

*Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com***Каждому - своя ловушка**

Итак, США, как мы вчера отметили, подошли как никогда близко к «ловушке ликвидности». Доходность 4-х недельных bills оказалась на уровне нуля и даже в какой-то момент опустилась еще ниже (объем – 30 млрд.долл.), доходность 3-х месячных bills была немногим выше – 0.005%. Понятно, что во многом эти цифры соответствовали моменту: столь высокий спрос отчасти обеспечивает фактор конца года. Другая часть – это, конечно, делевередж.

В эти дни рынки, конечно, находятся в не совсем обычном состоянии, насколько вообще понятие «необычное состояние» может быть адекватным нынешнему моменту. Однако и от окончаний прошлых лет положение кое-чем отличается. Никогда прежде попытки пред рождественского ралли, особенно в акциях, не были столь мало фундаментально обоснованными: ситуация в глобальной экономике меняется сегодня от плохого к худшему. Последняя из действительно плохих новостей – значительное снижение темпов роста экспорта из Китая, отчасти обусловленное неудовлетворительным функционированием мировой финансовой системы, которого мы вчера коснулись. Очевидно, что прежде, чем китайцы используют уже анонсированные стимулы для поддержания внутреннего спроса и придумают нечто новое, ситуация в этой крупнейшей из развивающихся экономик ухудшится еще более ощутимо. «Рецессия в Китае» – что можно было придумать ужаснее буквально три месяца назад? Судьба цены на нефть оказывается почти исключительно в руках ОПЕК (заседающей 17 декабря), если отбросить на неопределенное время сценарий с выравниванием мощного контанго на рынке нефтяных фьючерсов (см. также вчерашний обзор).

Более того, прямые инвестиции в Китай – невиданное дело – упали в ноябре почти на 37% – до 5.3 млрд.долл. Это, кстати, оказалось ближе к российским значениям: за первые 9 месяцев 2008 г. средний объем прямых инвестиций в РФ составил 7.2 млрд.долл. против 4.3 млрд. годом ранее. Если бы это сейчас имело серьезное значение! Заметим, что консервативные европейцы еще в 2007 г. снизили объем прямых инвестиций в КНР в 3 раза – до всего лишь 2.7 млрд.долл., перенеся акцент на Индию и РФ. Однако за 11 месяцев 2008 г. объем прямых инвестиций в КНР составил 86.4 млрд.долл. против 64 млрд. в Россию. Не так плохо в случае России это было, кстати.

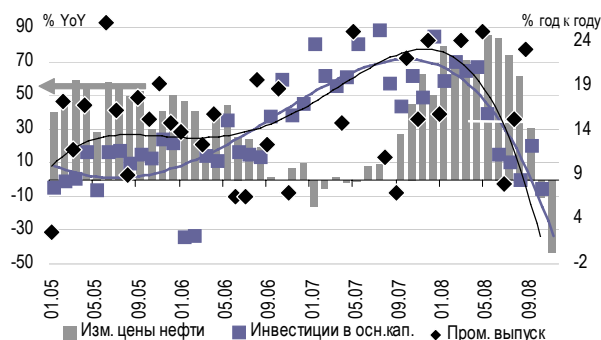
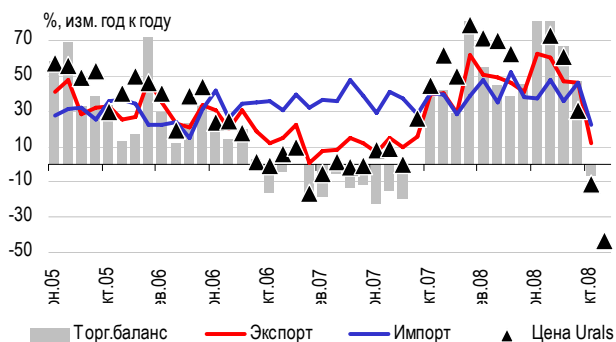
Мировой оборот денежных потоков продолжает замедляться из-за снижения активности внешней торговли и трансграничных финансовых сделок, торможения роста мировых золотовалютных резервов, что оставляет все меньше шансов для роста прибылей корпораций, emerging markets и, разумеется, цены активов. Финансовая составляющая оказала на этот раз мощнейшее влияние на российскую экономическую ситуацию, снизив ее эластичность к цене нефти. Не удивительно: как известно, в 2007 г. приток частного капитала в РФ впервые оказался сопоставим со счетом текущих операций – около 6% ВВП. Чистый экспорт / ВВП – 9% против 13% годом ранее. Могло бы показаться, что РФ, в отличие от тогдашнего Китая, движется в сторону опоры на внутренний спрос, если бы не структура притока частного капитала, где абсолютно доминировали заимствования. Причем сам капитал, как оказалось, основан на hot money – пресловутом damned leverage.

То, чем некогда – буквально год назад – можно было гордиться: если угодно, псевдо-диверсификация экономики («отходим от нефтяной зависимости»), теперь оборачивается своей темной стороной. То ли проблема в том, что деньги во всем мире были слишком уж «горячими», то ли мы сами виноваты. События последнего времени на валютных и денежных рынках – и мы немало писали об этом – говорят, скорее, о

том, что мы просто приняли участие в глобальном цикле. Наш «вклад» в том, что мы так и не создали конкурентоспособных торгуемых отраслей.

Российский экспорт «падает со скалы»: такого снижения цены нефти год к году, как в ноябре, не было с конца 90-х. Однако эластичность баланса к цене нефти пока не такая уж фатальная: в октябре цена нефти год к году упала на 11%, а экспорт, напротив, вырос на 12%. Это, конечно, всего лишь временной лаг (поддерживаемый, кроме всего прочего, известным отставанием цен на газ), однако, что более важно в нынешней обстановке, и рост импорта снизился более чем вдвое – до 22% с 46% год к году месяц назад. Средний темп роста импорта за 9 мес., кстати, был 42%.

Российский ВВП страдает беспрецедентно жестоким образом от двух факторов: падения цены нефти и сокращения мировых потоков капитала, покрывавших гэп между частными сбережениями и инвестициями. Если бы финансовый фактор, точнее, фактор капитала не играл такой роли в российской экономике, как сейчас (и, кстати, государственные сбережения были бы меньше), то, при привычной эластичности ВВП к нефти по итогам года (около 94 долл./барр.) мы бы имели рост ВВП несколько выше 7%. Теперь же, например, нулевой рост ВВП в 4-ом кв. выводит нас на годовой рост экономики 5.5%. И это если еще такие сегменты экономики, как торговля, сумеют избежать рецессии и обеспечить этот самый нулевой рост! Материальное производство, скорее всего, уже сокращается.



Источник: ЦБ, МДМ-Банк

Источник: ФСГС, МДМ-Банк

Итак, в нынешних условиях массового делевереджа, который, видимо, прошел около половины своего пути, и, соответственно, более медленного обращения международных капитальных потоков на фоне замедляющейся торговли, глобальной рецессии, включая страны BRIC, возможной дефляции и, вдобавок, «ловушки ликвидности» в США, никаких серьезных оснований для восстановления рынка акций, разумеется, нет. Точно так же, как успехи центральных банков на мировых денежных рынках пока довольно скромны... Мы видим не вполне обычное и очень тревожное окончание года.

DJIA вряд ли выглядит так, как будто на рынке есть настроение для серьезного ралли... Крайне низкая доходность US Tys показывает то же самое: вряд ли сегодня есть массовое желание иметь в конце года волатильные активы на балансе, невзирая на планы Обамы и [довольно вялую] борьбу за автопром США. Аппетит к риску имеет сегодня маргинальный характер. Тем не менее, нельзя сказать, конечно, что рискованные активы вообще никому не интересны. Однако на дворе, определенно, далеко не 2006 г.



Характеристики обменного курса рубля

09.12.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	28.0029	-0.00	+13.7	+3.7	+9.5
USD ETC Tod	27.9895	+0.02			
USD ETC Tom	28.0070	+0.09			
EURO TOD	35.9998	-0.03	+0.72	+4.3	-0.3
RIBER bid	28.0088	+0.09	13.52	3.85	9.52
ask	28.0154				
Своп TodTom, пипс	137	USD/EUR кросс-курс			
0.45 EUR + 0.55 USD	31.5941	-0.01	+6.6	+4.0	+4.2

Объем торгов ММВБ

09.12.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,147.8	-12.0	1,488	1,414
USD ETC Tom	4,803.9	-3.2	4,922	4,669
ММВБ долл., всего	5,951.6	-5.1	6,410	6,083
EURO TOD	136.3	+81.2	88	62

Курсы мировых валют

	09.12.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2972	1.2913	+0.45	+1.64	-9.26
USD/JPY	92.3	92.740	+0.51	+5.86	+13.98
GBP/USD	1.4809	1.4805	+0.03	-6.27	-19.18
CHF/USD	0.8317	0.8306	+0.13	-2.13	-6.84

Индикаторы рублевой ликвидности

	09.12.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	562.0	-24.5		592	636
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	326.8	4.0		322	210
MosPRIME o/n	8.00		-63	10.57	9.14
MosPRIME 1m	20.50		-8	20.10	14.17
MosPRIME 3m	22.00		+0	21.10	14.93

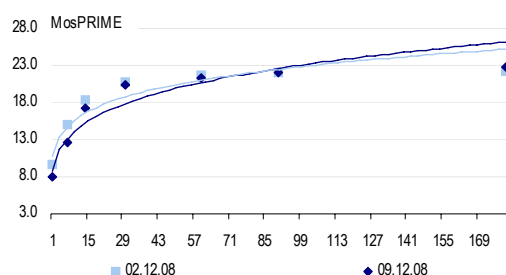
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 09.12.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	28.3968	4,080	18.1	28.4458	4,570	21.2	-310
1 мес.	28.8428	8,540	38.3	28.8949	9,061	41.6	-330
3 мес.	30.3784	23,896	36.5	30.7308	27,420	41.9	-540
6 мес.	31.7409	37,521	29.4	32.2648	42,760	33.4	-400

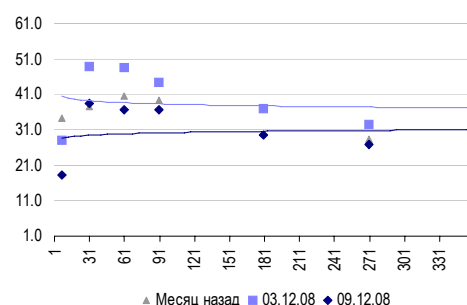
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 09.12.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 09.12.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.835	0.822	1.3	0.84	0.88	-5
3 года	1.110	1.005	10.5	1.11	1.07	4
5 лет	1.595	1.510	8.5	1.60	1.61	-1
10 лет	2.641	2.553	8.8	2.64	2.66	-2

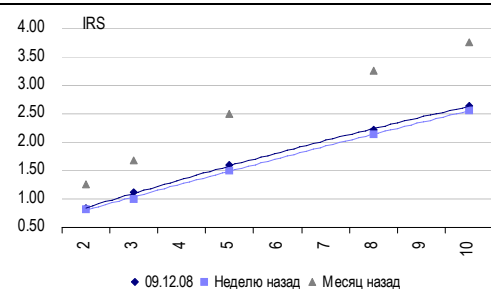
Кривая ставок MosPRIME



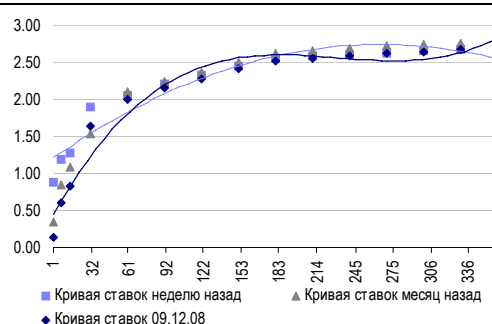
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



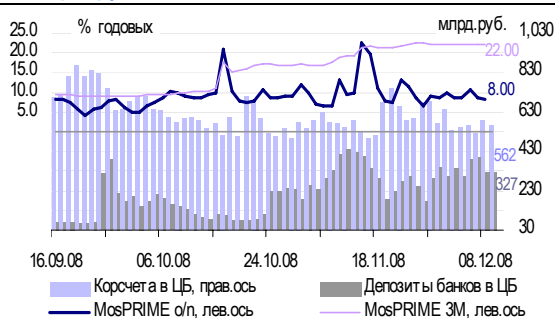
Кривая IRS USD



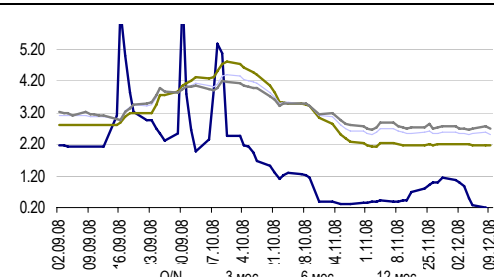
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 1 декабря		Вторник, 2 декабря		Среда, 3 декабря		Четверг, 4 декабря		Пятница, 5 декабря	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем	9.16 122,780.8	196,300.2	9.17 123,311.8	122,811.6	9.17 120,875.8	123,342.8	9.15 106,006.3	120,906.2	9.17 173,224.1	106,032.9
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем	9.42 30,965.5	661.6	9.52 11,414.6	30,973.5	9.55 9,861.8	11,417.5	9.54 20,938.7	9,864.4	9.46 292.9	20,944.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			9.57 4,363.2 09.12.08							
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв. ставка							01.01.09 6.72			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв. ставка							04.03.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка отсеч. объем спроса размещено	03.06.09 400,000 12.49 12.00 335,175 335,175		29.12.08 150,000 11.96 11.50 99,959 99,959		305,059					
Аукцион ЖКОХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка отсеч. объем спроса размещено					23,000		02.2009; до вк 15 000; 7 000 12.52; 6.75 12; 6.75 52 717; 7 111 15 000; 7 000			
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-7 16.03.09 5,000 8.10 481 393			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв. ставка			04.03.09 10.76							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	+68,900		-101,600		+15,000		+8,600		-46,600	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-52,000		+45,100		-40,500		+91,300		+5,100	
Итого. прямое репо *	объем	153,746.3	196,961.8	134,726.4	153,785.1	130,737.6	134,760.3	126,945.0	130,770.5	173,517.1	126,977.0

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 8 декабря		Вторник, 9 декабря		Среда, 10 декабря		Четверг, 11 декабря		Пятница, 12 декабря	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем	9.17 134,127.1	173,354.7	9.18 139,173.1	134,160.8		139,208.1		0.0		0.0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем	9.50 2,382.8	293.2	9.57 8,934.3	2,383.4		8,936.6		0.0		0.0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			9.62 33,001.2 16.12.08							
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	11.03.09 250,000 12.66 12.50 143,000 143,000		14.01.09 75,000 12.38 12.00 38,083 38,083		50,307					
Аукцион ЖКОХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка отсеч. объем спроса размещено					15,100		11.2009; 10.06.1 9 000; 15 000 ; ; ; ;			
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-7 16.03.09 5,000			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв. ставка			11.03.09 10.66							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	+68,700		-24,500		+10,500					
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-75,000		+4,000		-1,500					
Итого. прямое репо *	объем	136,509.9	173,647.8	148,107.4	136,544.2		148,144.7		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 Ерголицкая	+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	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кашеев	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.