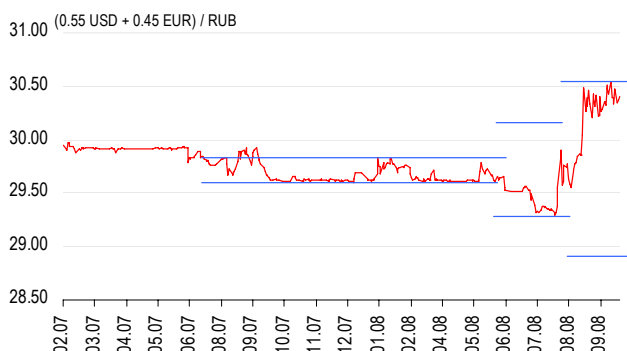


Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com

Защитить рубль? Это несложно

Практически в продолжение вчерашнего обзора... Иного ожидать было просто невозможно. Поскольку общая практика глобальных инвесторов применима к России ровно в той же степени, в которой она применима к любой другой развивающейся экономике, по крайней мере, из состава пресловутого BRIC (да и не только), российская валюта с легкостью попадает «под раздачу» международного бегства от рисков и репатриации средств в долларовую зону. На этом, конечно, можно заработать примерно так же, как некогда рыночные игроки зарабатывали на росте рубля. Поэтому предупреждения о «неизбежности» девальвации российской валюты становятся все более настойчивыми. Ровно аналогичным образом, как полгода назад – «мантры» о неизбежном укреплении рубля к бивалютной корзине в качестве последней антиинфляционной меры ЦБ РФ!

Вот чего добились тогда горячие сторонники ревальвации (кэрритрейдеры):



Источник: Reuters, МДМ-Банк

ЦБ РФ расширил границы колебаний бивалютной корзины, обеспечив тем самым меньшую предсказуемость обменного курса. Это, в совокупности с резко изменившейся внешней обстановкой, постепенно убило ревальвационные ожидания, ныне сменившиеся на прямо противоположные.

Аргументы заклинателей девальвации (в ряды которых, слава Богу, пока не влились рейтинговые агентства, обжегшиеся в прошлом году на крайне неприятной истории со структурными продуктами) сводятся, собственно, к трем ожидаемым вещам: а) предполагаемому использованию в стабилизационных целях золотовалютных резервов Российской Федерации (частью которых являются резервы ЦБ, а остальное – инвестированная часть бывшего стабилизационного фонда, в предполагаемой пропорции на конец сентября 368 млрд.долл. на 188 млрд. соответственно), б) якобы массированным продажам ЦБ валюты из собственных резервов в целях поддержания рубля, в) стремительному снижению цены нефти.

Только что S&P, не став пока пересматривать рейтинг РФ, заметило, что динамика ЗВ резервов станет намеком на его *возможные* дальнейшие действия.

Что ж, главное – в резервах... Проблема, однако, с ними такова, что теперь при расчете их значения учитывается переоценка (mark to market) входящих в их состав активов. Конечно, такая методика отнюдь не лишена логики, однако она мешает оперативно и достаточно точно оценивать покупку/продажу валюты Центробанком на внутреннем рынке. Для подтверждения пагубности этой ситуации для нашей

аналитической деятельности отметим: согласно данным ЦБ, валовые ЗВ резервы за 3-ий квартал 2008 г. *снизились* на 12 млрд.долл., тогда как данные платежного баланса показывают *рост* почти на 9 млрд.долл. Действительно: баланс счета текущих операций за 3-ий кв. – 22 млрд.долл., чистый отток капитала – 14 млрд., плюс-минус «other items», почти нулевые внешние долговые выплаты – и вот реальная покупка валюты: от 8 до 9 млрд.долл. Отсюда, из изменений в методике расчета резервов, вытекает чудовищный разброс в оценках оттока капитала из РФ со стороны разных участников рынка.

Так или иначе, но даже после такого номинального сокращения резервов, как сейчас, до 531 млрд.долл., позволим себе заметить: это сокращение, по нашему глубокому убеждению, невероятно далеко от критического. Позволим себе в этой связи процитировать самих себя: «[находящаяся сейчас под особо настойчивым давлением из-за вывода капитала] Ю.Корея имела в 2007 г. ВВП на уровне около 960 млрд.долл. (что сопоставимо с РФ), золотовалютные резервы около 250 млрд.долл., совокупный валовый внешний долг страны на начало 2008 г. составлял свыше 380 млрд.долл., из которых краткосрочный был 159 млрд. Сравнение с РФ: валовый внешний долг на тот же момент – около 460 млрд.долл., краткосрочный долг – 106 млрд., ЗВ резервы – 480 млрд.долл. Т.е. отношение внешний долг к ВВП было таково: 36% у РФ, 40% - у Кореи, краткосрочный долг к ЗВ резервам: 22% у РФ и 64% – у Кореи. В пользу России» (наш обзор от 13 октября).

Да, с тех пор кое-что изменилось... В частности, к середине 2008 г. отношение краткосрочного долга РФ к ЗВ резервам поднялось до примерно 30%. Это страшно? В конце концов, в 3-ем квартале среди сопоставимых развивающихся рынков золотовалютные резервы выросли разве что у КНР!

О нефти. Безусловно, если речь идет о нефти и экономике РФ, то у многих кровь застывает в жилах при таком падении цены этого сырья, как сейчас. Очень возможно, что сейчас мы имеем дело с преувеличенной реакцией на глобальный делевередж, углубляющуюся рецессию, однако публикуются и вполне обоснованные апокалиптические мнения в том духе, что в 2009 г. нефть может упасть в цене до 50 долл. за барр. Есть, впрочем, один существенный нюанс: речь все же идет о падении неизвестной продолжительности. Притом для нас имеют важное значение, разумеется, как минимум, среднеквартальные величины: примерно за это время валютная выручка российских экспортеров возвращается в страну, а налоговые органы, в свою очередь, решают, что делать с НДС и экспортными пошлинами дальше. Реальное же воздействие ценовых колебаний на рынке нефти на конечный спрос, инвестиции и т.п. требует еще большего времени.

Если мы предположим, что в 2009 г. средняя за год цена нефти составит все же наиболее часто обсуждаемые 70 долл. за барр. или даже упадет чуть ниже, это а) не ведет неизбежно к бюджетному дефициту, б) обеспечивает сбалансированный платежный баланс (даже с небольшим профицитом).

Почему мы считаем, что падение цены нефти до уровня ниже 70 долл. является чрезмерным? Чтобы не углубляться в эту тему, отметим лишь, что, по основным прогнозам, ожидаемое снижение физического спроса на нефть в мире не оправдывает подобного обрушения: break-even point добычи нефти на сегодня оценивается в районе как раз 70 долл. за барр. (себестоимость добычи нефти из «нефтяных песков» Канады, которая сейчас принимается за benchmark), причем инфляционное давление в мире хотя и отступает, но остается гораздо более высоким, чем, например, в 90-е годы.

Федеральный бюджет РФ на 2009 г. планируется, как известно, исходя из средней цены нефти 78 долл. за барр. и сводится с неплохим профицитом – 1.6% ВВП. Причем, как следует из прошлого опыта, обычно размер профицита при планировании бюджета занижается. При разумной бюджетной политике профицит, по нашему мнению, имеет все шансы сохраниться и при 70 долл., и даже при 65 долл. за баррель.

Что касается платежного баланса, мы смоделировали его ниже. Разумеется, со множеством допущений, принципиальнейшее из которых – это намеренное сохранение высоких темпов роста импорта. Однако нет никаких сомнений, что конечный спрос в следующем году, как минимум, заметно замедлит свой рост, что в свою очередь должно привести к торможению чрезмерно быстрого роста импорта, столь характерного для последних лет бума ликвидности. В случае же сохранения прежних темпов импорта – что нам представляется маловероятным – дефицит текущих операций проявляется при цене нефти около 65 долл.,

но это слишком «тонкие настройки» для подобного прогноза. И даже в этом случае дефицит текущих операций не является катастрофическим, не выходя за рамки 5 млрд.долл., что очень немного по российским масштабам.

Прогноз текущих операций и валовых международных резервов РФ:

млрд.долл., если не указано иное	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Текущие доходы	354	436	581	526	607
Экспорт товаров и услуг	332	393	524	466	547
Доходы, трансферты, opl.труда к получению	21	44	57	60	60
Текущие расходы	-257	-356	-444	-517	-583
Импорт товаров и услуг	-209	-284	-350	-419	-481
Доходы, трансферты, opl.труда к выплате	-48	-73	-94	-98	-102
Баланс текущих операций	97	80	137	9	24
Обслуживание и выплата гос.долга	31	13	9	9	8
Изм. валютных резервов от покупки валюты на внутр.рынке	108	149	93	-70	-14
Чистый отток (-) / приток (+) капитала	42	82	-35	-70	-30
Международные резервы	304	474	540*	362**	343
Среднегодовой курс USD/USD	27.1	25.6	24.4	24.8	25.0
Цена Urals, долл./барр.	61	70	100	70	80
Справочно: месяцев импорта	17	20	19	10	9
Справочно: краткосрочный долг/резервы			33	28	

* Ориентировочно, с учетом возможной переоценки евро, но без учета переоценки инструментов

** С учетом изъятий 2008 г. для поддержания банковской системы

И последнее. Нам недавно был резонно задан вопрос: до какого естественного предела спекулянты могут покупать валюту у ЦБ РФ? Не так давно были серьезные подозрения, что эта же самая покупаемая «на споте» валюта используется находчивыми спекулянтами в свопах с самим ЦБ, а получаемая при этом рублевая ликвидность опять направляется на покупку валюты. Так, по идее, мог быть создан «самопожирающийся» механизм, вроде вечного двигателя. Однако ясно, что достаточно Центробанку «щелкнуть пальцами», чтобы эта абсурдная карусель остановилась. ЦБ поднял ставку по свопу до 10% и гипотетически может ввести дневной лимит на свопы, моментально убивая эту порочную спекуляцию. Поэтому рассматривать эту схему всерьез смысла больше нет.

Что касается остального... Так называемый «монетарный курс» рубля, т.е. отношение денежной базы (денег, которые реально выпущены в экономику) к золотовалютным резервам составляет едва 10 руб. за доллар. Ликвидные резервы банков – корсчета и депозиты в ЦБ – достигли уровня примерно 680 млрд.руб., что очень мало, и из них 350 млрд. (!) – краткосрочные обязательства перед Центробанком. Игра в возможную девальвацию и вывод капитала сильнейшим образом истощили уже сегодня рублевую ликвидность в стране. Соответственно, потребность в рублях должна очень скоро выбить большинство из оставшихся «игроков в девальвацию» из их седел.

Защитить рубль от девальвации сегодня, на наш взгляд, критически важно для сохранения банковской системы, социальной стабильности, медленно, но все же растущей склонности населения к сбережениям. Доверия к государству, наконец. И, более того, похоже, что это – не так сложно.

Характеристики обменного курса рубля

15.10.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	26.1347	+0.18	+6.1	+2.9	+13.0
USD ETC Tod	26.1419	+0.22			
USD ETC Tom	26.1398	+0.33			
EURO TOD	35.5754	-0.12	-0.46	-2.4	-3.5
RIBER bid	26.1535	+0.28	6.00	2.87	13.25
ask	26.1608				
Своп TodTom, пилс	56		USD/EUR кросс-курс		1.3609
0.45 EUR + 0.55 USD	30.3870	+0.04	+2.5	+0.0	+3.7

Индикаторы рублевой ликвидности

	15.10.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср. за 30 дн.	Ср. за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	568.5	19.5		684	647
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	108.6	18.9		155	159
MosPRIME o/n	8.79		+14	7.44	6.56
MosPRIME 1m	10.07		+14	8.91	7.32
MosPRIME 3m	10.28		+20	9.34	7.93

Объем торгов ММВБ

15.10.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,284.9	-22.2	1,352	1,402
USD ETC Tom	4,864.0	+47.2	4,558	4,084
ММВБ долл., всего	6,148.9	+24.1	5,910	5,486
EURO TOD	71.2	+13.4	65	54

Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 15.10.08			Предыдущ. день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	26.3962	2,320	14.5	26.3021	1,379	14.5	0
1 мес.	26.3997	2,355	15.2	26.3086	1,444	15.2	0
3 мес.	26.7948	6,306	14.3	26.6992	5,350	14.3	0
6 мес.	27.2115	10,473	12.6	27.1150	9,508	12.6	0

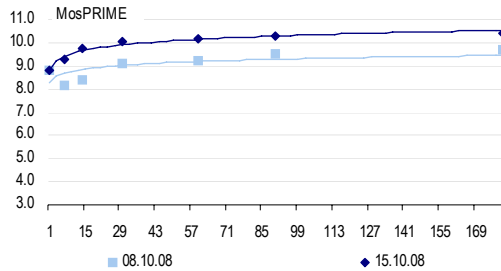
Курсы мировых валют

	15.10.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3510	1.3684	-1.29	-4.94	-17.76
USD/JPY	100.6	101.760	+1.13	+4.75	+4.01
GBP/USD	1.7338	1.7469	-0.76	-3.14	-15.60
CHF/USD	0.8813	0.8832	-0.21	-1.40	-12.42

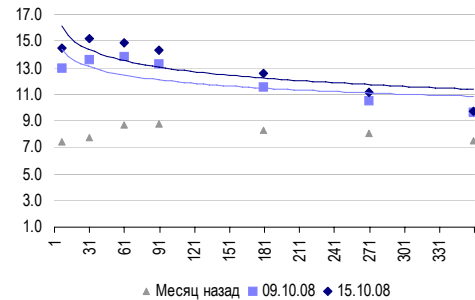
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На	Неделю	Изм., б.п.	На	Неделю	Изм., б.п.
	15.10.08	назад		15.10.08	назад	
2 года	2.944	3.058	-11.4	1.55	1.52	3
3 года	3.396	3.470	-7.4	1.98	1.91	7
5 лет	3.961	3.921	4.0	2.82	2.68	15
10 лет	4.522	4.412	11.0	3.95	3.78	17

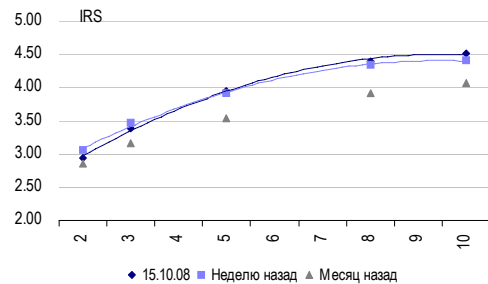
Кривая ставок MosPRIME



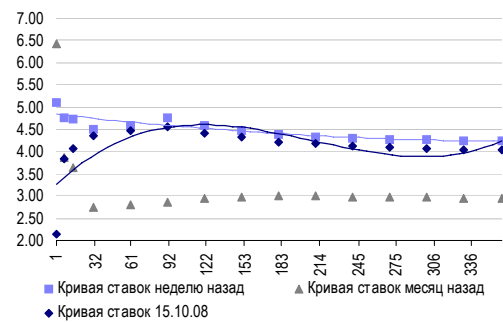
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



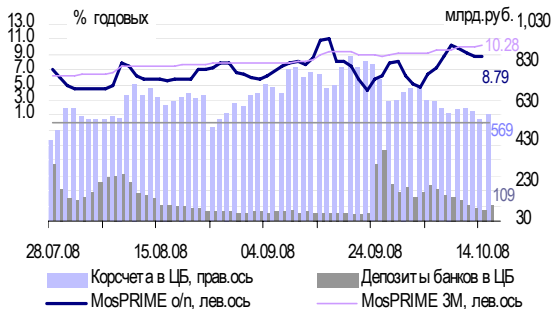
Кривая IRS USD



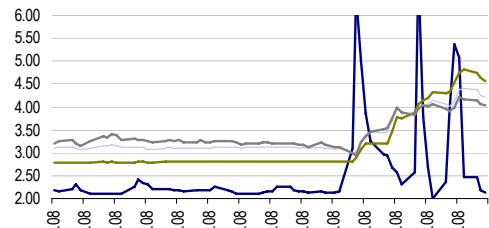
Кривая ставок LIBOR USD



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 разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.