

Аналитик: Николай Кащеев, e-mail: [kni@mdmbank.com](mailto:kni@mdmbank.com)

## У кого спрос падает быстрее, тот и выиграл

«Равновесный курс валюты», о содержательном наполнении которого можно спорить, что есть сие за зверь, по убеждению Центрального банка РФ, находится сегодня в коридоре между 39 и 41 руб. за бивалютную корзину. Так сказал А.Улюкаев в интервью Reuters. Причем во 2-ом полугодии возможно укрепление национальной валюты, отметил он. Rationale за этим такое: «Я практически уверен, что у нас в 2009 году торговое сальдо будет существенно позитивным, существенно – это значит несколько десятков миллиардов плюса. Сальдо текущего счета платежного баланса тоже будет положительным, хотя и несколько меньше, чем сальдо торгового баланса» (цит. по Reuters). Это означает, что импорт сократился в начале года куда как более существенными темпами, чем экспорт. Цифры, по словам А.Улюкаева, вышли такие: 8 млрд.долл. – профицит торгового баланса, а 5 млрд.долл. – профицит счета текущих операций.

Если взглянуть на эту ситуацию без лишних эмоций (разумеется, позитивных), то заметим следующее: в текущих малоприятных глобальных условиях тот, у кого внутренний спрос упал быстрее и глубже внешнего, тот и выиграл. Приз – положительный счет текущих операций, что ныне довольно дорогого стоит. Как мы знаем, даже Китай в этом соревновании приблизился к призовому месту, получив в декабре третий в своей истории рекордный профицит торгового баланса: сокращение экспорта примерно на 18% было с лихвой компенсировано падением импорта на 43%. Если кто-то мне скажет, что это было следствием бурного импортозамещения – извините, не поверю. Юань продолжал вплоть до декабря укрепляться, а знаменитый 600-миллиардный стимулирующий пакет вряд ли успел подействовать в полной мере. Зато говорят о 20 млн. безработных.

Так что наша цифра падения промпроизводства на 16% отлично вписывается в гонку сокращения внутреннего спроса всеми доступными методами. Есть ли тут чем гордиться, или нет – посмотрим месяцев через девять. А пока заметим, что, по нашим расчетам, при цене нефти в 45 долл. за баррель, сокращения импорта товаров и услуг в РФ за год на треть, а факторных расходов (выплат за рубеж доходов по инвестициям, трансфертов и заработной платы) – на 15%, сальдо текущих операций может составить плюс 15 млрд.долл. Однако все это, разумеется, обставлено такими предположениями, что полагаться на них самым серьезным образом вряд ли стоит. В то же время, даже если данные расчеты «попадут в точку», такое капризное явление, как движение частного капитала, будет иметь никак не меньшее значение для поведения рубля, точнее, золотовалютных резервов.

В этой связи уместно вновь чуть-чуть затронуть представление о «равновесном значении» рубля. В нашем случае оно являлось настолько «равновесным», что было установлено почти немедленно по объявлении Центробанком устраивающего его коридора. То есть, как только Центробанк, обладающий более оперативной и полной информацией, чем рынок, заметил вышеозначенные условно-позитивные изменения в текущих операциях, а также отследил рост иностранных активов банков и решил, что это и есть «равновесный» курс, последний таковым и стал. Не без помощи изменения третьей составляющей в известном парадоксе: «невозможно удержать регулируемый курс (CR, controlled rate) валюты при отсутствии контроля за капиталом (CC) и наличии собственной денежной политики (ME, monetary easing)», т.е. не без ужесточения условий предоставления ликвидности банкам.

Вчера А.Улюкаев высказался в этой связи таким образом: «Понижать ставки пока не пора, мы должны добиться полного подавления девальвационных ожиданий, чтобы не только банки, компании, но и население поняли, что не стоит входить в валютные инструменты..., и динамика соотношения между

рублевыми и валютными депозитами должна снова измениться в сторону вытеснения валютных депозитов рублевыми. Это означает, что банкам не нужно будет увеличивать валютные активы, чтобы сбалансировать их с пассивами. Это стало бы для нас сигналом изменить политику процентных ставок.» Вот тебе и «равновесное значение»... Если, конечно, понимать под «равновесным» рыночное значение.

Между прочим, еще о «равновесных курсах»: в развивающихся экономиках с более-менее плавающим курсом, вроде Бразилии или Турции, стремительная девальвация сменилась высокой волатильностью в конце 2008 г. Т.е. ровно тогда, когда некоторый аппетит к риску вернулся на рынки. Далее эти рынки стали расходиться в динамике: бразильский реал потихоньку корректировался вверх, польская и венгерская валюта падали, турецкая – более-менее стабилизировалась. Временно. Опять же, для США потребовалось три года снижения доллара к корзине из шести валют, чтобы торговый баланс стал хоть чуть-чуть выправляться.

Что ж, а у нас заявление А.Улюкаева фактически означает, что никакого dirty float ЦБ, несмотря на формально провозглашенные им же границы коридора 26-41 руб. за корзину, допускать сегодня не намерен, т.к., очевидно, не доверяет рынку. Возможно, что и правильно делает, поскольку фундаментального «равновесия» в нынешней обстановке на рынке, конечно, не будет. Особенно принимая во внимание экономический спад – вероятно, заметно более 9%, а также инфляцию, которая при этом гарантированно достигает двузначных величин и хорошо, если не превысит 15%. Правота ЦБ, который не выпускает рычаги «ручного» управления ни на минуту, будет подтверждена только историей, когда выяснится, что РФ – один из первых (или, по крайней мере, вторых) кандидатов на выход из кризиса. Впрочем, одной курсовой политикой, даже в «ручном» режиме, тут не отделаешься.

Заверения ЦБ, что он не будет допускать резких колебаний обменного курса и диапазон 39-41 руб. за корзину его устраивает, помогли рынку подвинуть курс корзины к 40.5 руб., прочь от нижней границы 39 руб., которую он недавно пытался продать. Сомневаться в твердости и возможностях Центробанка вряд ли приходится. Кстати, А.Улюкаев, говоря о ликвидности, отметил, что ее достаточно – если смотреть на объем валютных депозитов в составе M2X (расширенной денежной массы). Значит ли это, что ЦБ рассчитывает, что валютные активы будут возвращены в золотовалютные резервы, откуда они были приобретены во время девальвации? Это возможно в серьезных масштабах, только если а) будут реструктурированы в больших объемах внешние долги частного сектора (более 120-130 млрд. в этом году), б) все – население, хозяйствующие субъекты – вновь поверят в совершенную устойчивость рубля.

Тут надо отметить еще вот что. Агентство Standard & Poor's, известное своей «строгостью» к России, никак не успокоится и говорит о том, что ждет сокращения ВВП РФ в этом году на 20% в долларовом выражении, что ухудшит показатели, вроде отношения «внешний долг/ВВП». Резонно, между прочим, причем вот эту величину сложновато назвать бумажной: некоторые реалии, как вы понимаете, она отражает. При этом Минэкономразвития только что объявило о новом прогнозе – снижения ВВП РФ в реальном выражении на 2.2% в этом году. При сохранении дефлятора ВВП на уровне прошлого года, это означает сжатие экономики в номинальном рублевом выражении на 24%. S&P, возможно, еще и недооценивает уменьшение долларового эквивалента российского ВВП...

С другой стороны, в пользу возможного улучшения капитального счета – и, следовательно, меньшей потребности в валюте – говорит, в частности то, что Роснефть и Транснефть, одни из наших крупнейших внешних должников, сумели, наконец договориться с китайской стороной о получении кредитов в объеме 25 млрд.долл. под долгосрочные поставки нефти. Правда, зная твердость китайской стороны в отстаивании своих интересов, остается только догадываться о цене нефти, которая, наверняка, зафиксирована в контракте. Еще осенью, при цене Urals в районе 50-60 долл. за барр., китайцы настаивали на поставках по цене 40 долл. Какова цена сегодня?

### Характеристики обменного курса рубля

16.02.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	34.7797	+0.64	+19.9	+6.8	+27.2
USD ETC Tod	34.4879	+0.00			
USD ETC Tom	35.0088	+1.39			
EURO TOD	44.3674	-0.37	+11.00	+3.6	+27.6
RIBER bid	34.8198	+0.86	20.12	7.02	27.26
ask	34.8270				
Своп TodTom, пилс	2850		USD/EUR кросс-курс		1.2865
0.45 EUR + 0.55 USD	38.9337	-0.19	+14.8	+5.0	+27.0

### Объем торгов ММВБ

16.02.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	n.a.		1,587	1,816
USD ETC Tom	2,579.6	-38.8	4,518	4,966
ММВБ долл., всего	2,579.6	-52.5	6,105	6,782
EURO TOD	94.1	-20.4	164	85

### Курсы мировых валют

	16.02.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2771	1.2879	-0.85	-3.63	+0.34
USD/JPY	91.8	91.760	-0.03	-1.57	+5.06
GBP/USD	1.4248	1.4383	-0.95	-2.88	-3.85
CHF/USD	0.8603	0.8630	-0.32	-4.15	+2.17

### Индикаторы рублевой ликвидности

	16.02.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	389.2	-22.0		438	566
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	107.7	15.4		97	268
MosPRIME o/n	11.17		+0	15.03	11.57
MosPRIME 1m	22.67		+34	24.56	21.90
MosPRIME 3m	24.58		+16	26.10	23.40

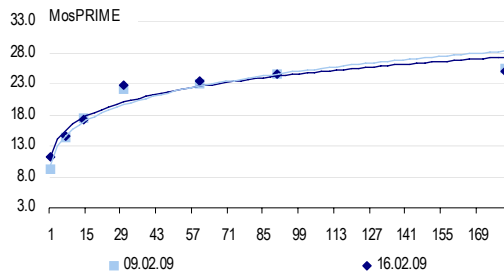
### Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 16.02.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	#VALUE!	#VALUE!	15.7	34.9407	#VALUE!	15.4	30
1 мес.	#VALUE!	#VALUE!	24.7	35.2309	#VALUE!	25.6	-90
3 мес.	#VALUE!	#VALUE!	27.5	36.6724	#VALUE!	26.4	110
6 мес.	#VALUE!	#VALUE!	26.1	38.6283	#VALUE!	25.5	60

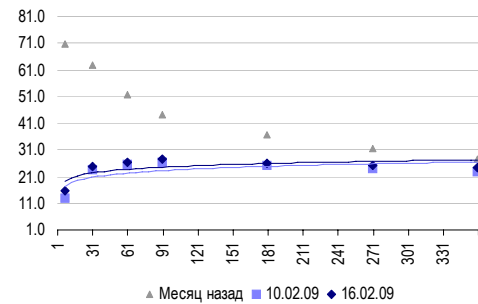
### Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 16.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 16.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.961	0.928	3.3	0.96	0.90	6
3 года	1.378	1.330	4.8	1.38	1.27	11
5 лет	1.876	1.767	10.9	1.88	1.76	11
10 лет	2.892	2.766	12.6	2.89	2.83	7

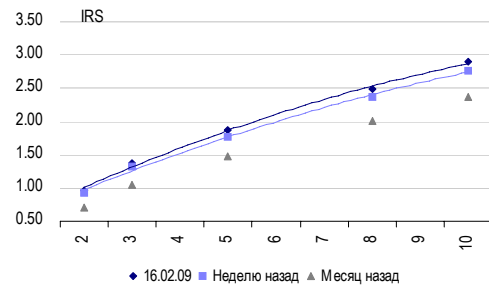
### Кривая ставок MosPRIME



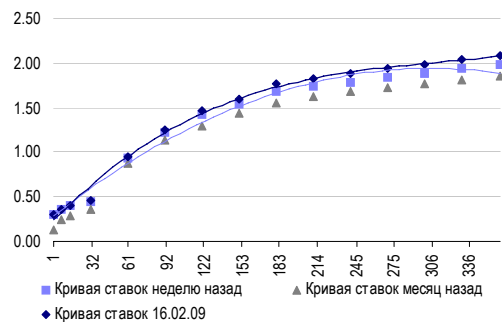
### Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



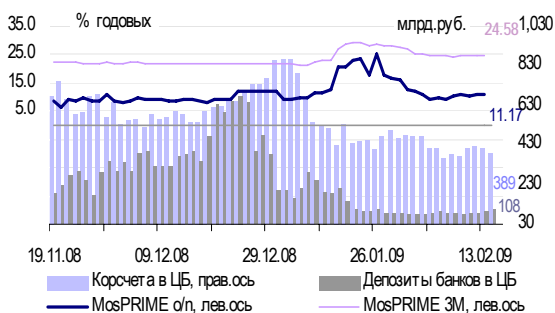
### Кривая IRS USD



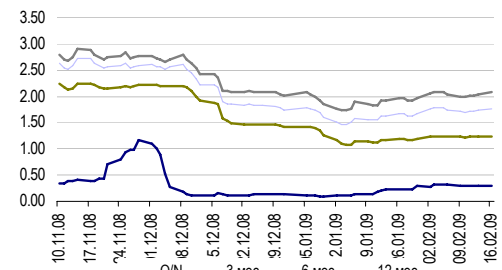
### Кривая ставок LIBOR USD



### Индикаторы рублевой ликвидности



### Динамика ставок LIBOR USD



## Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 2 февраля		Вторник, 3 февраля		Среда, 4 февраля		Чет верг, 5 февраля		Пятница, 6 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср. взв. ст авка	10,10		10,28		10,39		10,41		10,49	
	объем	368,637.5	375,169.5	344,952.5	368,739.5	272,816.7	345,049.6	249,290.9	272,894.4	217,564.8	249,362.0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср. взв. ст авка	10,81		10,83		10,82		10,81		10,93	
	объем	19,843.7	14,229.8	75,997.6	19,849.5	128,782.5	76,020.2	6,196.6	128,820.6	1,001.2	6,198.4
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср. взв. ст авка			10,51							
	объем			82,507.5		115,987.8					
	погашение										
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							05.03.09			
	ср. взв. ст авка							7.99			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							06.05.09			
	ср. взв. ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	06.05.09		11.03.09							
	объем предложения	25,000		25,000							
	ср. взв. ст авка	18.65		18.41							
	ст авка от сеч.	16.26		17.00							
	объем спроса	169,826		138,607							
	размещено	24,969		23,503							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа							04.03.09			
	объем предложения					15,000		15,000			
	ср. взв. ст авка							14.95			
	ст авка от сеч.							14.25			
	объем спроса							36,953			
	размещено							15,000			
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср. взв. ст авка							не сост.			
	объем спроса										
	выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			18.02.09							
	ср. взв. ст авка			не сост.							
	дата погашения			06.05.09							
	ср. взв. ст авка			11.84							
	дата погашения			05.08.09							
	ср. взв. ст авка			12.25							
	дата погашения			03.02.10							
	ср. взв. ст авка			13.1							
ОФЗ/ГКО	выпуск										
	объем предложения										
	привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчете ЦБ	объем	-9,600		+5,000		-56,500		-2,700		-51,500	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+600		+1,000		+1,200		+8,500		-1,800	
Итого. прямое репо *	объем	388,481.2		389,399.3		420,950.1		388,589.1		401,599.2	
		421,069.8		255,487.4		401,715.0		218,566.0		255,560.4	
объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 9 февраля		Вторник, 10 февраля		Среда, 11 февраля		Чет верг, 12 февраля		Пятница, 13 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср. взв. ст авка	10,60		11,24		11,60		11,67		11,78	
	объем	194,163.1	217,752.4	174,209.0	194,219.4	148,003.4	174,262.7	147,649.6	148,050.4	149,171.6	147,696.8
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср. взв. ст авка	10,92		11,67		11,91		11,96		11,95	
	объем	12,555.6	1,002.1	40,122.8	12,559.3	4,975.2	40,135.6	3,813.9	4,976.8	4,365.6	3,815.2
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср. взв. ст авка			11,63							
	объем			94,469.0		82,673.8					
	погашение										
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							12.03.09			
	ср. взв. ст авка							8.68			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							13.05.09			
	ср. взв. ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	05.08.09		18.03.09							
	объем предложения	100,000		15,000		94,227					
	ср. взв. ст авка	17.78		18.24							
	ст авка от сеч.	17.05		17.50							
	объем спроса	421,659		63,797							
	размещено	88,366		14,822							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа							до вос.			
	объем предложения					10,000		10,000			
	ср. взв. ст авка							11.07			
	ст авка от сеч.							11.00			
	объем спроса							37,875			
	размещено							10,000			
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср. взв. ст авка							не сост.			
	объем спроса										
	выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			25.02.09							
	ср. взв. ст авка			11.01.00							
	дата погашения			39946							
	ср. взв. ст авка			12.2							
ОФЗ/ГКО	выпуск										
	объем предложения										
	привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчете ЦБ	объем	14,000.0		-2,700.0		37,100.0		14,000.0		-16,000.0	



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.