк России будет только приветствовать и, возможно, ей помогать.

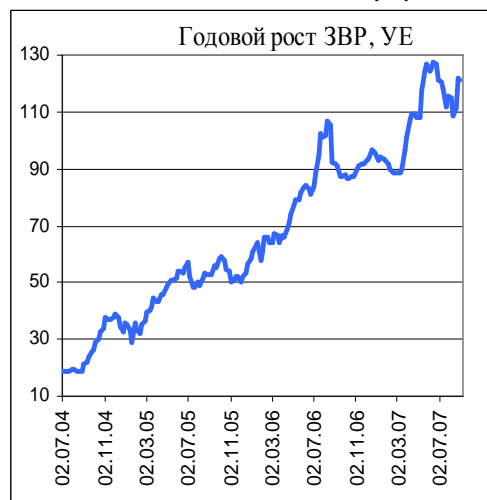
## РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

ИСТОЧНИК: Ист Кэпитал, ЦБ РФ

Индикатор	07/09	10/08	Изменение
ЗВР, УЕ	345.2	345.6	- 0.4
УЕ, РК (1)	10.50	10.35	1.43%
УЕ (Евро 60%)	30.959	30.776	0.59%
Би-индекс ЦБ (Евро 45%)	29.540	29.365	0.60%
EUR/USD	1.3770	1.3697	0.53%
Инфляция август/12 мес.	-	-	0.1/8.6%
Доходность к погашению, 2 года. (27026)	5.71	5.50	0.21
Доходность к погашению, 12 лет (46014)	6.47	6.21	0.26
Доходность к погашению, 29 лет (46020)	7.01	6.84	0.17
Доходность к погашению, 3 года (РФ-10)	5.63	5.62	0.01
Доходность к погашению, 21 год (РФ-28)	6.21	6.29	- 0.08
РДО –2010 (2)	0.61	0.27	0.34
Газпром	262.0	266.1	- 1.54%
ЛУКОЙЛ/РАО ЕЭС	61.62	56.18	7.58%

(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 Кэпитал, ЦБ РФ

График 2

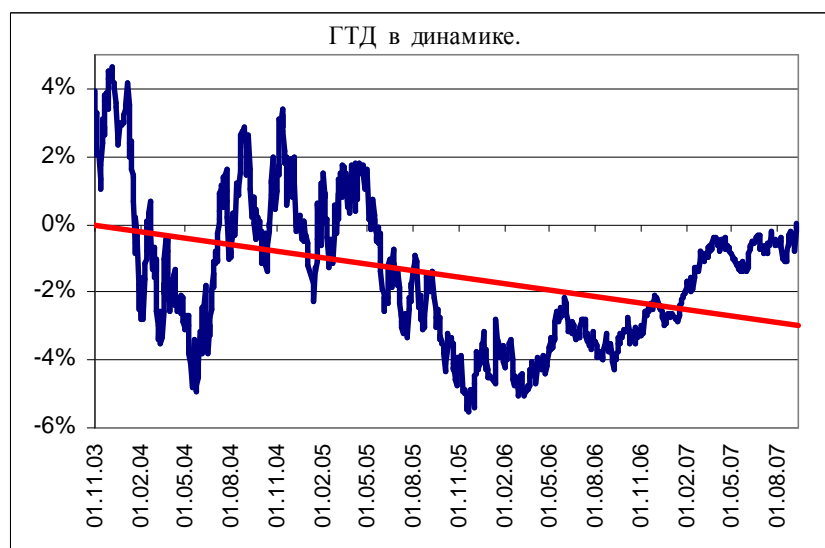


Теперь поговорим об инфляции. Так, ее **годовые темпы впервые за пять месяцев не повысились: 8.6%** против **8.7%** месяцем ранее, но против **минимальных 7.4%** в марте. Тем не менее, сценарий 2004-2005 годов, когда **годовые темпы инфляции** за год от майского минимума **выросли на 4%** (см. График 3) остается вероятным. В такой ситуации к концу **2007** года можно ожидать, что **годовая инфляция поднимется** примерно на **0.4%** и составит **9.0%**. Таким образом, **Рубль** в реальном выражении укрепится примерно на **7.5-8%**, что будет значительно превосходить целевые ориентиры **ЦБ РФ** на 2007 год. Отсюда следует вывод: или за оставшиеся месяцы года **Рубль** девальвируется на **1.0-1.5%**, или **ЦБ** пересмотрит свои ориентиры. Нам представляется, что первый вариант сейчас исключить уже нельзя, да и он абсолютно приемлем для Главного банка страны.

График 3



График 4



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ОТСУТСТВИЕ ПОЗИЦИИ.**

[www.eastcapital.ru](http://www.eastcapital.ru)

**ЕВРО/ДОЛЛАР: 1.377.**

**Темпы роста по тенденции: 10.9% год.**

В середине августа **Евро** значительно упал (в основном, благодаря движению в Евро/Йене), пробив сильный уровень поддержки в районе **1.365**. Это могло вызвать волну Стоп-лоссов, срабатывание которых привело курс к **1.336**. Однако после этого Единая валюта снова начала уверенно расти и уже превысила значения четырехнедельной давности. Все это неплохо вписывается в наш сценарий, в котором развивается растущая волна «3» глобального «бычьего» цикла, начавшегося в декабре 2005 года (см. график 5). Таким образом, не исключено, что через несколько месяцев **Евро** поднимется выше 1.45, то есть, обновит свой исторический максимум (расчетный курс через немецкую марку). Таким образом, сейчас мы рекомендуем иметь длинную позицию.

EUR/USD: ГРАФИК 5



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ПОЗИЦИЯ.**

**ДЛИННАЯ**

## РЫНОК АКЦИЙ.

За прошедшие четыре недели единой тенденции в поведении наиболее ликвидных акций не было. **Лучше рынка** были акции **ГМК Нор.Никель (плюс 7.75%)** и **Сургутнефтегаза (плюс 6.61%)**. **Хуже рынка** - **ВТБ (минус 10.8%)** и **Транснефти (минус 8.52%)**.

**Индекс ММВБ снизился еще на 0.37%, Газпром - на 1.54%**, а соотношение **Лукойл/РАО ЕЭС выросло на 7.58%**. При этом **средненедельный оборот был около 214 млрд. рублей**, что значительно **меньше** предыдущего значения.

График 6

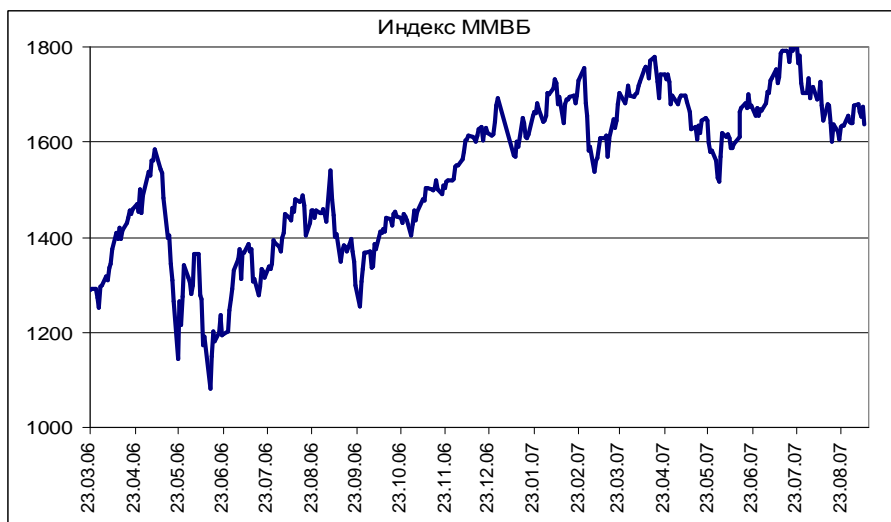


График 7 (Газпром)



За прошедшие четыре недели **Индекс ММВБ** снизился лишь на **0.37%** при амплитуде колебаний в **5%**. Данный результат при росте доходности корпоративных облигаций на **9%** можно назвать очень хорошим. Однако мы считаем, что относительное обесценение прибыли компаний, вызванное ростом доходности облигаций, еще не нашло свое отражение в котировках акций. Таким образом, можно ожидать, что в ближайшие недели цены на акции будут падать. При этом новый «равновесный» диапазон колебаний на ближайшие несколько месяцев можно определить как **1350-1700**. В более долгосрочной перспективе мы не верим в дальнейший значительный рост доходностей облигаций. В такой ситуации фоновый рост нашего фондового рынка должен составлять примерно **14%** в год (**8-9%** из-за инфляционного роста прибылей компаний и **5-6%** из-за роста экономики). Оценивая «справедливое» значение Индекса сейчас в **1500** пунктов, несложно посчитать, что для обновления исторического максимума потребуется около полутора лет. Данный сценарий нам представляется наиболее **вероятным и нейтральным**. В **пессимистическом сценарии** кризис продолжает разрастаться, доходности продолжают расти, а котировки акций значительно снизятся (**Индекс ниже 1350** пунктов). Реализация такого сценария нам представляется не высокой, но вполне вероятной. В **оптимистическом сценарии** доходности облигаций через несколько месяцев возвращаются к докризисным уровням, а **Индекс** к своему историческому максимуму (выше **1810** пунктов). Нам этот вариант представляется наименее вероятным. Тем не менее, мы считаем, что акции **ГМК Нор.Никель** смогут вырасти при любом сценарии.

Некоторые статистические показатели рынка акций

Акция	Доля, %	Изменение, пункты	Цена, руб.	Изменение, %
Газпром	22.3	-3.53	262.0	-1.54
ГМКННик	16.6	1.95	5 588	7.75
РАО ЕЭС	16.0	-9.27	30.92	-9.21
ЛУКОЙЛ	10.3	0.40	1 905	-0.41
Сургифз	9.77	5.56	31.08	6.61
Сбербанк	9.51	3.55	94.2	-1.41
Роснефть	2.58	-0.36	208.9	1.42
ВТБ	2.00	1.17	0.1139	-10.8
Ростел-1ао	1.38	0.63	254.4	4.25
Сбербанк-п	1.24	-0.71	66.53	-6.52
Татифт Зао	1.07	-0.24	124.3	1.50
Полюс	1.02	0.18	1 055	2.43
Сургифз-п	0.86	0.28	15.90	-6.68
РАО ЕЭС-п	0.84	-0.14	27.33	-9.98
МТС-ао	0.75	0.30	262.6	1.74
Транснф ап	0.50	-0.01	40 000	-8.52

**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 0.49%** (**0.08%** четыре недели назад). Данное значение по-прежнему **значительно меньше** наших ожиданий долгосрочных темпов девальвации рубля в **1.5%**, 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 сразу на 67 пунктов** до **7.96%**. При этом **спрэд** между рублевыми и долларовыми облигациями (см. График 8) составил **61 б.п.** Мы считаем, что его «равновесное» значение, ради которого рублевые облигации стоит предпочитать долларovým, должно составлять **около 50-75** пунктов. В такой ситуации значительное снижение доходности наших рублевых облигаций не очень вероятно. Таким образом, в средней части спектра, где находится большинство корпоративных облигаций, наиболее вероятно небольшое изменение доходностей или ее умеренный рост. Что касается дальней части спектра рублевой кривой доходности, то там возможен значительный рост 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.

Индекс СиБондс: ГРАФИК 9

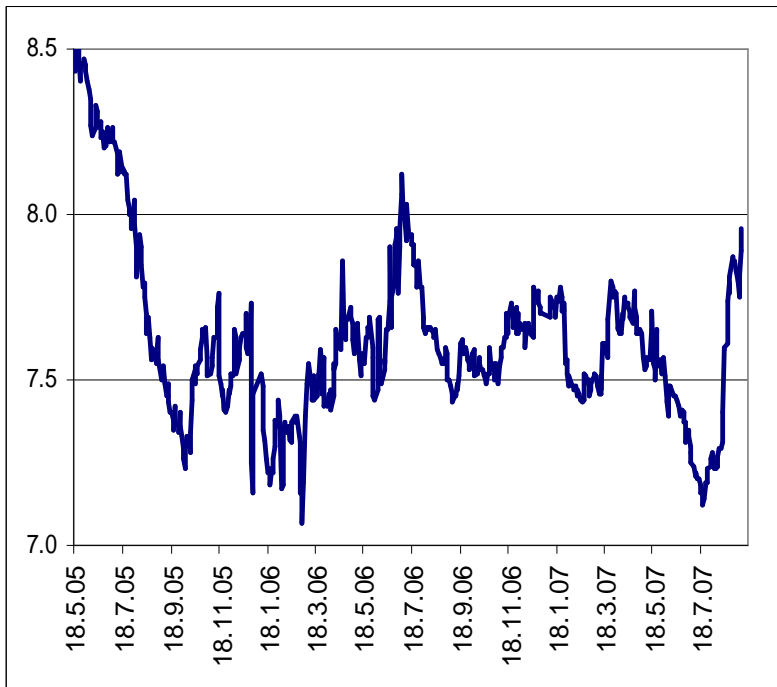
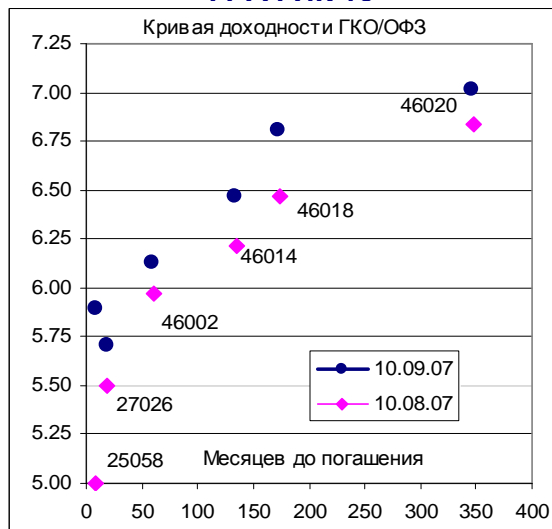


ГРАФИК 10



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

РАО ЕЭС: ГРАФИК 11



ГРАФИК 12: ГК Нор.Никель



ГРАФИК 13: Транснефть



© Ист Кэпитал, 2007г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Кэпитал.

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.

Ист Кэпитал не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Кэпитал может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Кэпитал 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 Ист Кэпитал 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.

Ист Кэпитал может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Кэпитал 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.

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

Тел.: (495) 792-5957 Факс: (495) 792-5119

Email: [info@eastcapital.ru](mailto:info@eastcapital.ru)

#### Департамент аналитических исследований

##### Фетисов Александр

тел.: (495) 792-5957 доб. 2292  
e-mail: [AFetisov@eastcapital.ru](mailto:AFetisov@eastcapital.ru)

##### Лысенко Андрей

тел.: (495) 792-5957 доб. 2298  
e-mail: [ALysenko@eastcapital.ru](mailto:ALysenko@eastcapital.ru)

##### Гладкова Марина

тел: (495) 792-5957 доб. 2249  
e-mail: [MGladkova@eastcapital.ru](mailto:MGladkova@eastcapital.ru)

##### Проценко Александр

тел: (495) 792-5957  
e-mail: [AProtsenko@eastcapital.ru](mailto:AProtsenko@eastcapital.ru)

#### Департамент продаж

##### Head of Equity Sales

**Пермяков Никита**  
тел: (495) 500-8185  
моб. +7 (916) 900-1856  
[NPermyakov@eastcapital.ru](mailto:NPermyakov@eastcapital.ru)

##### Head of Domestic Sales

**Кабанов Максим**  
тел: +7(495) 792-5957 ext. 22-85  
моб: +7(910) 470-6276  
email: [mkabanov@eastcapital.ru](mailto:mkabanov@eastcapital.ru)

##### Equity Sales Manager

**Ашешов Ник**  
Tel.: +7(495) 792-59-57  
email: [NAsheshov@eastcapital.ru](mailto:NAsheshov@eastcapital.ru)

#### Департамент управления активами

##### Дерябин Павел

тел.: (495) 792-5957 доб. 2281  
e-mail: [PDeryabin@eastcapital.ru](mailto:PDeryabin@eastcapital.ru)

#### Департамент брокерского обслуживания

##### Буренин Роман

тел.: (495) 792-5957 доб. 2291  
e-mail: [RBurenin@eastcapital.ru](mailto:RBurenin@eastcapital.ru)

##### Гаврилова Наталья

тел.: (495) 792-5957 доб. 2278  
e-mail: [NGavrilova@eastcapital.ru](mailto:NGavrilova@eastcapital.ru)

#### Представительства в России

##### С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413,  
тел.: +7 (812) 332-5085  
[petersburg@eastcapital.ru](mailto:petersburg@eastcapital.ru)

##### Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254  
[kalininograd@eastcapital.ru](mailto:kalininograd@eastcapital.ru)

##### Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965  
[Stavropol@eastcapital.ru](mailto:Stavropol@eastcapital.ru)

##### Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542  
[Kemerovo@eastcapital.ru](mailto:Kemerovo@eastcapital.ru)

##### Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523  
[lpeck@eastcapital.ru](mailto:lpeck@eastcapital.ru)

##### Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088  
[rostov@eastcapital.ru](mailto:rostov@eastcapital.ru)

##### Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261  
[voronezh@eastcapital.ru](mailto:voronezh@eastcapital.ru)

##### Оренбург

460000, г. Оренбург, ул.Краснознаменная,22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072  
[Orenburg@eastcapital.ru](mailto:Orenburg@eastcapital.ru)

##### Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271  
[ufa@eastcapital.ru](mailto:ufa@eastcapital.ru)

##### Чебоксары

428000, г.Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582  
[cheboksary@eastcapital.ru](mailto:cheboksary@eastcapital.ru)

##### Челябинск

454091 г.Челябинск, ул. Кирова, д.19, оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274  
[chelabinsk@eastcapital.ru](mailto:chelabinsk@eastcapital.ru)

#### Представительства в Центральной Азии

##### Узбекистан

700084, г.Ташкент, ул. Амира Тимура, дом 107 Б, тел.: +998 71 1385767  
факс: +998 71 1385768

##### Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763  
факс: +996 31 2660806