

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

Поиски смысла

Позвольте еще раз прояснить нашу позицию: если девальвация неизбежна, ее нет смысла избегать. Если же возможность предотвратить девальвацию имеется, и для этого есть ресурсы, эту возможность, как нам кажется, необходимо использовать. Это – наше сугубо персональное мнение, и мы относим все это в первую очередь к российскому случаю. Здесь на одной чаше весов лежат такие вещи, как начавшее не так давно формироваться доверие к рублю и банковской системе и платежеспособность тех, у кого есть задолженность в иностранной валюте, а на другой – опасения, что Центробанк не сможет даже с его немалыми резервами в течение достаточного времени поддерживать рубль. Максимальное избежание девальвации в российском случае – это, по нашему мнению, попытка сохранить стратегическую установку на рост частных сбережений и инвестиционный сценарий развития экономики, к которому нам придется вернуться – лучше раньше, чем позже. Золотовалютные резервы имеют, в конце концов, целью именно поддержание стабильности валютного курса.

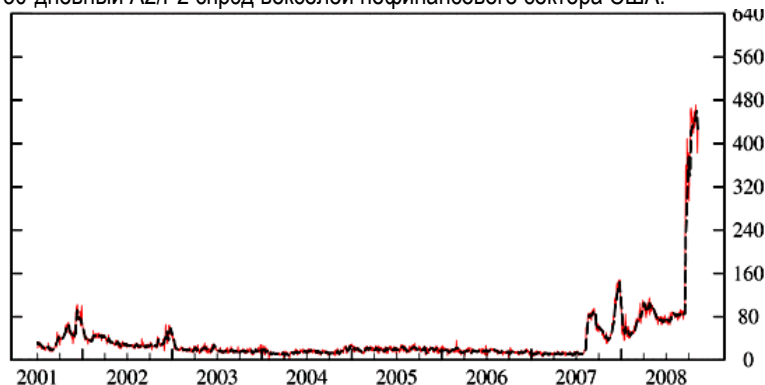
Немало в последнее время было предпринято для того, чтобы снизить давление на национальную валюту. Только что премьер российского правительства В.Путин фактически подтвердил предположение о том, что главными «силами», атакующими рубль, стали те, кто получают финансирование изнутри РФ, в т.ч. в качестве помощи государства. Соответственно, реакция в их адрес может быть достаточно резкой. И ведь не то, чтобы их нельзя было понять...

Безусловно, пробитие «тромбов» в российской банковской системе, как выразился в своем послании Президент Д.Медведев, в условиях, когда вы располагаете меньшими ресурсами, чем ФРС и ЕЦБ, требует – совершенно логичным образом – известного применения административных методов, о которых, собственно, и заговорили в последнее время на правительственном уровне.

Нельзя не признать закономерным и собственный интерес банков, которым нужны деньги для создания резервов, рекапитализации, покрытия убытков, а также тот факт, что в их интересах и интересах их клиентов – когда все вокруг твердят о будущей девальвации национальной валюты и длительном кризисе – может быть накопление уже сейчас ликвидности в иностранной валюте для будущего погашения внешних долгов и / или выкуп таких долгов с текущими большими дисконтами. Так интересы всей экономики в целом и конкретных ее субъектов могут в чем-то совпадать, но в чем-то расходиться.

Правда и то, что даже гигантские возможности ФРС пока не до конца помогли пробить «тромбы» в глобальной финансовой инфраструктуре. Если межбанковский рынок просто наводнен сегодня долларовой ликвидностью, реальная ставка ФРС находится на уровне 0.3%, а LIBOR упал до минимума за 4 месяца (оживление заметно и на других финансовых рынках), то кредитование реального сектора идет все еще весьма неохотно, что, впрочем, тоже понятно в условиях только-только начинающейся рецессии в реальной экономике. Это можно проследить на примере вексельного рынка США, в частности, так называемого A2/P2 спреда между доходностью высоконадежных векселей нефинансового сектора, которые покупает ФРС, и менее надежных. Этот индикатор рассчитывается на ежедневной основе и находится сейчас на самом высоком уровне за всю историю (если не считать коррекции последних дней):

30-дневный A2/P2 спрэд векселей нефинансового сектора США:



Источник: ФРС.

Когда ситуация чрезвычайная и требует больших затрат, очевидно, необходимо определить для себя приоритеты. В условиях РФ, как мы уже отметили, это могла бы быть либо попытка сохранить весьма значительные резервы, либо – высокое доверие к национальной валюте и убежденность в твердых намерениях властей. В частности, вряд ли уже предпринимаемые административные меры против валютных спекуляций были встречены непониманием. Обещания ограничивать доступ спекулятивно настроенных игроков к рублевой ликвидности тоже легко находят немало сторонников.

Давление на рубль, вероятно, можно было бы снизить, уменьшив ожидания девальвации в обозримом будущем. Ранее первый вице-премьер И.Шувалов, позднее (и более подробно) А.Дворкович сделали заявление примерно в таком духе: плавная девальвация рубля возможна при длительном сохранении цены на нефть около 50 долл. за барр., де факто, не ранее 2009 г. Некоторые уважаемые иностранные инвесторы уже расставили для себя приоритеты среди валют BRIC в следующем порядке (по убыванию устойчивости): CNY- RUB – BRL - INR (например: <http://liveh.ru/globeconomianfinance/entry/the-outlook-for-the-bric>).

Сегодняшний шаг по снижению обменного курса рубля к бивалютной корзине на 1%, предпринятый ЦБ, вызвал немало разноречивых комментариев.

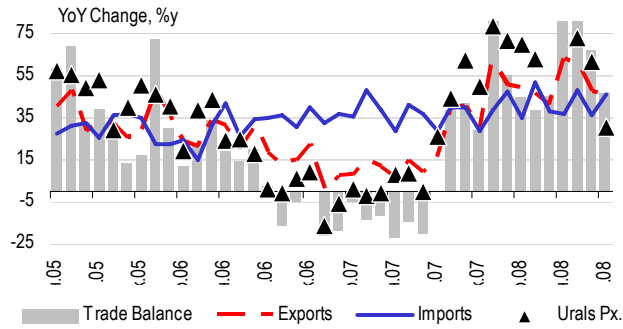
Безусловно, данное снижение обменного курса слишком мало по амплитуде для того, чтобы быть названным девальвацией. Осторожное восприятие этого шага как, возможно, неперiodического явления пока удержит немало спекулянтов от дальнейшей активизации. Немаловажно также, чтобы это действие не произвело впечатления на рядовых вкладчиков: легкое подобие паники ранее уже привело к оттоку вкладов из банков: на уровне 88 млрд.руб. в сентябре т.г. Рынок ждет развития событий... При этом единственно приемлемой логикой для ЦБ признается именно логика первого шага – на пути постепенной девальвации. Преимущества которой, по нашему мнению, не столь однозначны.

Однако что на самом деле подвигло ЦБ на этот шаг, отчасти противоречащий – при условии, что он – лишь первый на пути постепенной девальвации – прежним заявлениям ряда официальных лиц? Резоны, как нам представляется, очень просты и однозначны. Их, собственно, может быть два: отток капитала из РФ на уровне 50 млрд.долл. в октябре и сентябрьский торговый баланс, только что опубликованный ЦБ и не показавший существенного снижения импорта в Российскую Федерацию.

Мы осторожны в оценке обоих факторов. Так, природа сентябрьского оттока частного капитала может оказаться двоякой. Например, аккумуляция валютных средств для выкупа российскими экономическими субъектами собственных долгов за рубежом с огромными дисконтами нельзя признать вредным для экономики и напряженного платежного баланса РФ, так как существенно снижает будущие выплаты, которые иначе оказались бы большими по объему. Эти действия, возможно, даже следовало бы поощрять и не жалеть на них государственных сбережений. А что касается торгового баланса, то снижение темпов роста импорта, скорее всего – дело совсем недалекого будущего, причем прямо мало связанное с обменным курсом рубля. Итак, сегодняшнее небольшое ослабление российской валюты может оказаться

либо первым шагом на плавном и длительном пути, либо пробным шаром – с целью посмотреть на рыночный эффект. Или и тем, и другим.

Торговый баланс РФ: импорт пока стабильно растет, тогда как темпы роста экспорта неизбежно резко упадут в самом ближайшем будущем. Это однозначный сценарий, хотя и не означающий неперменного дефицита торгового баланса. Неопределенность будущего (из-за поведения импорта), вероятно, и подтолкнула ЦБ бросить свой первый пробный шар:



Источник: ЦБ РФ, МДМ

Характеристики обменного курса рубля

07.11.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	27.0041	+0.34	+9.6	+3.2	+14.5
USD ETC Tod	26.9785	+0.32			
USD ETC Tom	26.9963	+0.28			
EURO TOD	34.5079	-0.39	-3.45	-2.9	-5.4
RIBER bid	26.9708	+0.35	9.32	3.05	14.32
ask	26.9769				
Своп TodTom, пипс	173		USD/EUR кросс-курс		1.2791
0.45 EUR + 0.55 USD	30.3667	-0.05	+2.4	-0.1	+3.3

Объем торгов ММВБ

07.11.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,309.4	+41.7	1,400	1,410
USD ETC Tom	3,529.7	+0.4	4,880	4,341
ММВБ долл., всего	4,839.0	+9.0	6,280	5,752
EURO TOD	87.7	+49.9	72	57

Курсы мировых валют

	07.11.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2759	1.2739	+0.16	-6.45	-20.13
USD/JPY	98.0	98.030	+0.02	+3.65	+10.42
GBP/USD	1.5737	1.5800	-0.40	-10.83	-23.51
CHF/USD	0.8494	0.8507	-0.15	-3.18	-10.83

Индикаторы рублевой ликвидности

	07.11.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	632.3	45.4		577	655
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	294.0	61.3		158	137
MosPRIME o/n	7.17		-266	9.83	7.83
MosPRIME 1m	16.00		-71	13.70	9.68
MosPRIME 3m	16.71		-24	13.98	10.24

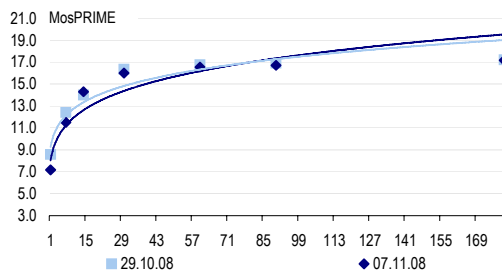
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 07.11.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вменен-ная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вменен-ная дох.	
1 нед.	27.3203	3,534	16.6	27.3099	3,430	20.3	-370
1 мес.	27.5476	5,807	27.5	27.5104	5,435	30.2	-270
3 мес.	28.8244	18,575	30.0	28.9325	19,656	33.2	-320
6 мес.	30.3637	33,968	27.9	30.3003	33,334	28.3	-40

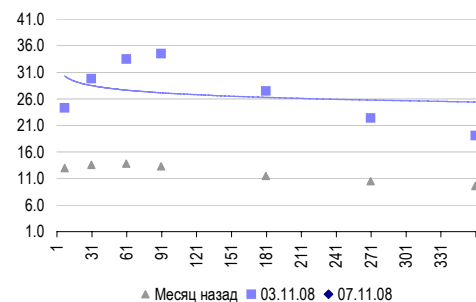
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trus		
	На 07.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 07.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	2.387	2.390	-0.3	1.33	1.44	-11
3 года	2.879	2.838	4.1	1.74	1.86	-12
5 лет	3.573	3.477	9.6	2.56	2.70	-14
10 лет	4.185	4.084	10.1	3.78	3.92	-14

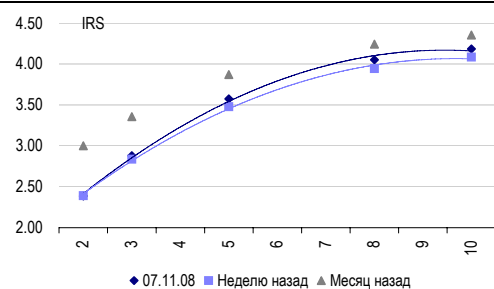
Кривая ставок MosPRIME



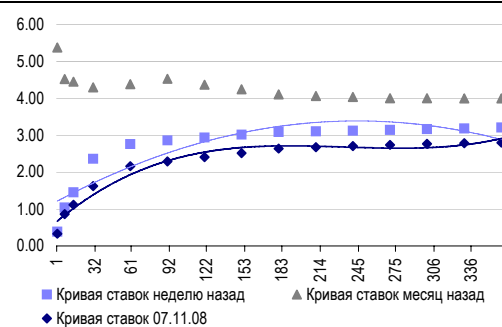
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



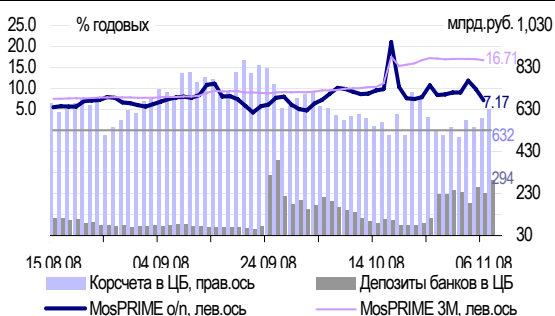
Кривая IRS USD



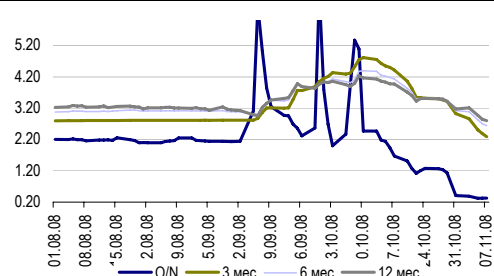
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD





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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.