

**Месячный обзор**
**ДЕНЕЖНЫЙ и ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК**

За прошедшие два месяца особо интересных событий на внутреннем валютном рынке опять не происходило. Так, волатильность рынка остается минимальной, всего **0.32%** за рассматриваемый период (см. график 2). При этом реальное укрепление **Рубля** к **УЕ** за 2007 год составило около **9%** (инфляция Корзины **3.5%**, инфляция в России – **11.9%**, падение **УЕ** – **0.7%**). Скорее всего, в 2008 году данное значение будет чуть меньше, порядка **7.5%**, (из-за небольшого снижения Инфляции в России и, предположительно, стабильного курса **УЕ**). В такой ситуации мы продолжаем считать, что реальное укрепление **Рубля** продлится еще два года, после чего начнется его падение.

**Новости и комментарии**

**Золотовалютные резервы (ЗВР)** за два месяца **выросли еще на 17.6 млрд. УЕ** и составили **379.5 млрд. УЕ**. **Годовой прирост ЗВР** (см. график 1) **снизился на 1.5 млрд. УЕ** и составил **121.3 млрд. УЕ**.

**Денежная база** за два месяца **выросла еще на 311 млрд. рублей или на 8.31%**. На 14 января 2008 г. **ДБ составила 4 054.4 млрд. рублей**.

**УЕ: 30.799.**

**Курс УЕ** за два месяца **вырос на 1.2 копейки или на 0.04%**, при этом пока традиционного постновогоднего укрепления Рубля мы не увидели. Тем не менее, если вспомнить прошлый год, то там номинальное укрепление нашей валюты было в начале февраля. Мы считаем, что такой вариант событий не исключен и на этот раз. Правда, в моменты мировой нестабильности Рубль будет немного припадать, как это было в самом начале «ипотечного» кризиса.

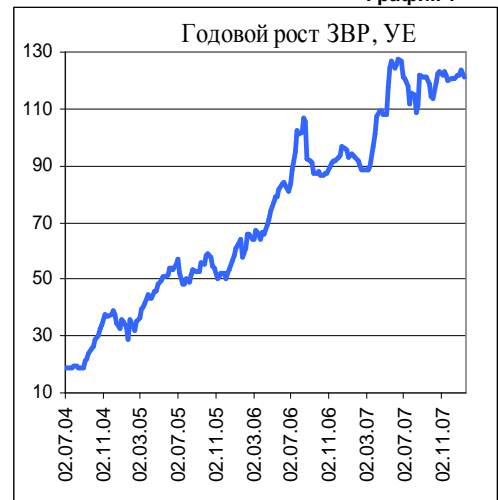
**РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

Индикатор	21/01	16/11	Изменение
<b>ЗВР, УЕ</b>	<b>379.5</b>	<b>361.9</b>	<b>17.6</b>
<b>УЕ, РК (1)</b>	<b>10.68</b>	<b>10.34</b>	<b>3.29%</b>
<b>УЕ (Евро 60%, Доллар 40%)</b>	<b>30.799</b>	<b>30.787</b>	<b>0.04%</b>
<b>Би-индекс ЦБ (Евро 45%)</b>	<b>29.089</b>	<b>29.083</b>	<b>0.02%</b>
<b>EUR/USD</b>	<b>1.461</b>	<b>1.464</b>	<b>- 0.20%</b>
<b>Инфляция декабрь/12 мес.</b>	-	-	<b>1.2/11.9%</b>
<b>Доходность к погашению, 0.5 года. (25058)</b>	<b>4.69</b>	<b>6.03</b>	<b>- 1.34</b>
<b>Доходность к погашению, 12 лет (46014)</b>	<b>6.24</b>	<b>6.26</b>	<b>- 0.02</b>
<b>Доходность к погашению, 29 лет (46020)</b>	<b>6.81</b>	<b>6.79</b>	<b>0.02</b>
<b>Доходность к погашению, 2.5 года (РФ-10)</b>	<b>4.47</b>	<b>5.12</b>	<b>- 0.65</b>
<b>Доходность к погашению, 21 год (РФ-28)</b>	<b>5.80</b>	<b>6.01</b>	<b>- 0.21</b>
<b>РДО –2010 (2)</b>	<b>1.33</b>	<b>0.93</b>	<b>0.40</b>
<b>Газпром</b>	<b>303.8</b>	<b>313.2</b>	<b>- 3.00%</b>
<b>ЛУКОЙЛ/Газпром</b>	<b>5.565</b>	<b>6.758</b>	<b>- 16.3%</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.eastkom.ru](http://www.eastkom.ru)

График 1



источник: Ист Коммерц, ЦБ РФ

График 2



источник: Ист Коммерц, ЦБ РФ



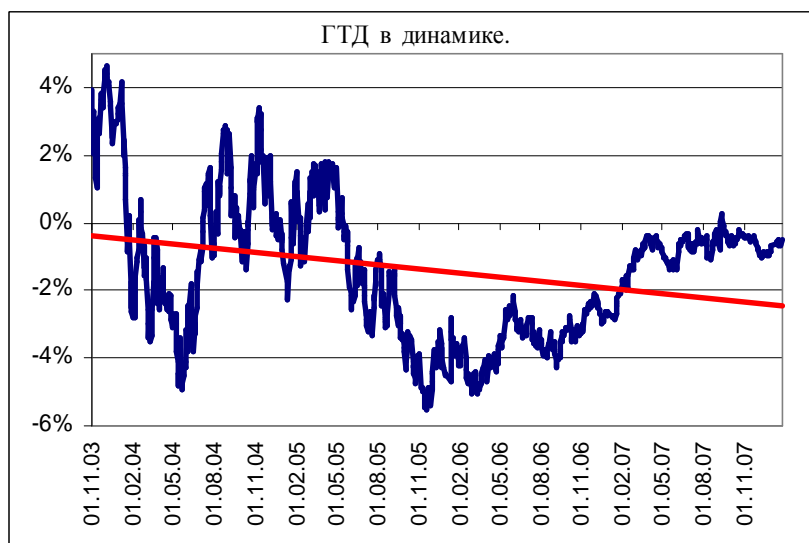
Месячный обзор

Теперь поговорим об инфляции. Так, ее **годовые темпы продолжают быстро расти: 11.9%** против **10.8%** двумя месяцами ранее и 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 должен прийти на начало года. Что касается предположения на 2008 год, то мы ожидаем, что годовая инфляция будет не ниже **9.5%**. 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



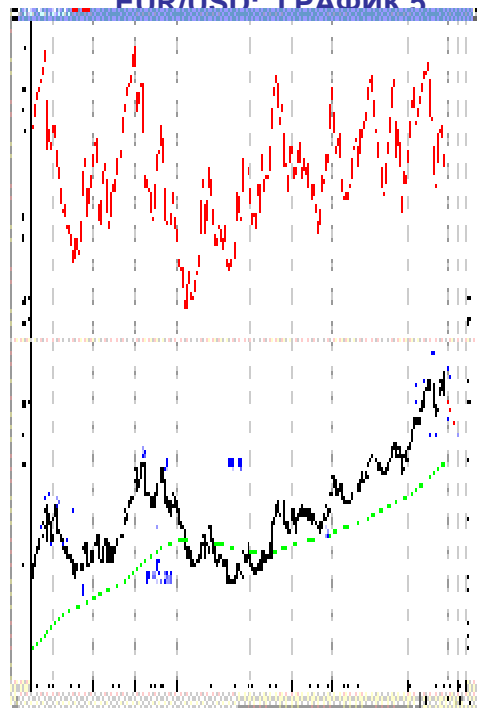
**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ОТСУТСТВИЕ ПОЗИЦИИ.**

**ЕВРО/ДОЛЛАР: 1.461.**

**Темпы роста по тенденции: 3.2% год.**

23 ноября Евро поднялся до 1.496 и, тем самым, установил **новый исторический максимум (минимум 1.307 в Доллар/Марка)**. После этого последовала значительная коррекция и второй слабый вверх в середине Января. Скорее всего, 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.

EUR/USD: ГРАФИК 5



**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ЛИКВИДАЦИЯ ДЛИННОЙ ПОЗИЦИИ.**



Месячный обзор

**РЫНОК АКЦИЙ.**

За прошедшие два месяца почти все наиболее ликвидные акции, за исключением **Полюс Золото (плюс 13.5%)** и **Газпромнефть (плюс 3.75%)** **снизились в цене.** **Хуже рынка** были акции **ГМК НорНикель (минус 22.2%)** и **Лукойла (минус 18.8%).**

**Индекс ММВБ снизился на 9.71%, Газпром - на 3.00%,** а соотношение **Лукойл/Газпром - на 16.3%.** При этом падение последних дней идет при очень высоком объеме торгов, что может говорить о скорой смене тенденции.

График 6

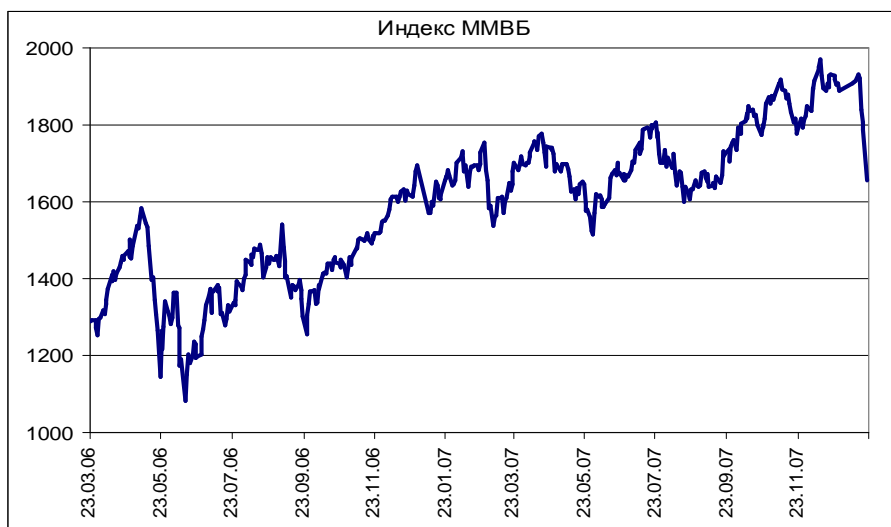
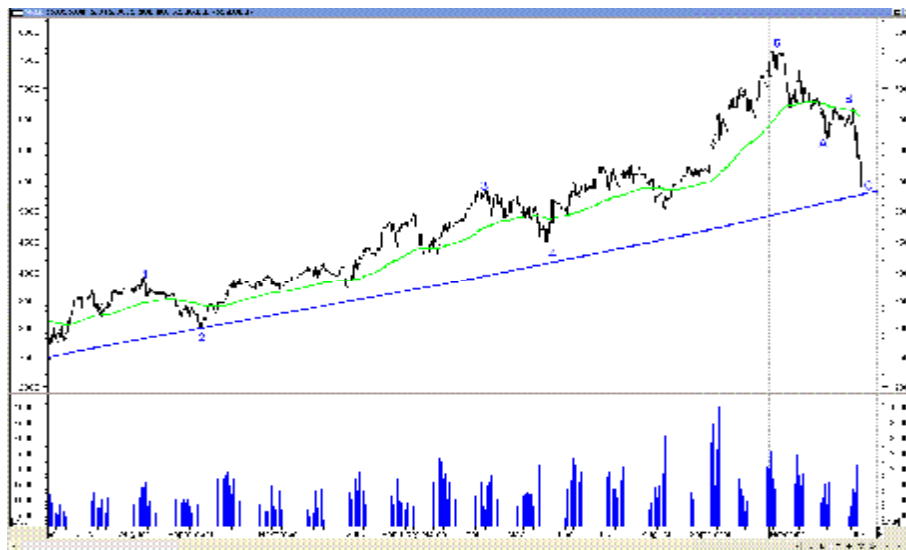


График 7 (ГМК НорНикель)



За прошедшие два месяца **Индекс ММВБ** сначала становил **новый исторический максимум – 1969 пунктов**, после чего в середине января испытал значительное падение. Как результат, **снижение** за рассматриваемый период **на 9.71%**. При этом стоит отметить, что такой результат получен при сочетании как положительных факторов: рост цен на нефть; так и отрицательных: рост доходности облигаций. 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 прибыли компаний. Тем не менее, мы считаем, что такой сценарий пока не очень вероятен. При этом в долгосрочной перспективе фоновый рост нашего фондового рынка должен составлять примерно **16%** в год (**10%** из-за инфляционного роста прибыли компаний и **6%** из-за роста экономики). Таким образом, мы рекомендуем искать момент для существенного увеличения доли акций в Портфеле. Особое внимание мы бы обратили на акции **ГМК НорНикель**, которые не только заканчивают полный рыночный цикл (1-2-3-4-5-A-B-C), начатый в июне 2006 года, но и практически уже лежат на долгосрочном растущем тренде (см. график 7). Таким образом, стоит искать момент для покупки.


**Месячный обзор**

Некоторые статистические показатели рынка акций

Акция	Цена, руб.	Изменение, %	Рекомендация
Газпром	303.8	-3.00	По рынку
ГМКННик	5 386	-22.2	Лучше рынка
ЛУКОЙЛ	1 718	-18.8	Лучше рынка
РАО ЕЭС	28.4	-5.65	Хуже рынка
Сбербанк	91.25	-11.9	По рынку
Роснефть	194.7	-11.1	Хуже рынка
Сургнфгз	25.2	-15.2	Лучше рынка
ВТБ	0.1047	-7.18	Лучше рынка
Сургнфгз-п	13.58	-14.8	Лучше рынка
Татнфт Зао	130.3	-8.05	Хуже рынка
Сбербанк-п	60.35	-16.5	По рынку
Полюс Золото	1 233	13.5	Лучше рынка
Транснф ап	43 500	-8.52	Лучше рынка
МТС-ао	314.3	-10.9	Хуже рынка
Ростел-1ао	274.8	13.5	Хуже рынка
Газпромнефть	130.9	3.75	Хуже рынка

**РЕКОМЕНДАЦИЯ: Увеличение доли акций в Портфеле.**
**РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ.**

На рынке Федеральных госбумаг **снизились** доходности в долларом сегменте. Таким образом, **спрэд** в доходностях **ОФЗ 46014** и **РФ-18** (погашение 2018 год) **расширился** и **составил 0.83%** (**0.46%** два месяца 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 по-прежнему хорошие, чего не скажешь на 10 и более лет вперед.

**График 8**


Индекс эффективной доходности **СиБондс** **вырос на 27 пунктов** до **8.12%**. При этом **спрэд** между рублевыми и долларовыми облигациями (см. График 8) составил **133 б.п.** Мы считаем, что его «равновесное» значение, ради которого рублевые облигации стоит предпочитать долларовым, должно составлять **около 75** 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 возможен значительный рост доходностей, поскольку реальное укрепление рубля закончится в ближайшие годы, но почти наверняка, что инфляция снизится до 3-4%. Тогда Рубль может начать устойчиво девальвироваться, что вызовет расширение спреда доходности рублевых и валютных активов значительно расширится за счет роста доходности рублевых бондов.



Месячный обзор

Индекс СиБондс: ГРАФИК 9

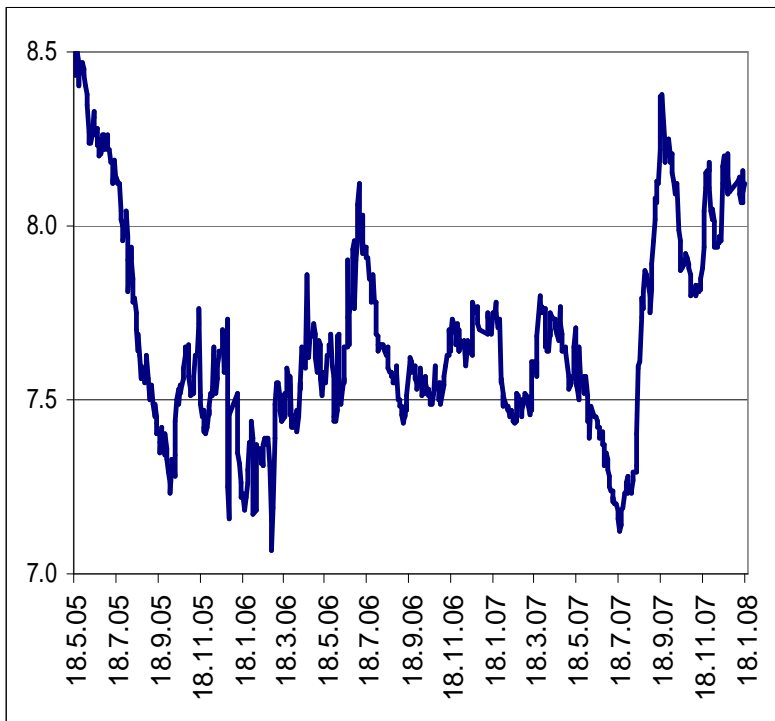
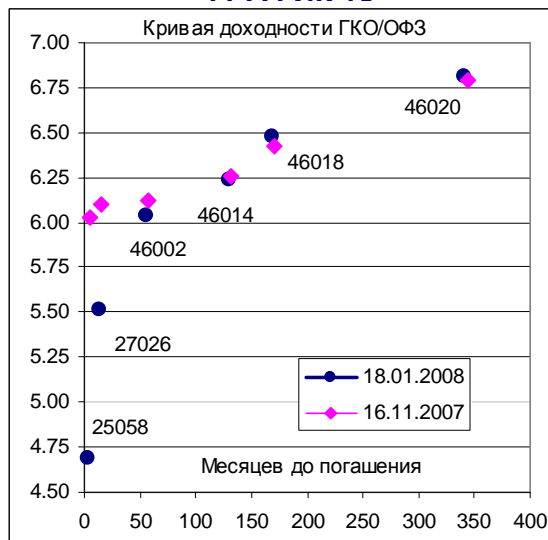
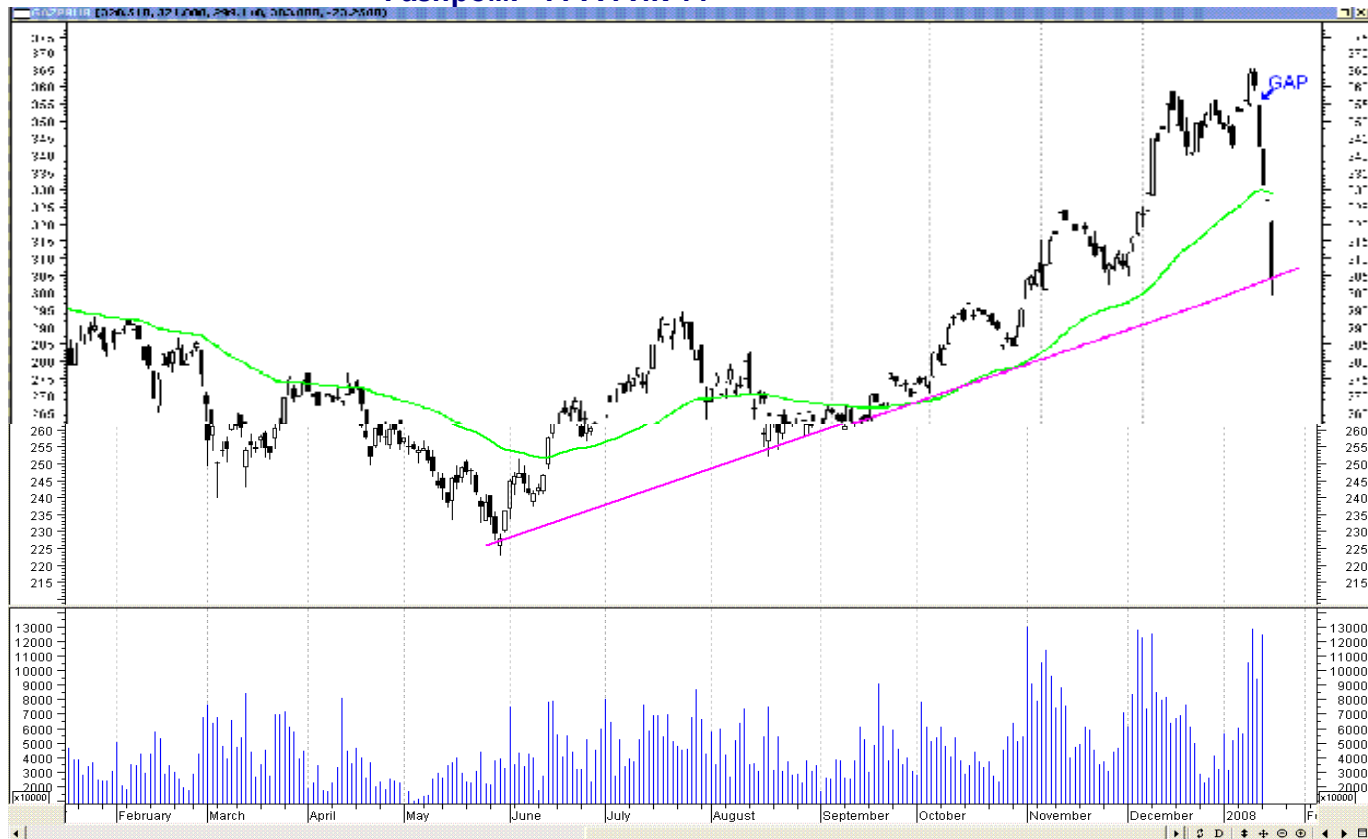


ГРАФИК 10



**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.

Газпром: ГРАФИК 11

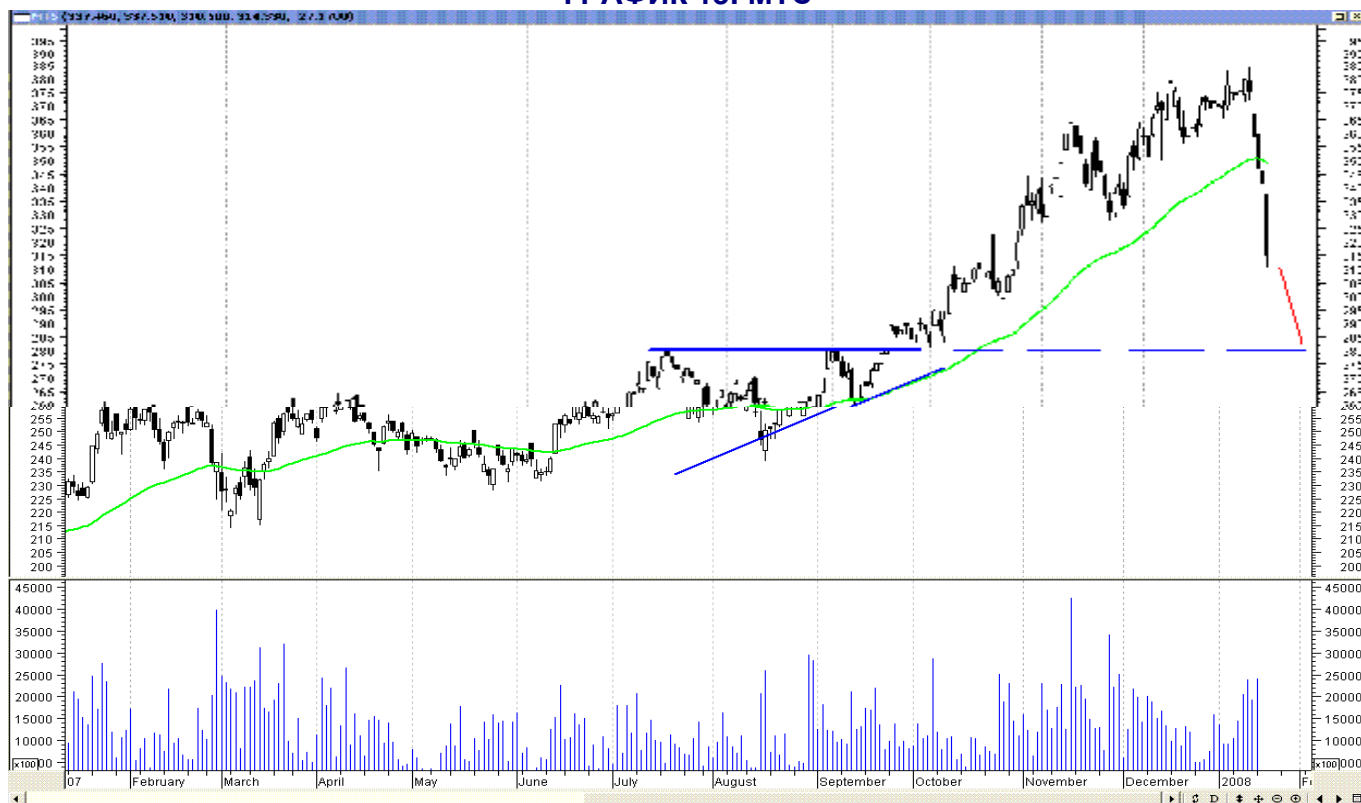


Месячный обзор

ГРАФИК 12: Лукойл



ГРАФИК 13: МТС



## Месячный обзор

© 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@eastkom.ru](mailto:info@eastkom.ru)

### Департамент аналитических исследований

#### Фетисов Александр

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

#### Лысенко Андрей

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

#### Гладкова Марина

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

#### Проценко Александр

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

### Департамент продаж

#### Head of Equity Sales

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

#### Equity Sales Manager

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

### Департамент управления активами

#### Дерябин Павел

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

### Департамент брокерского обслуживания

#### Буренин Роман

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

#### Гаврилова Наталья

тел.: (495) 792-5957 доб. 2278  
e-mail: [NGavrilova@eastkom.ru](mailto:NGavrilova@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. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254  
[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  
[lpeck@eastkom.ru](mailto:lpeck@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, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582  
[cheboksary@eastkom.ru](mailto:cheboksary@eastkom.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