

Dirty Float In A Clean Corridor

Wikipedia: Dirty float: управляемый плавающий валютный режим – это современная форма финансовой системы, при которой обменные курсы колеблются день ото дня, но центральные банки пытаются влиять на курсы национальных валют через покупки и продажи валюты на рынке. Такой режим также известен как “dirty float”. Во все более тесно интегрированной мировой экономике курсы валют влияют на ту или иную экономику через торговый баланс (во многих случаях не только через него – МДМ). По этой причине почти все валюты так или иначе управляются национальными центральными банками или правительствами, которые используют валютные интервенции для регулирования курса (наш перевод с английского).

Свежий обзор валютного рынка forex от Bank of New York Mellon называется «Валютные войны» («Currency wars») и рассматривает возможности интервенций на рынке GBP, JPY и CHF.

Наш обзор от 12.01 назывался «Гонка девальваций» и был посвящен предположению, что «групповая» девальвация валют в сегодняшнем мире, где падает глобальный спрос, не оправдает тех радужных надежд, которые многие на нее возлагают.

Другой оборот со словом dirty: «do the dirty on somebody»: соблазнить кого-л. и бросить. (Искренне надеемся, что ЦБ не воспримет эту игру слов как руководство к действию ☺)

То, что сейчас произошло в РФ – это довольно широкий шаг в сторону dirty float, т.к. коридор допустимых – по версии ЦБ – колебаний курса бивалютная корзина/RUB действительно очень широк. Правда, не 20, но 15 руб. от минимума до максимума: 41 руб. за корзину – это, как известно, верхняя граница, а 26 руб., как оказалось, – нижняя; с некоторой небольшой асимметрией в верхнюю сторону (будь расширение симметричным, нижняя граница находилась бы как раз около 21 руб.). При этом ЦБ фактически признал, что 26 руб. – это не более, чем индикатив, поскольку цена нефти для оправдания такой цифры должна быть 120-140 долл. за барр., что можно смело отложить до наступления времен высокой мировой инфляции, для чего сначала нужно еще побороть дефляцию и преодолеть рецессию хотя бы в начальной стадии.

Ну что ж, так или иначе, наконец-то ЦБ решился вырваться из заколдованного круга «плавной девальвации». Рассуждая о возможности остановить эту самую плавную девальвацию, губительную для ЗВ резервов, мы не раз говорили о двух “крайних” сценариях выхода из сложившейся ситуации: пресловутом dirty float, полурыночном - полурегулируемом обменном курсе рубля к бивалютной корзине, или, в совсем уж «экстремальном» случае, – о реализации режима dirty float при одновременной отвязке рубля от корзины и мягком контроле курса USD/RUB со стороны ЦБ через нерегулярные интервенции на рынке.

Второй возможный сценарий, по нашему разумению, был таков: сохранение ограниченного коридора колебаний, но на фоне жесткого, отчасти демонстративного сжатия ликвидности в стиле В.Геращенко, только на более длительный срок, и, тем самым, насильственное выдавливание игроков из доллара.

ЦБ на практике занял промежуточную позицию с заметным, впрочем, креном в сторону первого сценария (dirty float): сильное расширение коридора колебаний рубля к корзине, причем с довольно большим запасом для движения вверх (более двух рублей), и, одновременно, известное ограничение рублевой ликвидности - через уменьшение лимитов беззалоговых аукционов (на будущую неделю это ограничение почти равно потребности в рефинансировании прежних займов такого типа) и конверсионных свопов с ЦБ.

Заявление о введении в действие нашей версии dirty float пришло в удачный для этого момент, когда ликвидность рынка и так весьма пострадала из-за нехватки рублей, а также переизбытка длинных позиций в валюте, причем в период уплаты налогов. В этот драматичный момент казавшаяся бездонной «плавная девальвация» получила некий конечный ориентир, свой возможный – или, по крайней мере, желательный – предел. Да, С.Игнатьев подтвердил, что границы коридора для этого «грязного плавания» могут быть пересмотрены в случае изменения ситуации.

Все уровни, как дал понять ЦБ, привязаны к цене нефти: 26 руб. – для 120-140, 37 руб., видимо, – для 41 долл. за барр. Что ж, что касается «равновесного» курса рубля с точки зрения платежного баланса – не спрашивайте нас, почему именно этот курс объявлен ЦБ таковым, т.к. мы почти ничего не знаем об их модели расчета этого равновесия. Возможно, ЦБ просто решил, что нынешнее состояние рынка – нехватка рублей для дальнейших спекуляций и возможная стабилизация цены нефти на своем дне – как раз и означает искомое равновесие. В пользу этого говорит и тот факт, что, как мы показывали в нашем обзоре от 14.01, худшее с платежным балансом РФ, возможно, уже произошло – разлитое горючее (в виде раздутых позиций в рубле, созданных в период массированного притока капитала) в основном выгорело.

Когда о пределе плавной девальвации было только-только объявлено, ожидания были однозначными: в ближайшее время введение ориентировочного лимита для ослабления рубля, вероятно, может вызвать некоторую коррекцию российской валюты вверх, хотя в целом фундаментальные факторы по-прежнему играют скорее против нее. Однако рынок, взвесив все «за» и «против», проявил большую осторожность. Сделать первый шаг непросто, поскольку всем очевидны слабости российской экономики на сегодняшний день, и хотелось бы еще посмотреть, что будет делать ЦБ, который в процессе движения к dirty float может осуществлять интервенции в любой момент внутри своего широкого коридора. Крайняя нестабильность на денежном рынке также не способствует решительности участников торгов.

Что будет, если ЦБ все же остановит девальвацию? Шансы на это есть, и они, как мы отметили, основаны и на официальном объявлении физического ориентира для верхней границы курса корзины, и на зажиме ликвидности. В случае завершения девальвации, однако, рассчитывать на укрепление рубля сложно. Скорее это могли бы быть колебания, как сказал ранее А.Улюкаев. Рублевые ставки, в которые была заложена очень большая девальвация, могли бы снизиться, однако очевидно, что это было бы падение лишь с экстремальных значений до несколько более адекватных. Нестабильная ликвидность, высокая стоимость фондирования, движение реальной экономики в сторону рецессии с подобающе высоким риском дефолтов, весьма значительная (особенно в контексте нынешней глобальной рецессии) инфляция, напоминающая об угрозе стагфляции, парализованный рынок акций, закрытые международные рынки капитала, невысокое доверие потребителей – все это заставляет и далее с осторожностью относиться к динамике национальной валюты. Наконец, бегство от рисков не только оказывает поддержку доллару на фогех, но и ограничивает перспективность рублевых инвестиций в РФ с точки зрения risk/reward всего лишь несколькими именами, которые вы все знаете.

Характеристики обменного курса рубля

22.01.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач. года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	32.7991	+0.48	+13.1	+16.0	+21.8
USD ETC Tod	32.7291	+0.09			
USD ETC Tom	32.7322	+0.01			
EURO TOD	42.6426	+1.18	+6.69	+7.3	+23.1
RIBER bid	32.7802	+0.18	13.08	15.98	21.68
ask	32.7863				
Своп TodTom, пипс	652	USD/EUR кросс-курс			
0.45 EUR + 0.55 USD	37.1902	+0.65	+9.7	+11.2	+22.4

Объем торгов ММВБ

22.01.09	Тек. оборот, млн. вал. ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,944.9	+4.0	2,674	1,835
USD ETC Tom	4,006.0	-52.2	6,622	5,493
ММВБ долл., всего	5,950.9	-42.0	9,295	7,328
EURO TOD	165.8	-30.3	154	78

Курсы мировых валют

	22.01.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-), %		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2967	1.2867	+0.77	-7.51	+0.86
USD/JPY	89.0	88.030	-1.14	+1.13	+9.37
GBP/USD	1.3870	1.3734	+0.98	-6.86	-17.17
CHF/USD	0.8665	0.8651	+0.16	-5.76	+0.66

Индикаторы рублевой ликвидности

	22.01.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср. за 30 дн.	Ср. за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	449.7	10.3		648	604
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	92.6	-11.7		333	293
MosPRIME o/n	23.00		+250	11.58	10.27
MosPRIME 1m	28.50		+50	21.18	19.77
MosPRIME 3m	29.17		+67	22.88	21.08

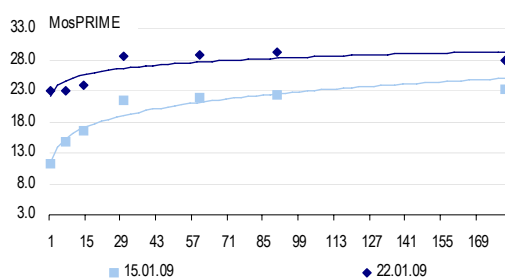
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 22.01.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	34.4161	16,569	61.0	34.7532	19,940	67.0	-600
1 мес.	34.2168	14,576	53.8	34.5885	18,293	61.1	-730
3 мес.	35.9310	31,718	40.0	36.4743	37,151	44.4	-440
6 мес.	36.9835	42,243	27.3	38.1402	53,810	33.2	-590

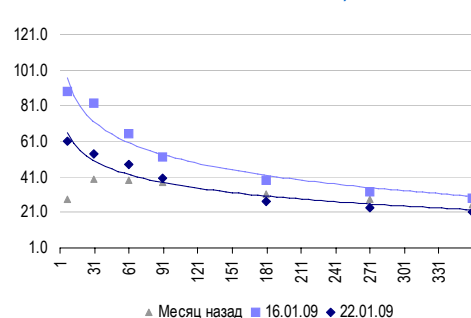
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 22.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 22.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.746	0.728	1.8	0.75	0.72	3
3 года	1.106	1.070	3.6	1.11	1.07	4
5 лет	1.619	1.479	14.0	1.62	1.48	14
10 лет	2.606	2.338	26.8	2.61	2.34	27

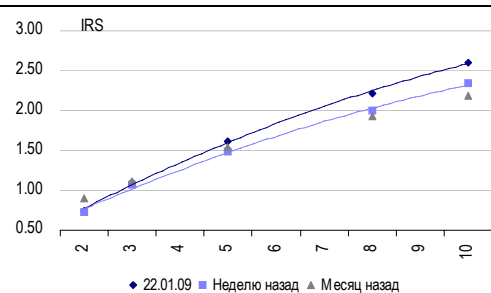
Кривая ставок MosPRIME



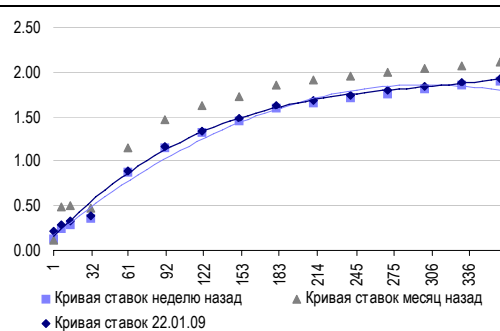
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



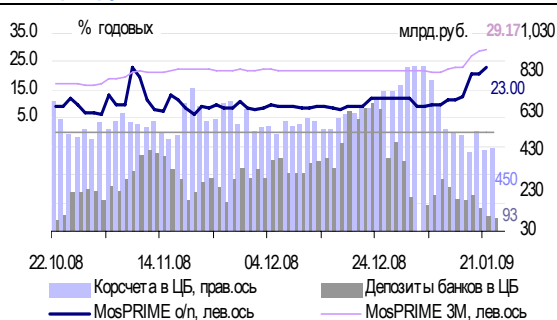
Кривая IRS USD



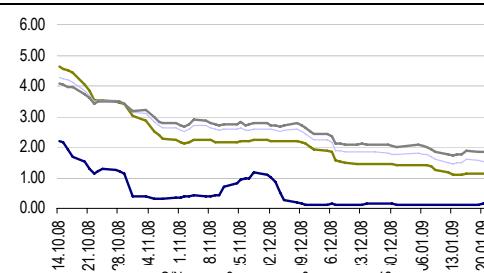
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указанс		Понедельник, 12 января		Вторник, 13 января		Среда, 14 января		Чет верг, 15 января		Пятница, 16 января	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ставка объем	9.21 161,220.9	209,865.4	9.22 267,888.8	161,261.6	9.24 217,047.6	267,956.5	9.25 247,661.5	217,102.6	9.24 347,330.4	247,724.2
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ставка объем	9.59 159,898.5	110,998.3	9.58 6,395.1	159,940.6	9.51 60,573.4	6,396.7	9.51 48,156.5	60,589.1	9.53 99,677.3	48,169.0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ставка объем погашение			9.67 102,575.3 20.01.09							
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв.ставка							12.02.09 7.93			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв.ставка							15.04.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка от сеч. объем спроса размещено	08.07.09 350,000 13.32 13.25 64,605 64,605		18.02.09 150,000 12.96 12.75 128,862 128,862			38,083				
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка от сеч. объем спроса размещено						10,000				
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 10,000 9.27 426 321			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв.ставка дата погашения ср.взв.ставка дата погашения ср.взв.ставка			13.01.10 12.02 15.07.09 11.73 15.04.09 10.76							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа										
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+75,000		+81,300		-43,100		-59,700		-1,600	
Итого. прямое репо *	объем	321,119.5	320,863.6	274,283.9	321,202.2	277,621.0	274,353.2	295,817.9	277,691.7	447,007.7	295,893.3

объемы даны в млн.руб., если не указанс		Понедельник, 19 января		Вторник, 20 января		Среда, 21 января		Чет верг, 22 января		Пятница, 23 января	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ставка объем	9.24 395,610.5	347,594.2	9.21 501,124.1	395,710.6	9.20 558,856.1	501,250.5	9.20 593,545.0	558,997.0		593,694.6
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ставка объем	9.62 46,821.4	99,755.4	9.52 34,214.6	46,833.8	9.54 51,610.5	34,223.6	9.57 32,791.7	51,624.0		32,800.3
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ставка объем погашение			9.72 129,391.2 27.01.09	102,765.5						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв.ставка							19.02.09 7.95			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв.ставка							22.04.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка от сеч. объем спроса размещено	22.04.09 30,000 13.60 13.41 95,721 22,712		25.02.09 50,000 14.45 14.01 191,324 40,245			28,849				
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка от сеч. объем спроса размещено						9,000				
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 5,000 не сост.			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв.ставка			22.04.09 10.72							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем					ОФЗ 25064 7000 1798.366					
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем			ДС (за декабр							
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	-87,300		112100		- 101,800		10,300		2,900	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	18,200		-65,600		- 36,800		-11,700		5,300	
Итого. прямое репо *	объем	+442,432		+535,339		+610,467		+626,337			



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
 Котельническая наб., 33/1
 Москва, Россия 115172
 Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кашеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.