

Аналитик: Николай Кащеев, e-mail: kni@mdmbank.com

USD/RUB, EUR/USD, EUR/USD...

Не так давно снижение доллара к евро на рынке Forex отчасти камуфлировало desperate smooth RUB depreciation, которое проводит ЦБ РФ, попутно теряя десятки миллиардов долларов из своих резервов. Сколько еще этих миллиардов придется потерять, чтобы понять, что чем дальше, тем меньше шансов у такой стратегии хоть на какой-то осмысленный успех? Реальная перспектива – оказаться с опустошенными на 2/3 резервами перед лицом не контролируемой более девальвации (или свободного плавающего курса, что в текущих условиях – ровно то же самое). При этом сжатие импорта за счет, извините за прямоту, эрозии благосостояния граждан и платежеспособного спроса, а также исполнение бюджета путем сбора более высоких в рублевом выражении налогов от экспорта (т.е., по сути, за счет чистого инфляционного эффекта) как-то не очень красиво воспринимаются в качестве желанных макроэкономических целей, ведущих к оздоровлению экономики. Особенно в тот момент, когда все более очевидно, что путь выхода из глобального кризиса – это увеличение сбережений в странах избыточного потребления при одновременном повышении внутреннего потребления в странах избыточного производства. Причем уникальная позиция России на этой шкале – нечто между теми и другими – дополняется сегодня и следующим уникальным феноменом: т.н. «равновесный курс USD/RUB» просто в принципе не может установиться потому, что денежная база постоянно расширяется монетарными властями (они бесперебойно снабжают банковскую систему рублевой ликвидностью) на фоне бесконечной девальвации рубля. Точнее, в этой ситуации «равновесный» курс может быть, теоретически, достигнут в момент полного исчерпания международных резервов!

Из знаменитой «несовместной триады» факторов, одновременное действие которых превращает девальвацию в бесконечный процесс (отсутствие капитального контроля, наличие самостоятельной процентной политики и стремление сохранить контролируемый обменный курс), на повестке дня остаются лишь два последних – либо зажать ликвидность, либо уж девальвировать до конца без всяких дальнейших интервенций. Иными словами, либо пожертвовать значительной частью банковской системы и неплатежеспособными хозяйствующими субъектами, либо остатками доверия к национальной валюте и, возможно, некоторыми компаниями, отягощенными внешними обязательствами. Этот малопривлекательный выбор все настойчивее с каждым днем – и каждым десятком миллиардов долларов, потраченных впустую из резервов. О долгосрочных макроэкономических последствиях умолчим: когда выбор почти невозможен (обе альтернативы хуже), любой негативный эффект легко списать на форс-мажор.

Однако перейдем к евро/доллару. Абсолютное большинство участников рынка сегодня ставят на отличные перспективы американской валюты, пророча ей, к примеру, в конце года 1.1 за евро. Позвольте тут высказать несколько соображений.

а) Любой прогноз не оправдывается. Разве что совершенно случайно. Причем независимо от того, будет доллар ниже или выше по отношению к евро. Вернее, шансы на его достижение аналогичны результатам ведения огня из автомата вроде «Узи» (известного, мягко говоря, невысокой прицельной дальностью и кучностью стрельбы) по мишени-тарелке. Но это уже общее место.

б) Рост доллара на сегодня по-прежнему, по своей сути, является абсолютным воплощением risk aversion. Подтверждение этому более чем очевидно – негативные доходности T-Bills. Пока международный, всеотраслевой, всерыночный кредитный пузырь продолжает сдуваться посредством длительного deleverage'a (одно из последних его проявлений – продажи иностранными инвесторами акций китайских

банков после 3-х летнего моратория, установленного законодательством КНР для инвестиций такого рода), доллар, причем предпочтительно в виде государственных облигаций, остается вне конкуренции.

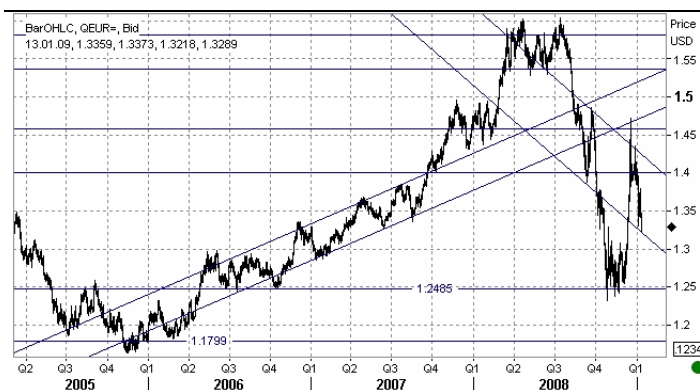
в) Но это еще не все! Играет роль также и тот факт, что ЕЦБ, как всегда, оказывается behind the curve, отстает в скорости реакции и решительности от ФРС. Поэтому у ставки зоны евро остается потенциал для движения вниз, тогда как ставка ФРС уже достигла дна. Это – такая скромная разновидность все тех же самых безобразных carry trades, процветавших совсем недавно.

г) Однако процесс укрепления доллара не бесконечен, и этому росту может быть положен конец быстрее, чем многим кажется сегодня. Главный фактор здесь – ценовой пузырь в государственных облигациях США. Как отмечает один из виднейших американских экспертов и фондовых менеджеров, John P. Hussman, «если стоимость доллара останется прежней, цены облигаций упадут; если доходность облигаций останется прежней, доллар упадет».

Поясним эту простую мысль: инвесторам нужен резон для владения активами с такой доходностью, как ныне у облигаций США, помимо панического risk aversion. Таким резонансом может быть либо более высокая доходность облигаций, чем сейчас, либо реальная перспектива того, что доллар продолжит сильно укрепляться. Нынешние сверхнизкие доходности облигаций США со временем либо потребуют коррекции цен US Tгus, либо вызовут коррекцию доллара, который должен будет упасть, чтобы открылось новое пространство для его роста. Ситуация осложняется тем, что Минфин США должен в этом году выбросить на рынок облигации объемом от 1.5 до 2 трлн.долл., что, особенно в том случае, если цель этого выпуска будет достигнута и дефляция отступит, может вызвать резкую коррекцию и цен облигаций, и курса доллара. Центральные банки стран торгового профицита вряд ли смогут продолжать поглощать предложение Tгus в новых условиях. Тем более это вероятно, если ставка ЕЦБ к тому моменту также достигнет своего дна. Таким образом, в этой ситуации шанс на дальнейший рост у доллара сохранится лишь в случае а) если будет серьезно снижаться дефицит счета текущих операций, б) экономика США начнет показывать выздоровление – снижение рисков и привлекательную доходность инвестиций, в) напротив, ФРС купит большую часть эмиссии Tгus, в то время как происходящая от этого эмиссия долларов вернется вновь на депозиты в ФРС, т.е. будет стерилизована (тут, впрочем, надо опять же иметь в виду чрезвычайный объем предлагаемых облигаций).

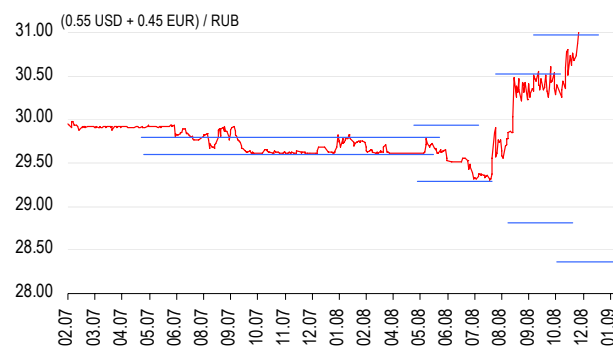
д) Не стоит возлагать большие надежды на то, что слабый доллар на этот раз будет очень уж способствовать росту цены нефти. Нефть, как и вообще commodities, сегодня, увы, становятся все менее финансовым активом и все более зависят от реального спроса. Даже спекулянты (на контанго) покупают сегодня физический товар, складировав его на танкерах. И, тем не менее, цены на нефть остаются очень низкими. Этот рынок сегодня живет по своим собственным законам.

EUR/USD может упасть и до 1.25, и до 1.18:



Источник: Reuters

«Расширение» коридора курса бивалютной корзины к рублю – выходов все меньше:



Источник: СБР, МДМ-Банк

Характеристики обменного курса рубля

12.01.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	30.9981	+5.51	+6.9	+11.5	+18.3
USD ETC Tod	31.0319	+5.68			
USD ETC Tom	31.0517	+6.41			
EURO TOD	41.5244	+0.23	+3.89	+12.6	+16.9
RIBER bid	31.1095	+6.48	7.32	11.99	19.07
ask	31.1152				
Своп TodTom, пилс	219		USD/EUR кросс-курс		1.3381
0.45 EUR + 0.55 USD	35.7535	+2.76	+5.4	+12.2	+17.7

Объем торгов ММВБ

12.01.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	2,276.1	-12.0	2,551	1,736
USD ETC Tom	10,260.4	x2.2	6,034	5,143
ММВБ долл., всего	12,536.5	+72.5	8,585	6,879
EURO TOD	232.5	-4.2	129	72

Курсы мировых валют

	12.01.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3409	1.3475	-0.49	+0.48	+0.27
USD/JPY	89.1	90.180	+1.24	+2.44	+10.27
GBP/USD	1.4875	1.5159	-1.91	-0.38	-13.83
CHF/USD	0.9008	0.8995	+0.14	+5.93	+1.92

Индикаторы рублевой ликвидности

	12.01.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	789.4	-79.7		667	615
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	211.6	46.6		400	289
MosPRIME o/n	9.42		+0	9.95	9.98
MosPRIME 1m	19.75		+0	20.52	18.39
MosPRIME 3m	21.67		+0	21.99	19.47

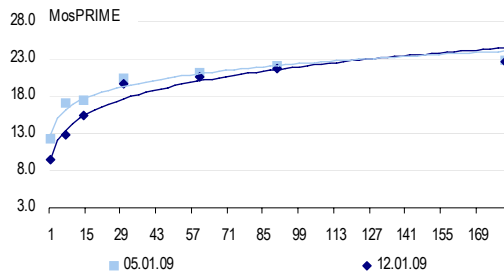
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 12.01.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	32.5344	14,269	55.3	31.1825	750	33.1	2220
1 мес.	32.2156	11,081	43.1	31.2477	1,402	35.8	730
3 мес.	33.8944	27,869	37.1	32.6693	15,618	31.9	520
6 мес.	35.4702	43,627	29.5	34.1558	30,483	26.6	290

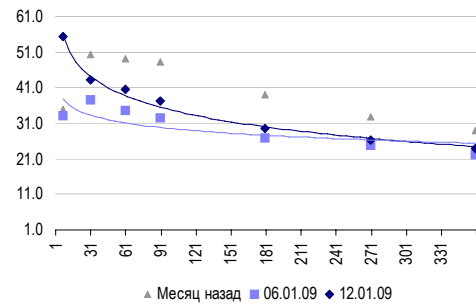
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 12.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 12.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.743	0.808	-6.5	0.74	0.80	-5
3 года	1.089	1.096	-0.7	1.09	1.07	2
5 лет	1.448	1.653	-20.5	1.45	1.66	-21
10 лет	2.313	2.481	-16.8	2.31	2.47	-16

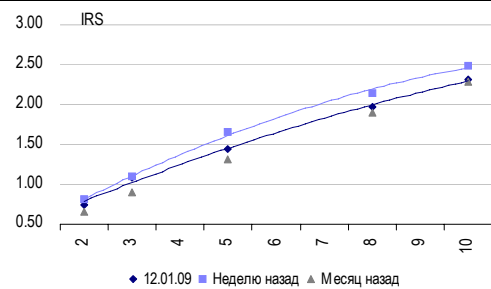
Кривая ставок MosPRIME



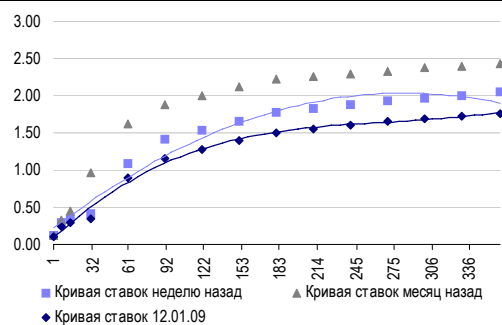
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



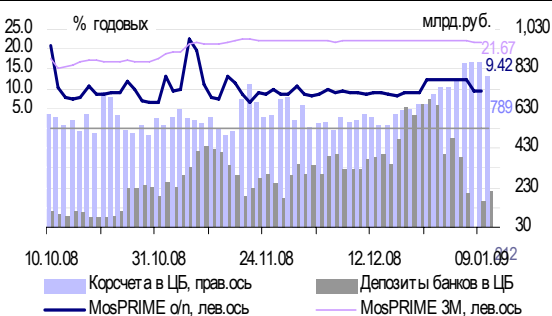
Кривая IRS USD



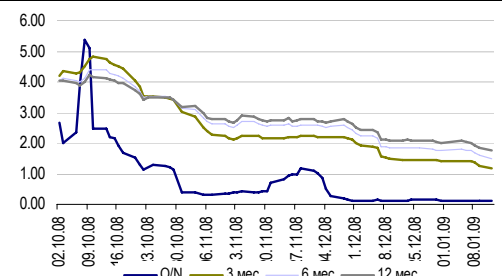
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 5 января		Вторник, 6 января		Среда, 7 января		Четверг, 8 января		Воскресенье, 11 января	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ставка объем		0,0		0,0				0,0	9,22	209,706,5
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ставка объем		0,0		0,0				0,0	9,57	374,804,0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ставка объем погашение				0,0						110,911,0
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв.ставка										100,661,1
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв.ставка										
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка отсеч. объем спроса размещено										
Аукцион ЖКО	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка отсеч. объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв.ставка										
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем										+25,800
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем										+0
Итого. прямое репо *	объем		0,0		0,0				0,0		320,617,5
											475,465,2

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 12 января		Вторник, 13 января		Среда, 14 января		Четверг, 15 января		Воскресенье, 18 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	161,261,6				0,0		0,0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ставка объем	9,59	159,898,5	110,998,3	159,940,6				0,0		0,0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ставка объем погашение				0,0						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв.ставка										
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв.ставка										
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка отсеч. объем спроса размещено	08.07.09	350,000	18.02.09	150,000		38,083				
Аукцион ЖКО	дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка ставка отсеч. объем спроса размещено			12,75			10,000				
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв.ставка объем спроса выручка ЦБ						ОБР-8 15.06.09 10,000				
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв.ставка										
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	-263,300									
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+75,000									
Итого. прямое репо *	объем	321,119,5	320,863,6		321,202,2				0,0		0,0



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 Кащеев	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.