

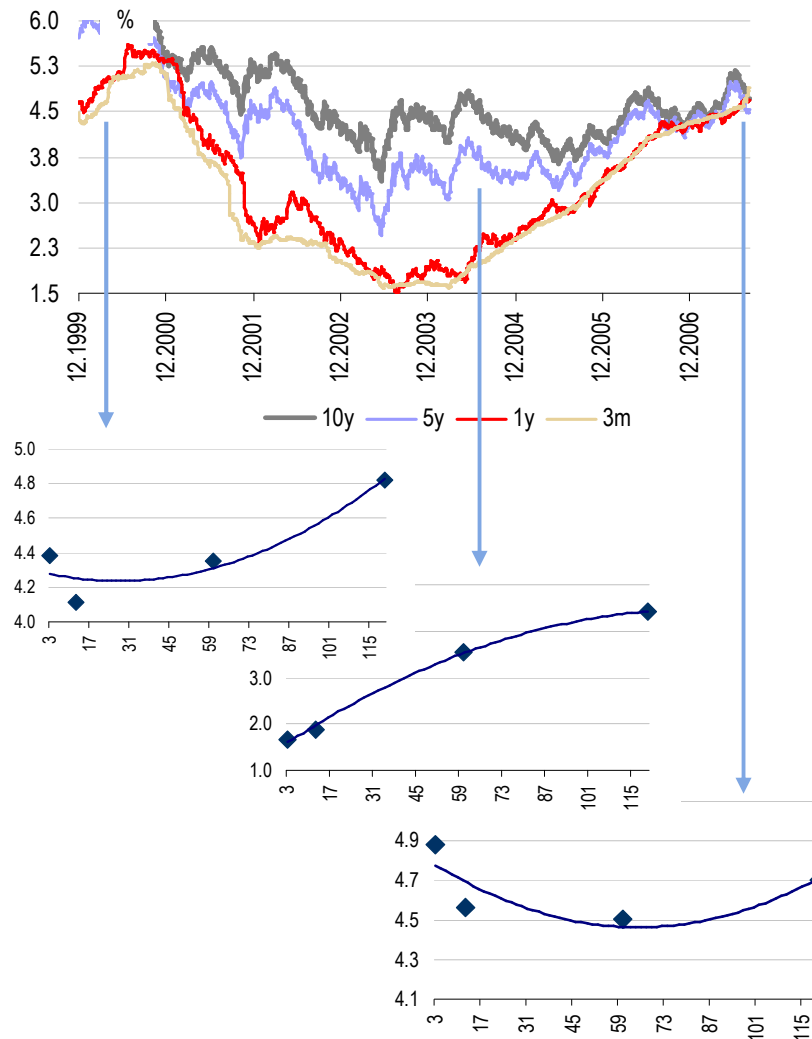


Новое на денежном и валютных рынках:
на пути в глобальную экономику
2007



Глобальный контекст

Глобальная ликвидность: последствия ужесточения.



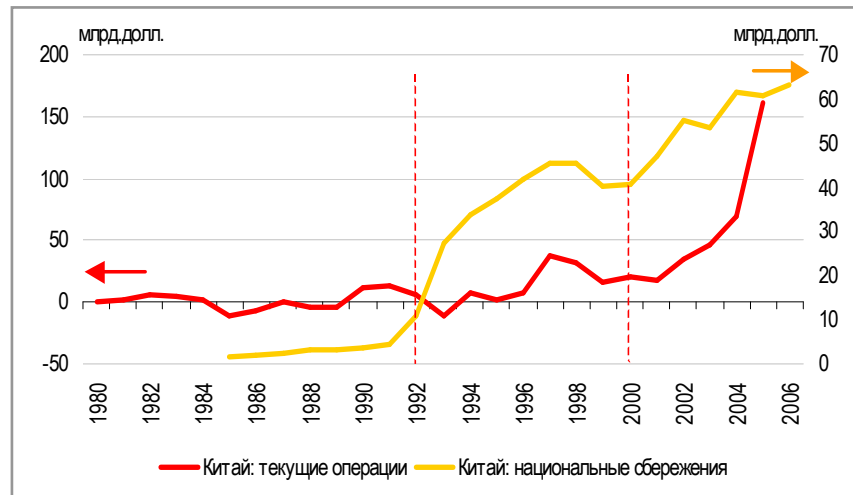
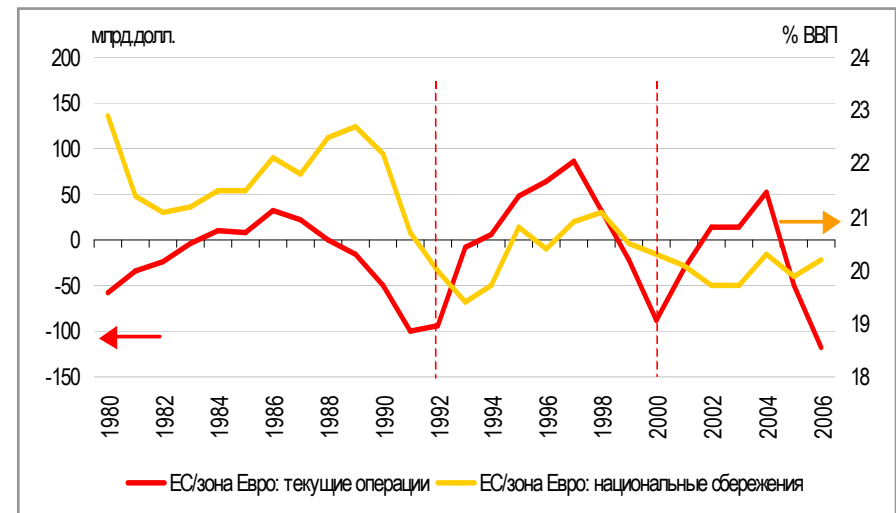
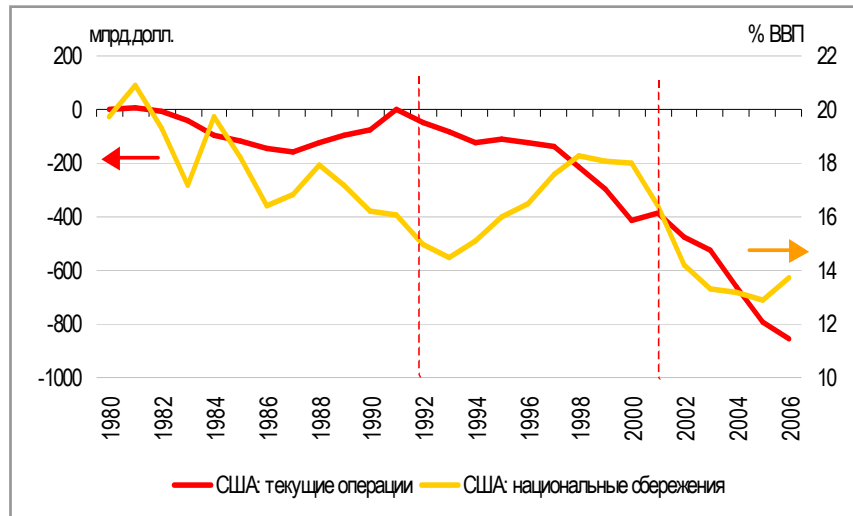
Источники: World Bank, ВТБ

- Глобальная ликвидность находится в состоянии трех-летнего сжатия в результате деятельности сначала ФРС, а потом остальных ЦБ мира. Но только теперь начали сказываться последствия этого.

На графике слева сверху представлены зарегистрированные ставки в US\$, EUR, GBP, JPY, CAD и AUD, взвешенные по объему ВВП соответствующих экономики.

- В течение длительного времени мировая ликвидность поддерживалась
 - политикой ЦБ вне США (денежная масса евро растет до сих пор);
 - ростом золотовалютных резервов экспортирующих стран;
 - ростом долларовых активов вне США (агрегат М3).
- Это вызывало:
 - бурный экономический рост и рост инвестиций на новых рынках;
 - недооценку рисков инвесторами;
 - инфляцию активов и рост угрозы инфляции во всем мире.

Глобальный контекст: источники кризиса

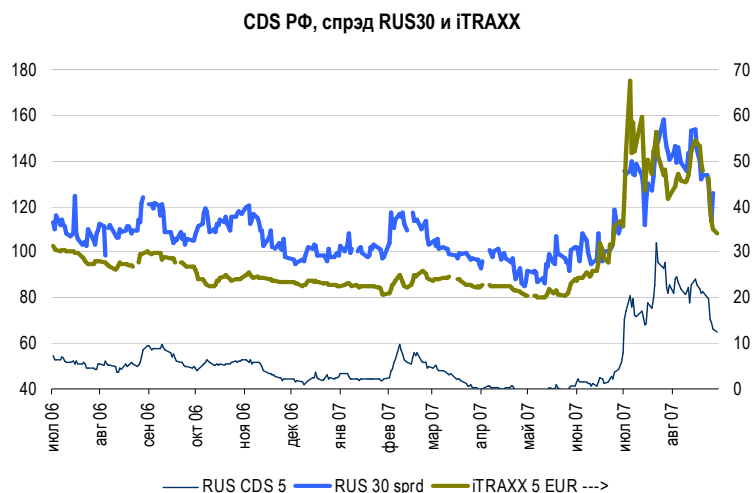


- Перенос реального производства в развивающиеся экономики заставил ФРС понижать ставки в целях стимуляции потребления и избежания дефляции.
- Из-за низких ставок в США резко упали сбережения и вырос кредит.
- Это в конце концов привело к инфляции активов
- Сейчас ФРС может оказаться в ситуации «inflate or die»

Источники: World Bank, ВТБ

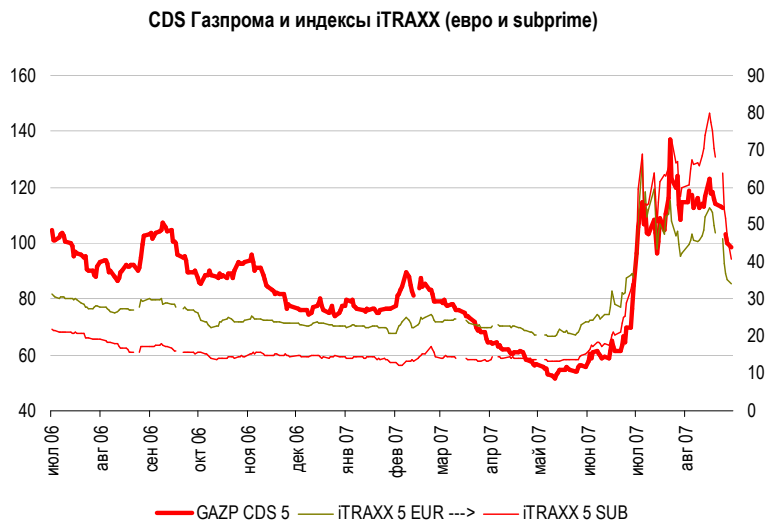
Глобальный контекст: credit crunch

Глобальная ликвидность: последствия ужесточения.



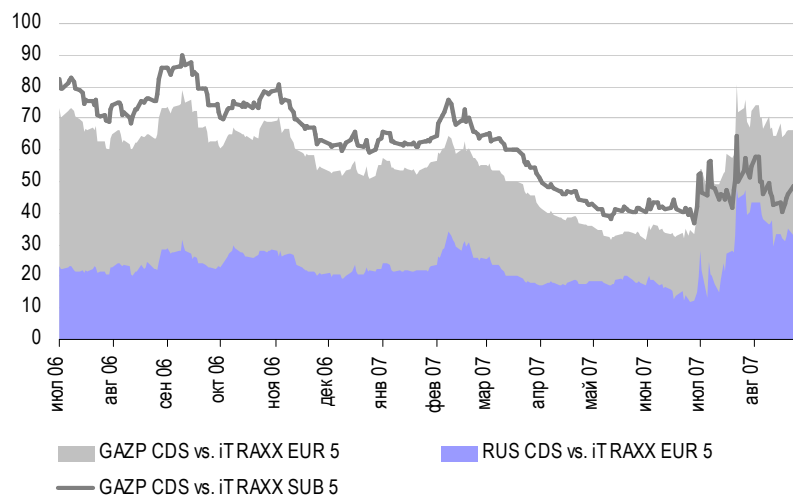
- Кризис рискованной ипотеки США – частное проявление глобального сжатия ликвидности и переоценки глобальных рисков.
- Кажется, сегодня мир оказался не готов полностью отгородиться от динамики американской экономики. Тем не менее:
- S&P: России, Украине, Египту и Чехии менее всего следует опасаться кризиса на мировом финансовом рынке. (Латвия, Исландия, Болгария, Турция и Румыния – опасность существенна).
- Но Россия не могла остаться в стороне: отток капитала в августе – 5.5 млрд.долл.(приток за 7 месяцев – около 70 млрд.долл.)

Россия: неизбежный «пострадавший»



Источники: Bloomberg, ВТБ

Спреды CDS РФ и Газпрома к индексам iTRAXX



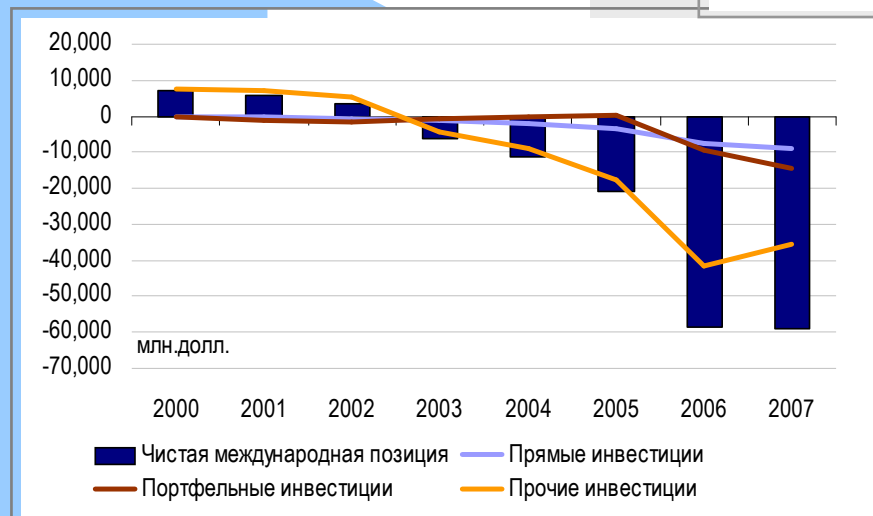
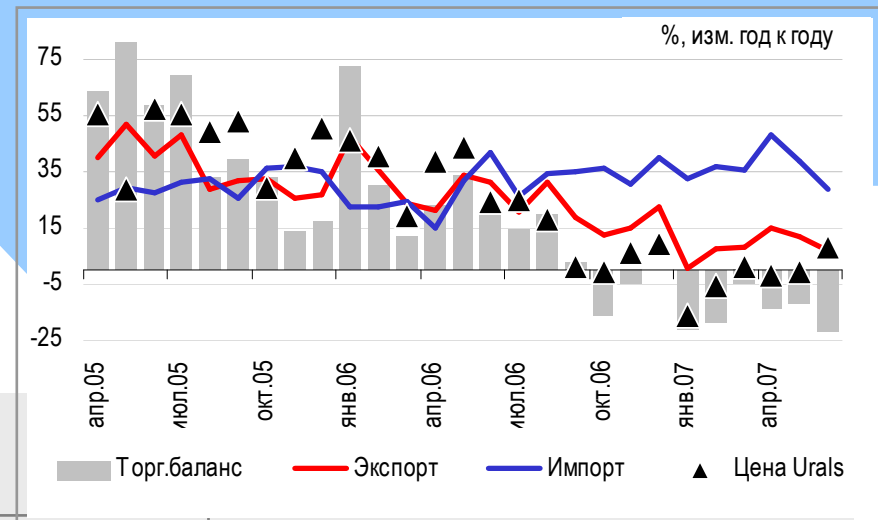
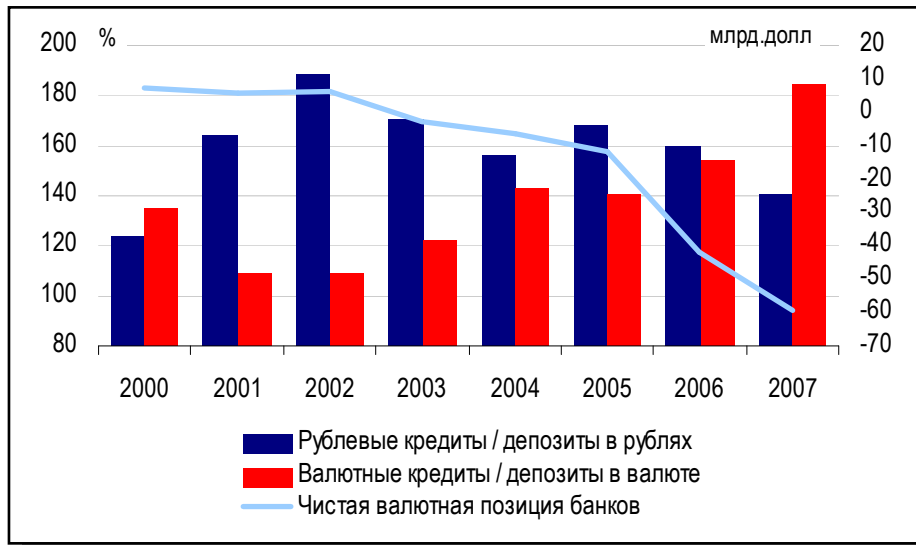
Глобальный контекст: в последнюю минуту

Долларовый индекс (к 6 валютам).



USD/RUB при EUR/USD 1.50 и 2.00 (при условии неизменности корзины ЦБ РФ):
24.2 руб. и 20.4 руб.

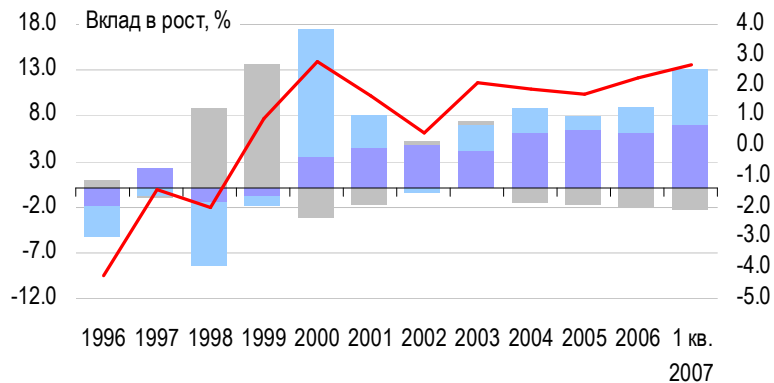
Ликвидность как фактор риска для РФ



В отличие от стран Центральной Европы, российская банковская система нуждается и в рублевом фондировании активов, и в валютном рефинансировании пассивов...

Экономка тройного профицита: момент использован

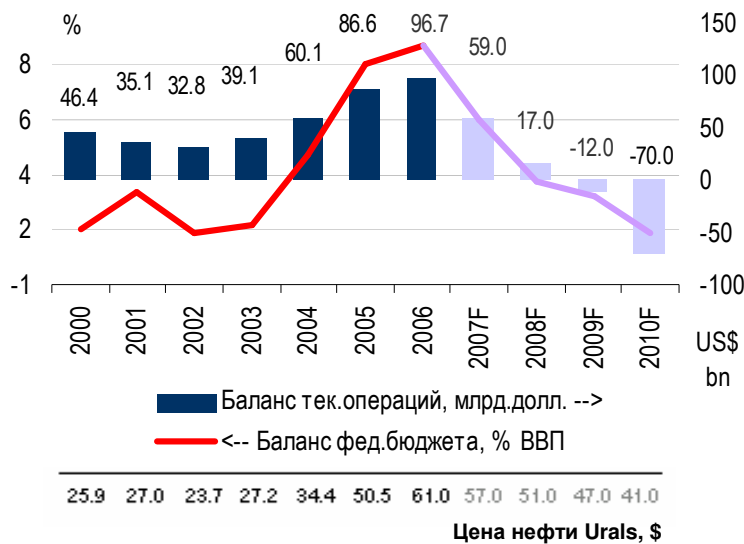
ВВП РФ: драйверы роста



■ Расходы на конечное потребление ■ Валовое накопление
■ Чистый экспорт — Инвестиции -->

Источники: ЦБ, ФСГС, ВТБ

Тройной профицит не вечен, но 2 года есть



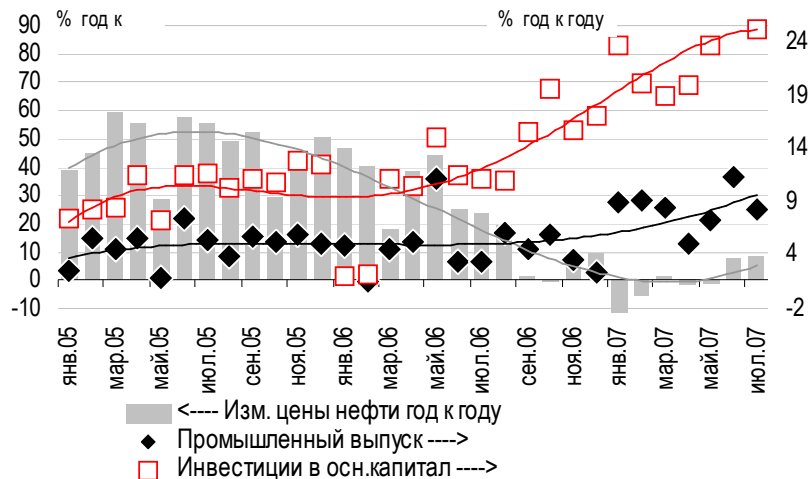
Источники: ЦБ, Bloomberg, МЭРТ, прогноз ВТБ

ВВП в 1-ом кв. – 7.9% (рекорд с 2003 г.).

- Рост основан уже не на «нефтяном рекорде»: ср. цена нефти за 8 месяцев – 63 долл., практически, как и год назад. **Инвестиционный бум на высокой ликвидности, притоке капитала, «чрезвычайных факторах»** (см.далее).
- За 8 месяцев 2007 г.:
рост ЗВ резервов – 73 млрд.долл. (80 млрд. год назад)
рост стабфонда – ок. 1.1 трлн.руб. (с поправкой на гос.долг)
- **Тройной профицит:**
профицит фед.бюджета – ок. 1.3 трлн.руб., 7.5% ВВП (7 мес.)
профицит тек.операций – 38 млрд.долл. (55 – 2005 г.) (6 мес.)
чистый приток капитала – св. 66 млрд.долл. (15.1 – 2005 г.)
- Рост денежной массы до 36% ВВП
- **Главный итог благоприятного периода: шанс на инвестиционную модель роста** (1 кв., оценка Казн ВТБ)
- Зависимость от цены нефти снизилась на краткосрочном, высока на долгосрочном горизонте, снижается на горизонте года-двух.
- **Риски: среднесрочный (1-2 года): волатильность капитальных потоков, стратегический: конкурентоспособность РФ.**

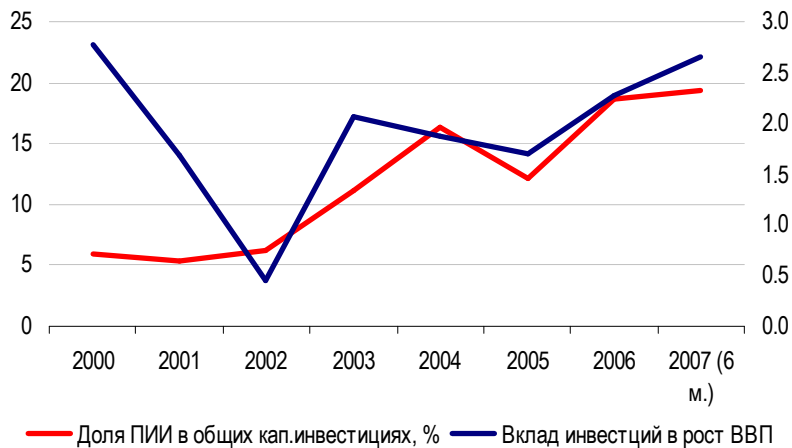
К национальной инвестиционной экономике

Инвестиционный бум против тренда в нефти...



Источники: ФСГС, ВТБ

...и благодаря глобальным рынкам



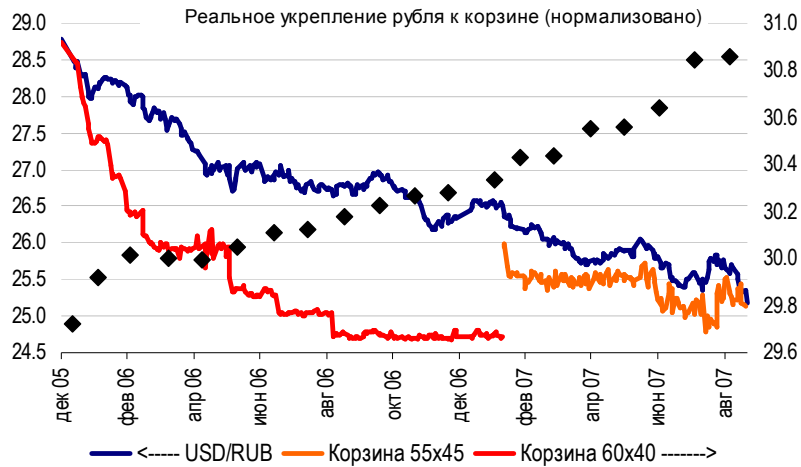
Источники: ЦБ, Минфин, ВТБ

- Сильный старт 2007 г. подготовлен инвестиционным бумом 2-ой половины 2006 г. и поддержан в наступившем году новым спуртом инвестиций:
 - вклад инвестиций в рост ВВП в 2006 г. + 2.3 проц. пункта (оценка ВТБ), в 1-ом кв. 2007 г. + 2.7 проц. п., абс. рекорд за годы реформ
 - прямые инвестиции из-за рубежа достигли в 2006 г. 31 млрд. долл. - также абс. рекорд (за 6 мес. 2007 ок. 17 млрд. долл., равно 6 мес. 2006 г.)
- За инвестиционным бумом стоят 3 базовых фактора:
 - GL (Global Liquidity, состояние международного рынка капитала) + MO (Market Openness, открытый рынок) + FNMP (Firm National Monetary Policy, прогресс в области национальных финансов) = IDE (Investment-Driven Economy, шанс на переход от экспортно-потребительской к инвестиционной модели развития)*
 - инвест. рейтинг РФ
 - конвертируемость рубля
 - высокая глобальная ликвидность
 - поиск активов глобальными инвесторами
 - укрепление рубля из-за «тройного профицита»
- **«Чрезвычайный эффект непрямого действия»: продажа активов НК ЮКОС.**

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ЭКОНОМИКА – ЭТО ЭКОНОМИКА ДЕНЕГ, ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК; РИСКИ ДОЛЖНЫ БЫТЬ УПРАВЛЯЕМЫ

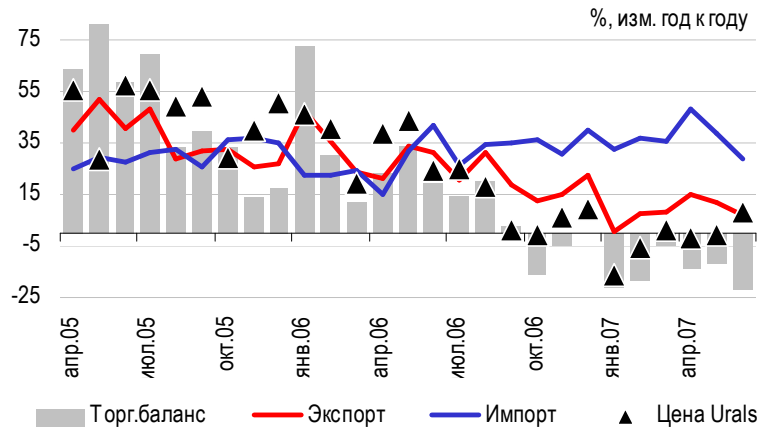
Обменный курс – рычаг экономической политики?

Укрепление рубля: уже не так решительно:



Источники: ЦБ, ВТБ

Экспорт стабильно отстает:



Источники: ЦБ, ВТБ

- Для управления российской экономикой существует не так много рычагов. Важнейшие из них: административные и курсовые. В 2007-2010 гг. к ним добавятся гос.инвестиции.
- ЦБ в еще 2004 г. публично отказался от таргетирования номинального обменного курса, объявляя лишь ориентир реального эффективного курса (REER).
 - NB. Так называемый монетарный курс рубля к доллару составляет менее 12 руб.
- Управление REER рубля призвано регулировать торговый баланс. Однако в условиях высоких цен на нефть это получается не очень хорошо.
- Цель ЦБ – добиться управления экономикой с помощью процентной ставки. Для этого нужно:
 - снять проблему избыточной ликвидности
 - убрать с рынка спекулянтов, сделав кривую более плоской
 - построить ЭФФЕКТИВНУЮ банковскую систему
- ...однако в условиях огромного профицита торгового баланса все, что может сделать правительство и ЦБ: стерилизовать приток валюты (Стабфонд) поощрять сбережения (система страхования вкладов, политика ставок)
- Впрочем, ситуация профицита – всего примерно на 2 года

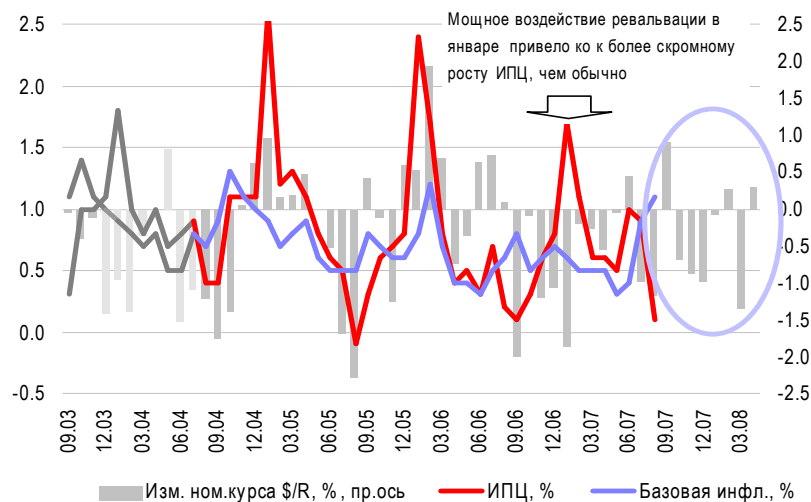
Борьба с инфляцией: с помощью курса рубля

Откуда рубли?



Источники: ЦБ, ВТБ

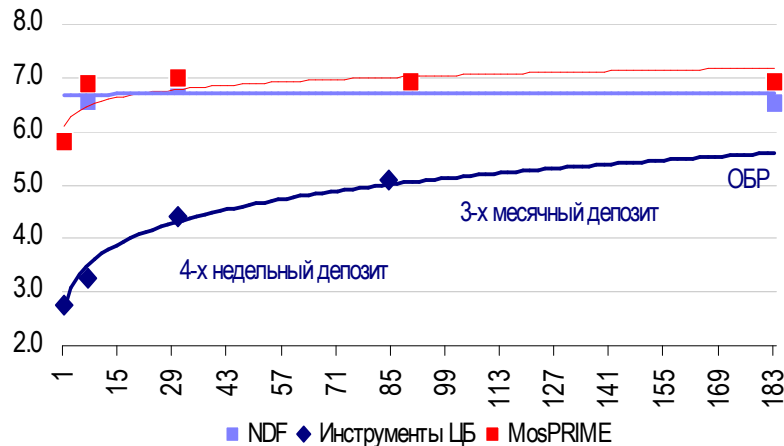
Как укрепление рубля на самом деле влияет на инфляцию



- На протяжении 2005-3 кварталов 2006 г. ЦБ считал укрепление рубля эффективным методом борьбы с инфляцией. На самом деле, начиная с 2004 г., номинальное укрепление рубля действительно влияло на инфляцию с лагом от 7 до 8 мес.
- ЦБ пытался решать свою двойственную задачу по борьбе с инфляцией и с реальным укреплением рубля, разнося две ее стороны во времени:
 - укрепление рубля приходилось главным образом на начало года, когда инфляция также показывает наивысшие значения;
 - в конце года ЦБ позволял рублю несколько скорректироваться в погоне за формальным показателем реального эффективного курса.
- В 2006 г. ЦБ повезло больше, чем в 2005 – инфляция составила 9%, REER – 7.7%. Задела ревальвации рубля ЦБ пока хватает, но он **не безграничен**.
- В 4-ом кв. 2006 г. ЦБ прекратил ревальвацию RUB к бивалютной корзине. В 1-ом кв. 2007 г. RUB был ревальвирован всего один раз - с изменением состава корзины, несмотря на огромную эмиссию – 1.5 трлн.руб. за 4 месяца (равно эмиссии за весь 2005 г.)!
- Инфляционный риск снова высок. Инфляция по итогам 2007 г. может достичь 9%.

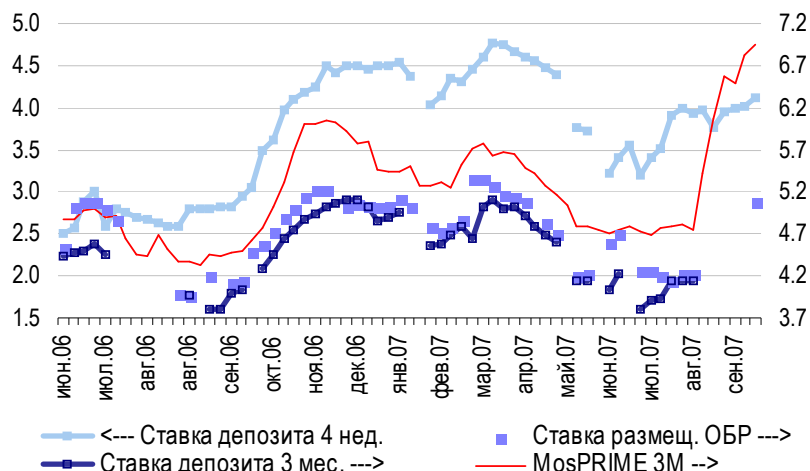
Управление ликвидностью и борьба с инфляцией

Кривая ЦБ и рынок (сентябрь 2007 г.)



Источники: ЦБ, ВТБ

ЦБ в деле и стерилизации ликвидности



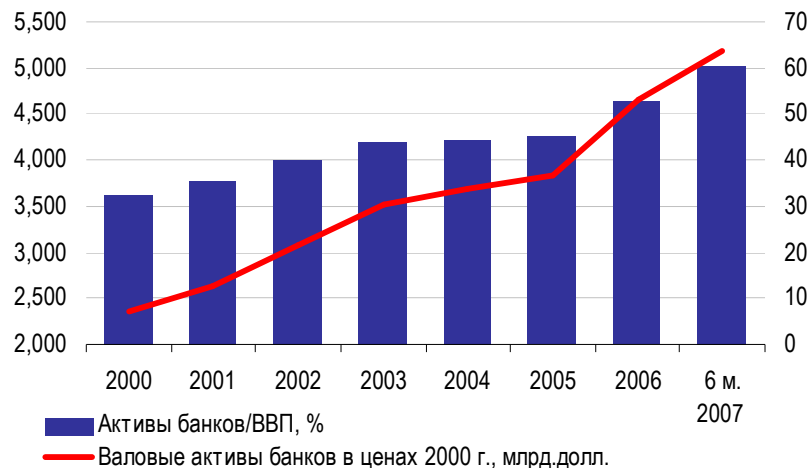
Источники: ЦБ, ВТБ

КАК ЦБ УПРАВЛЯЕТ КРИВЫМИ:

- Избыточная ликвидность (ставки overnight 2% и ниже) периодически появлялась на рынке в течение 2004–начала 2007 гг.
- Основной «нейтрализатор» избыточной ликвидности - федеральный бюджет, с объемами изъятия денег около 5 млрд.долл. в месяц, является профицитным с 2000 г.
- В настоящее время у ЦБ есть довольно широкая линейка и стерилизационных инструментов, и инструментов рефинансирования.
- Но инструменты рефинансирования в основном краткосрочные, со ставками, варьирующимися от 6% до 10% (конверсионные свопы o/n, репо, прямые кредиты банкам)
- Стерилизующие инструменты представлены депозитами и ОБР с максимальным сроком 6 месяцев.
- Российская экономика имеет низкую степень монетизации, отношение M2/ВВП составляет всего примерно 30%.
- Кроме того, хроническая нехватка длинных инструментов добавляет волатильности денежному рынку.

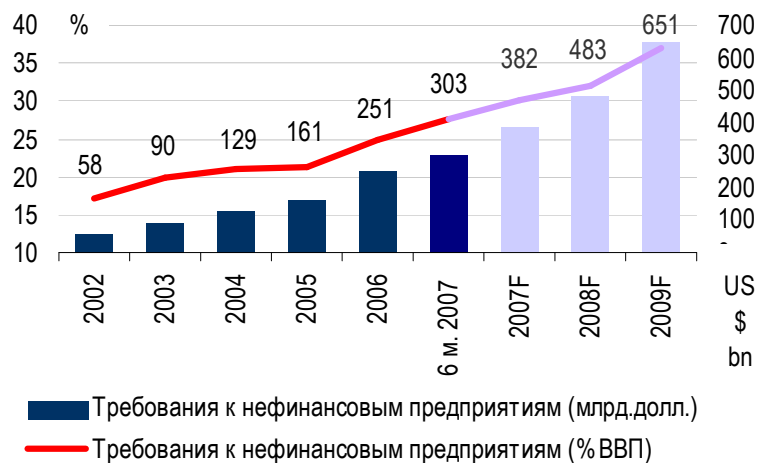
Банковская система: пространство для роста

Банковская система РФ: новые горизонты



Источники: ЦБ, ВТБ

Больше влияния на экономику



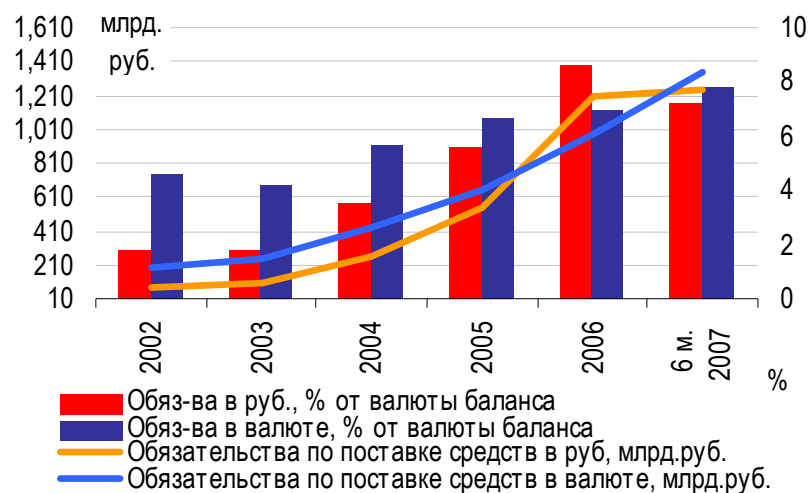
Источники: ЦБ, ВТБ

«Знаете ли вы еще хоть одну большую экономику, которая движется вперед без развитой банковской системы?»

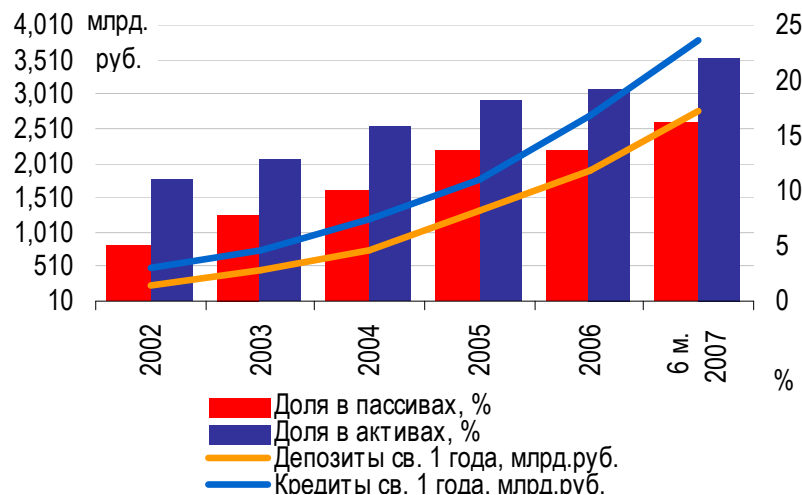
- Активы российской банковской системы долгое время стагнировали возле 40-50% ВВП, несмотря на бурный рост в течение 3-х лет (CAGR 2003-2006 гг. – 40% в долларовом выражении).
- За 7 мес. 2007 г. рост активов банков РФ в реальном выражении 16% (13% год назад), активы достигли 70% ВВП. В 2006 г. они составили около 534 млрд.долл. (по курсу на конец года) против 340 млрд.год назад. (за 7 месяцев 2007 г. – 666 млрд.долл.)
- В это же время отношение активов банковской системы к ВВП Казахстана достигло 110%:, Украины – 65%. России еще нужно пройти свой путь.
- Кредиты реальному сектору/ВВП достигли примерно 30% (300 млрд.долл.), в 2006 – 25% (250 млрд.долл.). Рост в реальном выражении – 20% против 16% год назад.
- Кредиты населению – 9% ВВП против 7% год назад, 15% активов, 99 млрд.долл.; рост 25% в реальном выражении.

Банковская система: на новые рынки

Срочные рынки растут



Длинные деньги в балансе



Источники: ЦБ, ВТБ

- Лицом к глобальным рынкам: чистый ввоз капитала банковским сектором в 2007 г. - 37 млрд.долл. против 6.9 млрд.долл. год назад и 30 млрд.долл., ввезенных в 2007 г. нефинансовым сектором.
- Продолжение дедолларизации: чистая иностранная позиция банковской системы на конец 7 мес. 2007 г. – короткая, 72 млрд.долл. против короткой позиции 42 млрд.долл. на конец 2006 г.

Объемы срочных сделок:	2005	2006	6 м. 2007
	в % от валюты баланса		
обязательства по поставке рублей	5.6	8.6	7.2
обязательства по поставке валюты	6.7	6.9	7.8
обязательства по поставке цен.бумаг	0.8	1.1	2.5
обязательства в рамках репо	2.8	3.1	3.1

Доля долгосрочных ресурсов:	2005	2006
	в % от валюты баланса	
Депозиты сроком св. 1 года	13.5	13.6
из них – св. 3-х лет	1.0	0.9
Кредиты сроком св. 1 года	18.7	17.9
из них – св. 3-х лет	6.2	7.1

Капитал банковской системы:	2005	2006
	2007	
млрд.долл.	43	64
% ВВП	5.8	6.4
капитал/активы	12.7	12.0



Источник волатильности ставок

Монетарные власти РФ заслужили высокую оценку за управление денежным предложением



Инструменты денежной стерилизации, доступные Центробанку

Обменный курс	С лагом в 7-8 мес.	Есть
Инструменты прямого регулирования	Резервы (ФОР)	противопоказания! 5-6% ден.базы
Рыночные инструменты	ОБР, депозиты	5-12% ден.базы
Стимулирование сбережений	Проц.ставки, защита вкладов и проч.	

Схема типичных валютных потоков в РФ

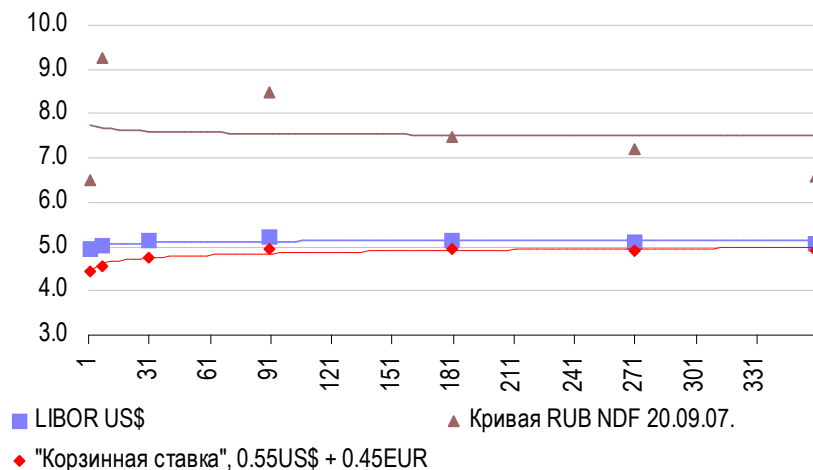


- В 2006 г. прирост ЗВ резервов от покупки валюты составил около 110 млрд.долл. (оценка ВТБ), что должно было вызвать эмиссию 3.1 трлн.руб. **За 7 мес. 2007 – 105 млрд.долл. и 2.7 трлн.руб.**
- Широкая денежная база выросла на 1.5 трлн.руб. (**1.8 трлн.руб.**). Стабилизационный фонд вырос примерно на 1.6 млрд.руб. (**900 трлн.руб.**; с поправкой на досрочную выплату гос.долга). Стерилизация составила почти 50 х 50 в 2006 г. и **на треть – за 7 мес. 2007 г.!**
- М2 в 2006 г. выросла на 49% до 9 трлн.руб., всего около 33% ВВП (**на 21% до 11 трлн.руб. и 35% ВВП**). Экономика остается низко монетизированной.

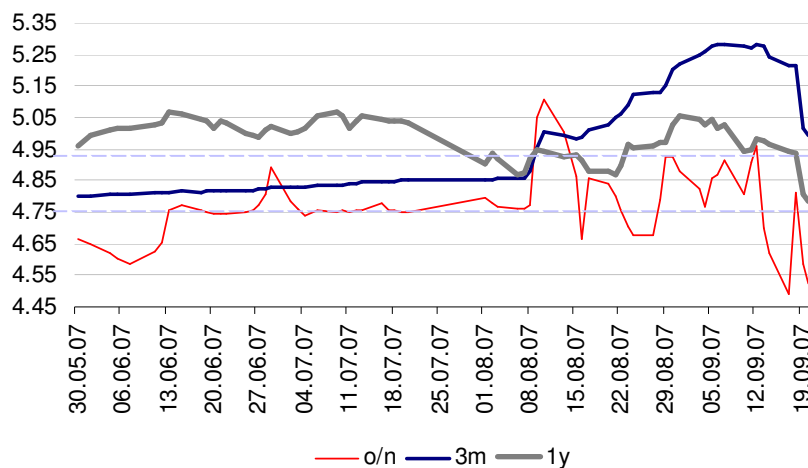
Поток валюты
 Поток рублей

Начало жизни российских процентных деривативов

Так выглядит денежный рынок:



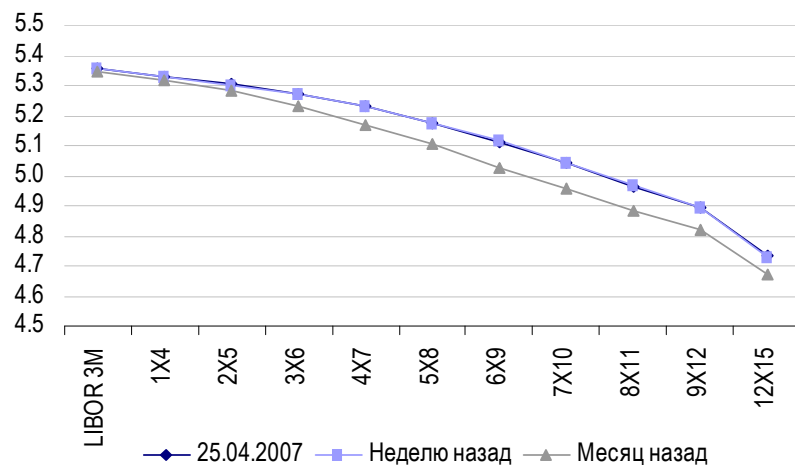
Изменение стоимости финансирования через бивалютную корзину в 2007 г.



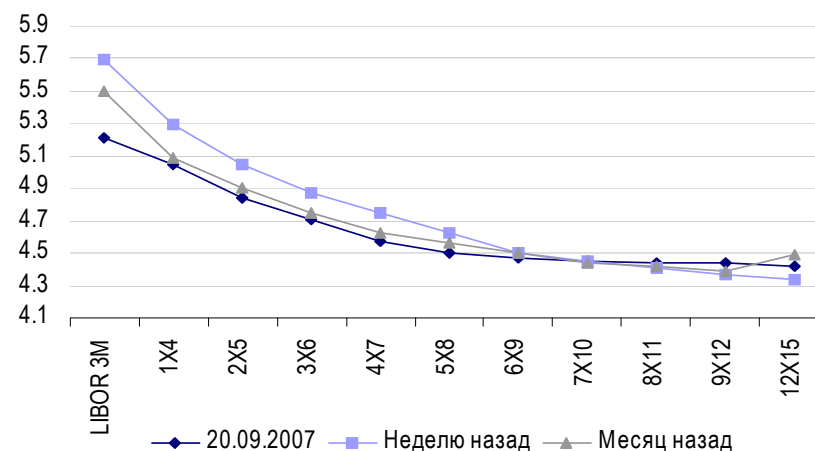
- В 2004-2005 гг. NDF стали основой рублевого денежного рынка. NDF - очень популярный инструмент и для хеджеров, и для спекулянтов
- Спрэд «местные ставки/вмененная доходность NDF» сужается, по мере того, как российский внутренний валютный рынок становится все менее изолированным
- Бивалютная корзина ЦБ во многом устраняет проблему курсовой волатильности при финансировании через своп. Ревальвация рубля к корзине во многом стояла за притоком капитала в 2006 г.
- Российские банки испытывают потребность в адекватном и релевантном индикаторе для будущих ставок сроком от 1 до 12 мес. в дополнение к форвардам (российский аналог LIBOR).
- Единственный бескомпромиссно адекватный индикатор spot-ставок с гарантией твердых котировок – MosPRIME, рассчитываемый НБА на основании котировок 8-ми банков. Эта кривая нуждается в расширении.
- MosPRIME становится базой для линейки процентных деривативов

Как это должно выглядеть

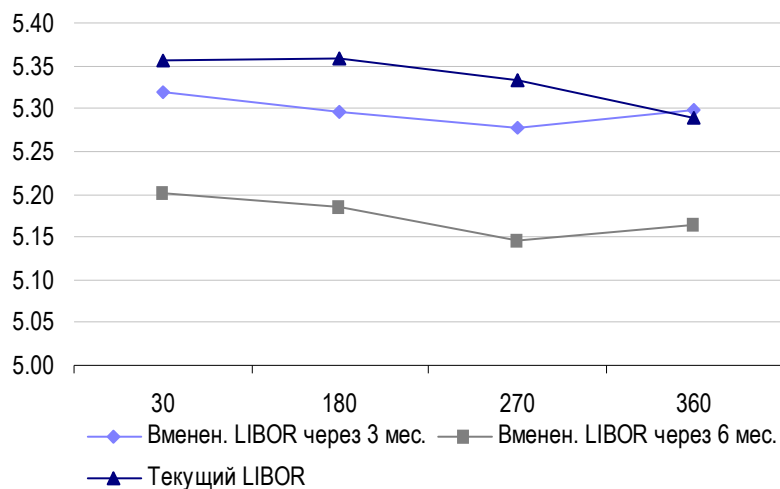
Кривая FRA USD: в мае 2007 года:



... и на сентябрь 2007 г.:

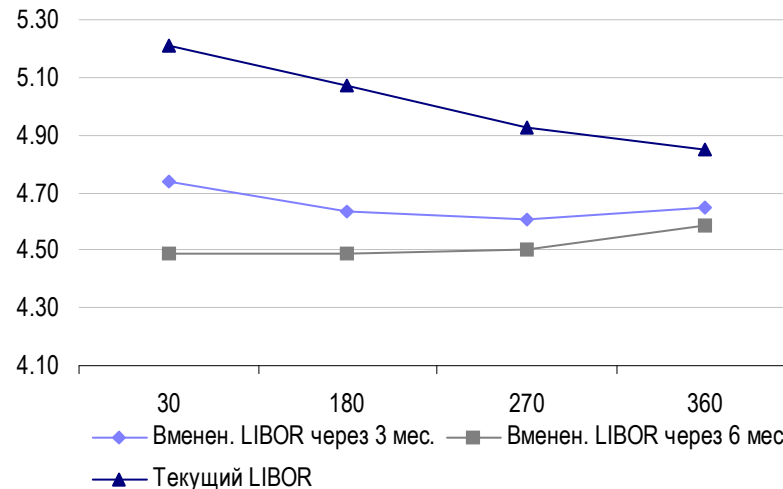


Eurodollar futures: в мае 2007 года:



Fed target через 3 мес. = 5.0% (на тот момент: 5.25%)

... и на сентябрь 2007 г.:



Fed target через 6 мес. = 4.25% (текущая: 4.75%)

Контакты

Юрий Денисов,
вице-президент - начальник Казначейства
Финансового департамента ВТБ

Тел.: +7-495- 775-70-72

Факс.: +7-495 -956-38-93

e-mail: denisov@vtb.ru

Николай Кашеев,
начальник Аналитического отдела
Казначейства Финансового департамента
ВТБ

Тел.: +7-495-775-70-93

Факс: +7-495-956-47-96

e-mail: kni@vtb.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица.

Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений Внешторгбанка («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов).

Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации.

Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Аналитического отдела Казначейства, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика в отношении какого-либо финансового инструмента.