

## ДЕНЕЖНЫЙ и ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

За прошедшие пять недель произошло еще одно достаточно заметное укрепление номинального курса **Рубля**. При этом это случилось в последние дни прошлой недели. Таким образом, наше предположение о плавной девальвации **Рубля**, которая могла бы составить до **1-1.5%** к концу года, не оправдалось. В такой ситуации можно говорить, что Центральный Банк отказался соблюдать свой ориентир по реальному укреплению **Рубля** в этом году. При этом реальное укрепление к Корзине валют может составить около **8-9%**, означая, что реальный курс **Рубля** примерно на **20%** будет превышать уровень конца 1997 года. Мы считаем «опасным» значение в **30%**, которое может быть достигнуто через два года.

### Новости и комментарии

**Золотовалютные резервы (ЗВР)** за пять недель **выросли еще на 5.9 млрд. УЕ** и составили **345.6 млрд. УЕ**. **Годовой прирост ЗВР** (см. график 1) **снизился еще на 5.9 млрд. УЕ** и составил **115.0 млрд. УЕ**.

**Денежная база** за пять недель **выросла еще на 154 млрд. рублей или на 4.48%**. На 6 августа 2007 г. **ДБ составила 3 577.6 млрд. рублей**.

**УЕ: 30.776.**

**Курс УЕ** за пять недель **снизился на 14.9 копейки или на 0.48%**, а с конца 2006 года - **на 0.95% (1.50% для Би-индекса ЦБ)**. Теперь мы считаем, что номинального ослабления Рубля в этом году не будет. Однако профицит торгового баланса из-за реального укрепления **Рубля** быстро сокращается, что может создать все предпосылки к возобновлению заметной девальвации **Рубля** уже года через два.

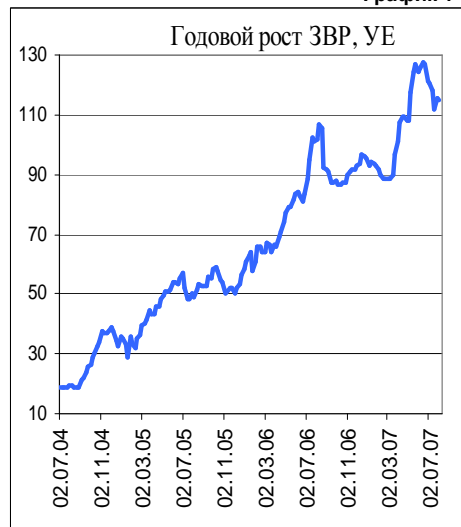
## РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Индикатор	10/08	06/07	Изменение
<b>ЗВР, УЕ</b>	<b>345.6</b>	<b>339.6</b>	<b>5.9</b>
<b>УЕ, РК (1)</b>	<b>10.35</b>	<b>10.08</b>	<b>2.67%</b>
<b>УЕ (Евро 60%)</b>	<b>30.776</b>	<b>30.925</b>	<b>- 0.48%</b>
<b>Би-индекс ЦБ (Евро 45%)</b>	<b>29.365</b>	<b>29.535</b>	<b>- 0.58%</b>
<b>EUR/USD</b>	<b>1.3697</b>	<b>1.3627</b>	<b>0.51%</b>
<b>Инфляция июнь/12 мес.</b>	-	-	<b>0.8/8.7%</b>
<b>Доходность к погашению, 2 года. (27026)</b>	<b>5.50</b>	<b>5.75</b>	<b>- 0.25</b>
<b>Доходность к погашению, 12 лет (46014)</b>	<b>6.21</b>	<b>6.20</b>	<b>0.01</b>
<b>Доходность к погашению, 29 лет (46020)</b>	<b>6.84</b>	<b>6.77</b>	<b>0.07</b>
<b>Доходность к погашению, 3 года (РФ-10)</b>	<b>5.62</b>	<b>5.53</b>	<b>0.09</b>
<b>Доходность к погашению, 21 год (РФ-28)</b>	<b>6.29</b>	<b>6.32</b>	<b>- 0.03</b>
<b>РДО –2010 (2)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.32</b>	<b>- 0.05</b>
<b>Газпром</b>	<b>266.1</b>	<b>274.8</b>	<b>- 3.16%</b>
<b>ЛУКОЙЛ/РАО ЭЭС</b>	<b>56.18</b>	<b>57.33</b>	<b>- 2.01%</b>

(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.

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

График 1



источник: Ист Кэпитал, ЦБ РФ

График 2



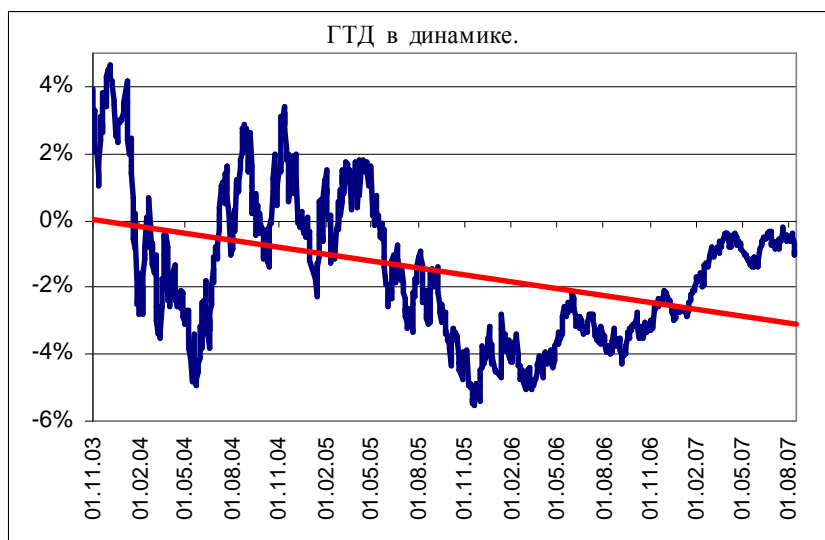
источник: Ист Кэпитал, ЦБ РФ

Теперь поговорим об инфляции. Так, ее **годовые темпы продолжают повышаться: 8.7%** против **минимальных 7.4%** в марте и против **8.5%** месяцем ранее. Таким образом, сценарий 2004-2005 годов, когда **годовые темпы инфляции за год выросли на 4%** (см. График 3) становится все вероятнее. В такой ситуации к концу **2007** года можно ожидать, что **годовая инфляция поднимется** еще примерно на **0.4%** (как и в 2004 рост на **1.7%** к концу года от минимума) и составит **9.1%**. В такой ситуации **Рубль** в реальном выражении укрепится примерно на **8-9%**, что будет значительно превосходить целевые ориентиры **ЦБ РФ** на 2007 год. Отсюда следует вывод: или за оставшиеся месяцы года **Рубль** девальвируется на **1.5-2%**, или **ЦБ** пересмотрит свои ориентиры. Нам представляется, что первый вариант сейчас практически исключен.

График 3



График 4



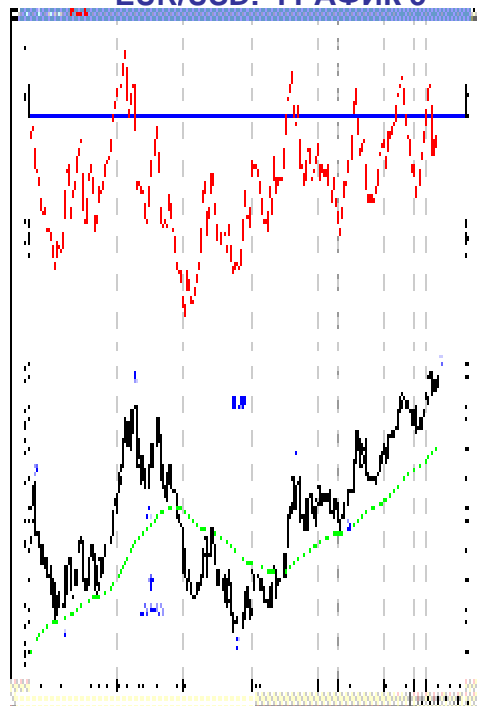
**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ОТСУТСТВИЕ ПОЗИЦИИ.**

**ЕВРО/ДОЛЛАР: 1.3697.**

**Темпы роста по тенденции: 4.8% год.**

Двигаясь в рамках долгосрочного растущего тренда, Евро в конце июля пробил весенний максимум. Однако после этого произошло небольшое снижение. Таким образом, сейчас котировки находятся около сильного уровня поддержки в районе **1.365**. Все это неплохо вписывается в наш сценарий, в котором развивается растущая волна «3» глобального «бычьего» цикла, начавшегося в декабре 2005 года. 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. Однако рекомендуем установить **Стоп-лосс** чуть ниже уровня поддержки, например, около **1.357**.

**EUR/USD: ГРАФИК 5**



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ДЛИННАЯ ПОЗИЦИЯ.**

## РЫНОК АКЦИЙ.

За прошедшие пять недель все наиболее ликвидные акции, кроме **Транснефти (плюс 3.74%), снизились в цене. Хуже рынка** были акции **Полюс Золота (минус 10.2%)** и **ВТБ (минус 9.56%).**

**Индекс ММВБ снизился на 5.22%, РАО ЕЭС - на 5.83%, Газпром - на 3.16%, а соотношение Лукойл/РАО ЕЭС снизилось ещё на 2.01%.** При этом **средненедельный оборот был около 305 млрд. рублей, что больше предыдущего значения.**

График 6

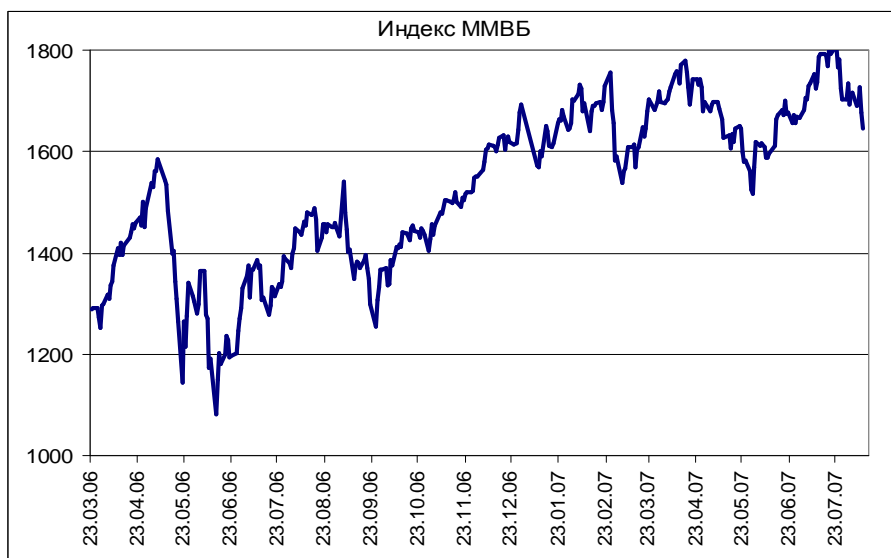
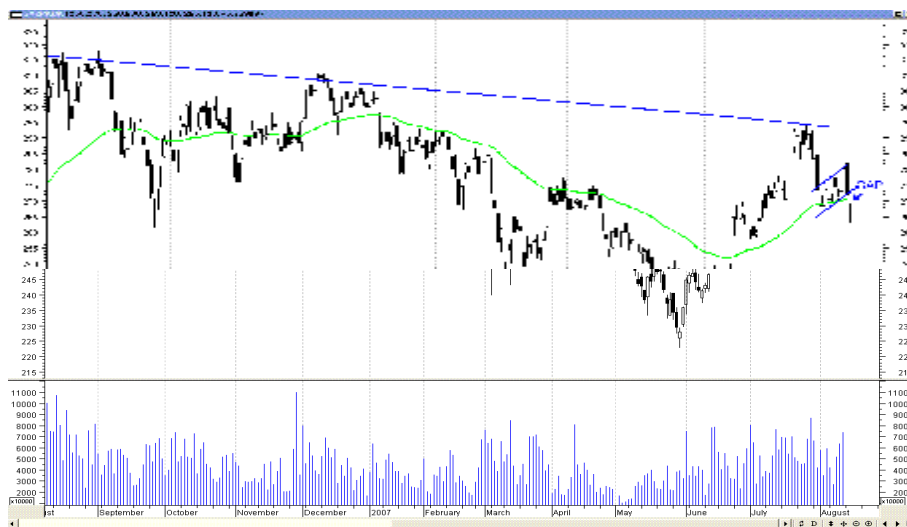


График 7 (Газпром)



За прошедший месяц **Индекс ММВБ** установил новый абсолютный рекорд (**1807** по закрытию), после чего значительно снизился, снова уйдя ниже значения конца прошлого года. Таким образом, продолжается колебание в широком диапазоне **1450-1850** пунктов. Данный диапазон получен из прошлогоднего, с учетом небольших поправок. Действительно, 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). Сейчас значение **Индекса** в районе **1650**, то есть, ровно середина диапазона. Мы считаем, что в ближайшие несколько недель, котировки будут сползать к нижней границе диапазона. Этому будет способствовать традиционная «медвежья» пора начала осени, снижение цен на нефть и нестабильность на мировых фондовых рынках. Однако к концу года котировки акций смогут снова приблизиться к историческим максимумам, чему может способствовать проведение выборов в Государственную думу и публикация результатов деятельности компаний за третий квартал. При этом мы позитивно смотрим на компании, завязанные на внутренний рынок: **МТС** и компании связи, **МосЭнерго**, **Сбербанк**, **Газпром** (поскольку на внутреннем рынке цены на газ будут расти быстрее инфляции), а также **ГМК НорНикель** из-за удивительно высокого отношения прибыли к капитализации. Что касается нефтяных компаний, то их издержки, растущие примерно с темпами инфляции, будут опережать рост доходов, поскольку мы не верим в устойчивость роста цен на нефть темпами порядка **10%** в год.

Некоторые статистические показатели рынка акций

Акция	Доля, %	Изменение, пункты	Цена, руб.	Изменение, %
Газпром	25.8	1.39	266.1	-3.16
РАО ЕЭС	25.3	-3.31	34.05	-5.83
ГМКННик	14.6	-0.39	5 186	-8.37
ЛУКОЙЛ	9.89	1.34	1913	-7.72
Сбербанк	5.96	0.48	95.55	-5.77
Сургнфгз	4.21	0.65	29.15	-4.77
Роснефть	2.94	0.90	206.0	-3.71
Сбербанк-п	1.95	-1.52	71.17	-5.98
Татнефть Зао	1.31	0.57	122.5	-2.71
РАО ЕЭС-п	0.97	-0.31	30.36	-1.87
Полюс Золото	0.84	0.84	1 030	-10.2
ВТБ	0.83	0.83	0.1277	-9.56
Ростел-1ао	0.74	0.03	244.0	-1.60
Сургнфгз-п	0.58	-0.18	17.04	-7.89
Трансф ап	0.51	0.13	43 725	3.74
МТС-ао	0.45	-0.12	258.1	-2.74

**РЕКОМЕНДАЦИЯ: Сокращение доли акций в Портфеле.**

### РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ.

На рынке Федеральных госбумаг доходности **выросли** в дальней части спектра рублевого сегмента. Таким образом, спрэд в доходностях ОФЗ 46014 и РФ-18 (погашение 2018 год) **расширился** и **составил 0.08%** (0.01% пять недель 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 3-х лет (например, 27026), поскольку кривая доходности в этом месте имеет значительный наклон (см. график 10), да и в ближайший год перспективы рубля абсолютно безоблачные, чего не скажешь на 10 и более лет вперед.

График 8



Индекс эффективной доходности СиБондс **вырос на 4 пункта** до 7.29%. При этом спрэд между рублевыми и долларowymi облигациями (см. График 8) составил **27 б.п.** Мы считаем, что его «равновесное» значение, ради которого рублевые облигации стоит предпочитать долларowym, должно составлять **около 25-50** пунктов. В такой ситуации снижение доходности наших облигаций может произойти только при снижении доходности американских или европейских облигаций, что представляется не очень вероятным. Таким образом, в средней части спектра, где находится большинство корпоративных облигаций, наиболее вероятно небольшое изменение доходностей. 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.

Индекс СиБондс: ГРАФИК 9

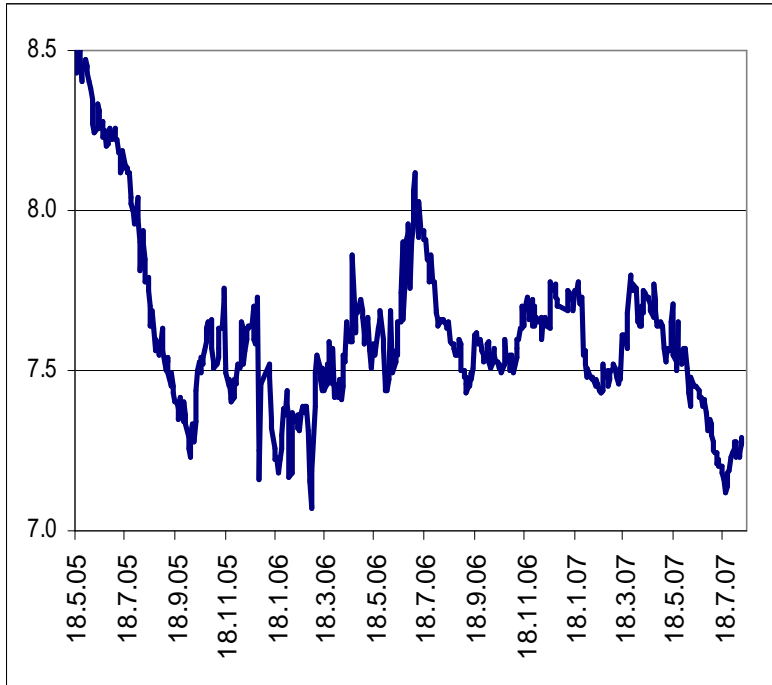
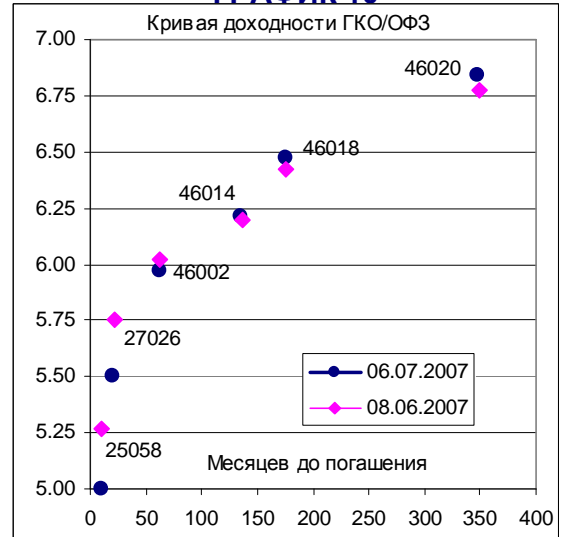
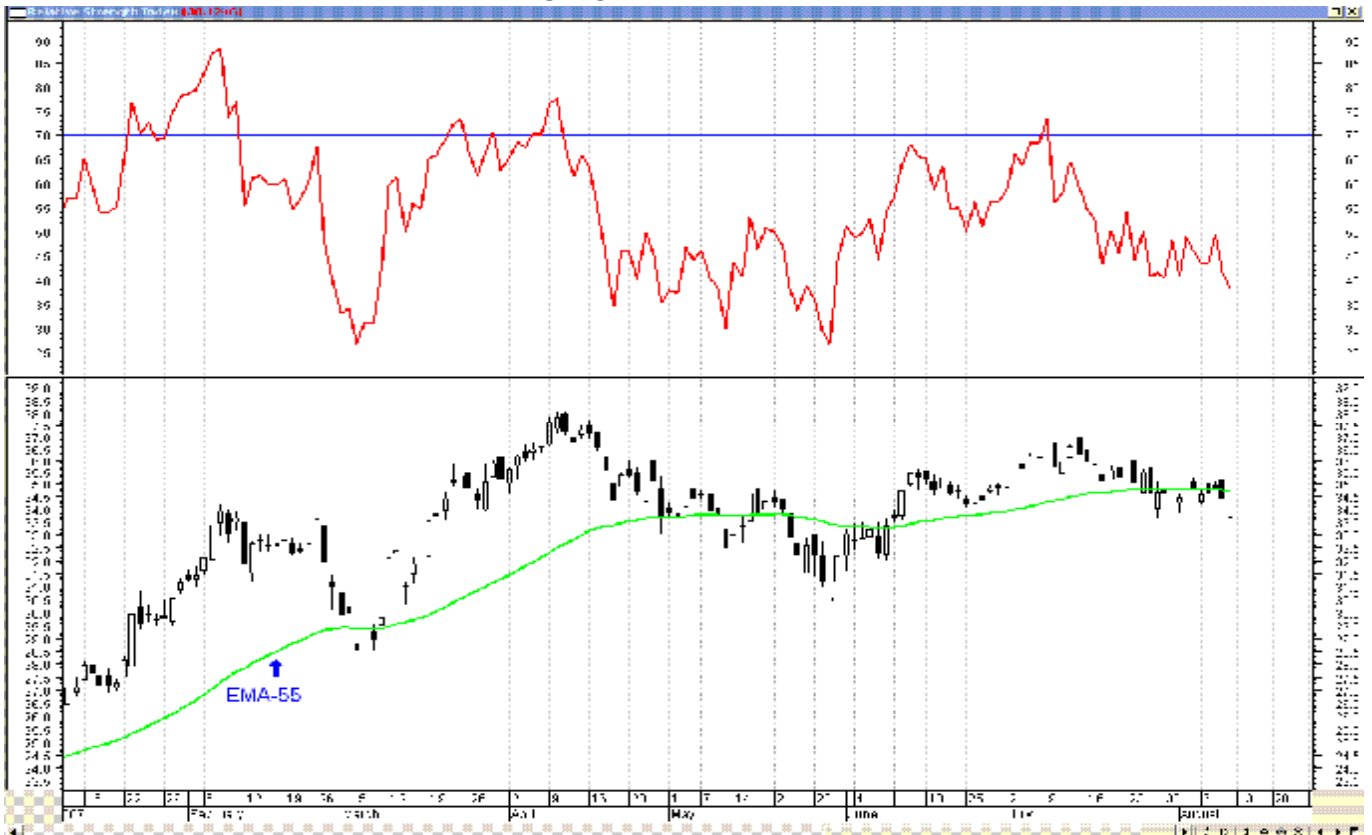


ГРАФИК 10

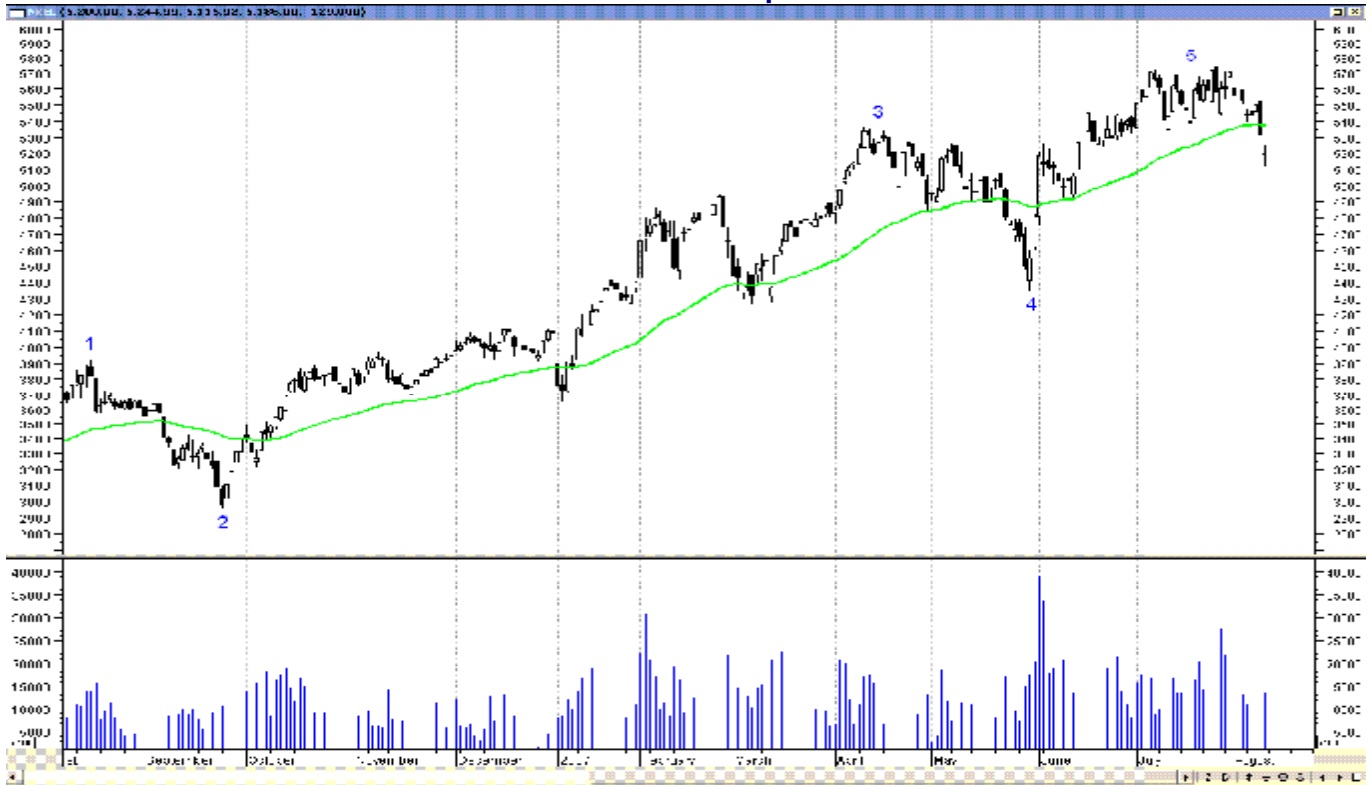


**РЕКОМЕНДАЦИЯ:** 70-80% облигаций 1-го, 2-го эшелона, 20-30% облигаций третьего эшелона, например: Аркада, ОГО, НижнеЛенское-2, СУВАР-Казань, Моссельпром, Метар-Финанс, Томск-Инвест.

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.Труда,84 оф.315, 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