

среда, 25 марта 2009 г.

Аналитик: Николай Кащеев, e-mail: kpi@mdmbank.com

Не конец истории

Естественно, что в центре внимания мирового сообщества – не падение экспорта из Японии на 49% (Причем экспорт автомобилей упал на 71%(!), что является прекрасной иллюстрацией глубины мировой рецессии. Это – самое глубокое снижение с начала 80-х гг., и оно способно привести к очередному падению ВВП на 12% в годичном исчислении в 1-ом кв. 2009, вслед за цифрой того же порядка в 4-ом кв. 2008 г., сообщает Bloomberg). Да и данные из страны – соперника Японии по объему и роли экспорта для всей национальной экономики ничуть не лучше. Сегодня индикатор доверия бизнеса Германии упал на самое низкое значение за 26 лет – 82.1 против 82.6 в прошлом месяце. Нет, никого уже не удивляют подобные цифры, отбрасывающие мировую экономику на 20 и более лет назад, во времена рецессии начала 80-х, и даже к середине 70-х гг. прошлого века, когда пал Bretton Woods. Все привыкли к таким величинам. В центре внимания сегодня – будущее.

Уже и не вполне понятно, как следует теперь относиться к тому, что у стран ОЭСР (да и не только у них) есть выраженный рычаг управления всей экономикой – финансовая система, которая сегодня, упрощая систему управления в целом, вероятно, будет «конкретизирована» и сведена в гораздо большей степени к классическим банковским институтам, коммерческим банкам под жестким контролем центральных банков. С одной стороны, хорошо, что такой рычаг есть, и он, в отличие от, например, цены нефти находится под прямым влиянием национальных монетарных властей. С другой стороны, наличие такого инструмента управления экономикой подразумевает высокий уровень его развития, если угодно, изощренность. Что, в случае необходимости «ремонта» создает дополнительные сложности и требует существенных ресурсов, как, например, план Т.Гайтнера, министра финансов США, по избавлению банков от пресловутых «токсичных» активов.

Этот план за последние два дня подвергся довольно жесткой критике. Не вдаваясь в детали: со стороны, так сказать, рыночного сообщества план вызывает больше критики, чем со стороны людей, смотрящих на экономику в целом. «Прорыночники» говорят, что, возможно, после завершения знаменитого стресс-теста ФРС, банки, которые будут признаны solvent but illiquid (платежеспособными, но временно неликвидными), будут принуждены к продаже своих плохих активов в фонды, создаваемые в рамках плана с малым участием частного капитала и большим участием FDIC и Тгу. Тогда, вероятно, неизбежна фиксация убытков, последуют окончательные очень крупные списания, причем, может быть, более крупные, чем при текущей рыночной переоценке таковых активов (Оппоненты говорят, однако, что тогда банки с теперь чистыми балансами смогут выйти на обновленные рынки капитала, где смогут привлечь необходимые средства по более адекватной стоимости – что, конечно, объективно говоря, еще бабушка надвое сказала).

«Прогосударственники» или «макроэкономисты» более позитивны, хотя критики с их стороны тоже хватает. Джейфри Сакс, к примеру, говорит о том, что новые инвестиционные фонды, которые будут иметь в качестве equity 20% средств частников и 80% средств монетарных властей, а в качестве левереджа 1:6 так называемый *pollgecourse* кредит FDIC (это значит, что в случае дефолта фонда – что произойдет при падении стоимости приобретенных активов на 15% от цены покупки – FDIC получит в компенсацию лишь эти самые купленные фондом «токсичные» активы), будут на деле субсидировать акционеров «очищаемых» банков. То есть, по мнению г-на Сакса, фонды будут *переплачивать* за плохие активы, т.к. в случае успеха (роста цены плохих активов или их успешного погашения) частники, определяющие цену покупки, получат – вместе с ФРС – по 50% прибыли, а при убытках (дефолте фонда) потеряют лишь свои

вложенные относительно небольшие суммы, тогда как FDIC возьмет на себя весь остальной, много больший убыток. А потенциально также немалая разница (Сакс в NYT приводит несложные расчеты) между завышенной и реальной стоимостью активов уйдет банкирам, которых, собственно, и спасают. В координатах американского гражданского общества, то есть общества налогоплательщиков, это недопустимо.

Если кого-то интересует наше скромное мнение (мы не претендуем на оригинальность, просто аргументы той или иной стороны нам могут показаться логичнее), то для нас вновь понятнее никто иной, как г-н Рубини, который считает, судя по всему, что даже если у программы Гайтнера будут дополнительные издержки, она все равно стоит мессы. По крайней мере, две «экстремальные» меры последнего времени – покупка Tries и план Гайтнера по очистке банковской системы – являются наиболее радикальными и, вместе со всем спектром инструментов рефинансирования ФРС, вполне всеобъемлющими, если не считать всегда возможных неожиданных гениальных откровений. Теперь дело за малым: удалить дьявола из деталей до такой степени, чтобы все это заработало. Если заработает, то это будет весьма широким шагом к выходу из кризиса, если нет – разочарование будет очень большим.

Надо полагать, что рано или поздно заработает, возможно, после модификаций. И после этого встанет, наконец, главный вопрос будущего: во что теперь инвестировать, в какую экономику, в какие механизмы ее роста? Надо полагать, что после окончания мощнейшего делевереджа в истории – ускорению и скорейшему завершению каковой и служит план Гайтнера – мы эту новую экономику, уже без стольких гигантских непроизводительных излишеств, вскоре и увидим. После обуздания инфляции, конечно, которая последует за нынешними мерами монетарных властей, что, вероятно, потребует очень длительного времени – хорошо бы, чтобы это произошло хотя бы в 2010 г.

В РФ А.Улюкаев, А.Кудрин признают тяжесть момента. Особенно А.Кудрин, который, на наш взгляд, совершенно справедливо говорит о возможном «втором раунде» кризиса. Данное предупреждение практически висит в воздухе и у нас, и в странах ОЭСР. Применительно к последним мы уже не раз говорили об этом: в основе нового напряжения должен быть рост просрочки в активах банков. Заметим, что план Гайтнера является в этом отношении проактивным: он рассчитан и на очистку банков от плохих активов, ставших таковыми в результате рецессии; мы также писали об этом ранее. Кроме того, мы сходу отвергли применимость подобного плана на российской почве; то же самое сделал и А.Улюкаев, вновь акцентировав возможность рекапитализации российских банков в качестве ответа на старые и новые риски. Новое предложение (помимо уже обещанного увеличения доли субординатов в капитале 1-го уровня): выпуск специальных нерыночных ОФЗ для формирования капитала, которые можно будет реповать.

Вообще, А.Улюкаев озвучил сегодня немало полезной информации. Он прямо указал на уровень поддержки бивалютной корзины ЦБ (38.5), сказал, что ЦБ купил в этом месяце всего около 10 млрд.долл. (похоже, до сего момента переоценки «съели» большую часть этого объема), понизил прогноз оттока капитала из РФ в 2009 г. ниже 90 млрд.долл. (мы после окончания девальвации стали основываться на цифре 70 млрд.долл.), а торговый профицит по итогам года ожидается теперь на уровне 50 млрд.долл. Скромно: около 4.2 млрд.долл. в месяц, зато вполне достижимо. Мы – в феврале – ожидая меньшего спада ВВП и конечного спроса по итогам года, оценивали профицит примерно в 33 млрд.долл. (при нефти 45 долл.). Сегодня, пожалуй, цифры Улюкаева оказываются ближе к истине.

Правда, А.Кудрин звучит осторожнее – и пессимистичнее. Он не считает, что цена нефти находилась в начале года на минимальном уровне – возможны неприятные сюрпризы. Но самые интересные цифры от Минфина – это оценка затоваренности складов производителей. По словам А.Кудрина она составляет 6-12 месяцев. Кроме того – в дополнительное обоснование снижения прогноза по оттоку капитала от ЦБ – А.Кудрин заметил, что международные пассивы банков составили 151 млрд.долл. против активов на уровне 147 млрд.долл., что приводит к самой узкой короткой позиции банков в иностранной валюте с 2005 года.

На начало февраля (последние официальные данные, опубликованные ЦБ) данная позиция составляла 8.4 млрд.долл.; на пике, в конец июля 2008 г. эта величина составляла около минус 102 млрд.долл.

Российская международная позиция балансировалась, разумеется, прежде всего, за счет опережающего роста активной части во время девальвации. Кроме того, по данным Минфина, с начала 2009 г. банки погасили около 50 млрд.долл. внешних обязательств, что вселяет дополнительную уверенность в правильной оценке Центробанком более низкого, чем предполагалось, оттока капитала из РФ в 2009 г., а также в более высокой устойчивости рубля. Кстати, в январе-феврале активы банковской системы РФ выросли в номинальном выражении на 6% – в основном, за счет роста иностранных активов, требований к государственным предприятиям и межбанка. То есть, главные «приводные ремни» роста активов, как представляется, очевидны.

Интересная корреляция: индекс РТС (черная линия) против курса бивалютной корзина/рубль. Главное достижение РФ в борьбе с кризисом: завершение девальвации рубля. Что, собственно, и подтверждается фондовым рынком. Конечно, уровень РТС около 700 пп. – это очень далеко от пиков 2008 г., но и рубль много слабее, зато теперь есть повод для игры на повышение:



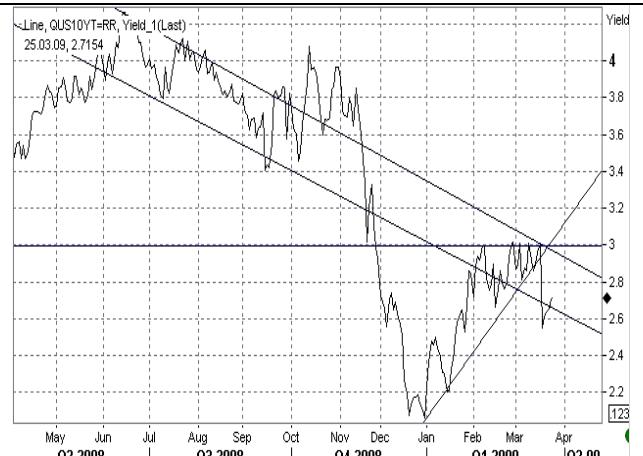
Источник: Reuters, МДМ

EUR/USD: вера в доллар все еще работает против евро. Это – технический рынок, поэтому уровни, которые перед вами, имеют большое значение. Разговоры о необходимости создания мировой валюты имеют фундаментальное основание, но все еще выглядят совершенно проектированы. Единственно значима позиция КНР – то ли китайцы действительно обеспокоены судьбой своих резервов (с чего бы, однако?), то ли имеют в виду что-то другое.



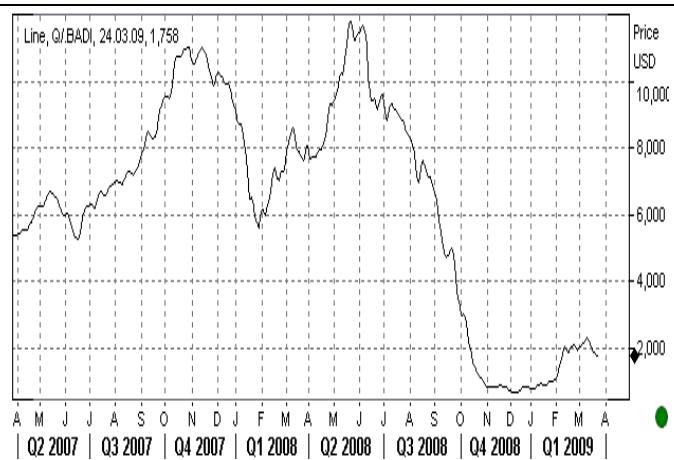
Источник: Reuters, МДМ

Доходность US Tries-10. Покупки ФРС начинаются, но ожидаемые 50 млрд.долл. покупок в месяц – втрое ниже текущего предложения. Это прекрасно понимает рынок, поэтому доходность не желает снижаться более значительно:



Источник: Reuters, МДМ

Baltic Dry Index – легкое оживление на предполагаемом спросе из Китая тут же притормозило. Это и есть отражение реального вклада китайских стимулирующих мер в здоровье глобальной экономики? Судя по данным из Японии (см. начало обзора), мировая торговля разделилась: есть некоторый спрос на сырье и полуфабрикаты из Китая и колоссальный спад торговли прочими, готовыми товарами.



Источник: Reuters

Характеристики обменного курса рубля

24.03.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день.	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	33.2726	-0.09	+14.7	-7.6	+16.3
USD ETC Tod	33.2668	-0.15			
USD ETC Tom	33.3056	-0.14			
EURO TOD	45.2521	-0.79	+13.21	-1.5	+13.2
RIBER bid	33.2636	-0.16	14.75	-7.31	16.36
ask	33.2716				
Свот TodTom, пипс	83		USD/EUR кросс-курс	1.3603	
0.45 EUR + 0.55 USD	38.6602	-0.48	+14.0	-4.5	+14.7

Индикаторы рублевой ликвидности

24.03.09	Изм., б.п.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн. Ср.за 90 дн.	
			млрд.руб.	млрд.руб.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	397.9	39.2	392	492
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	192.7	10.8	143	196
MosPRIME o/n	9.00	+8	9.56	11.66
MosPRIME 1m	14.42	-11	18.12	21.17
MosPRIME 3m	16.54	-12	20.90	23.14

Объем торгов ММВБ

24.03.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,152.4	+59.8	982	1,558
USD ETC Tom	4,840.5	+13.5	2,641	3,956
ММВБ долл., всего	5,992.9	+20.2	3,623	5,515
EURO TOD	75.2	+21.7	153	88

Курсы мировых валют

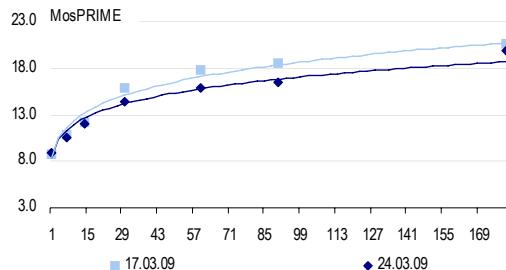
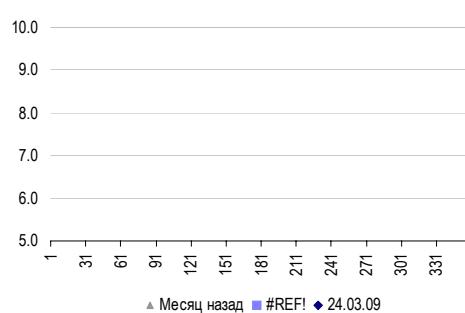
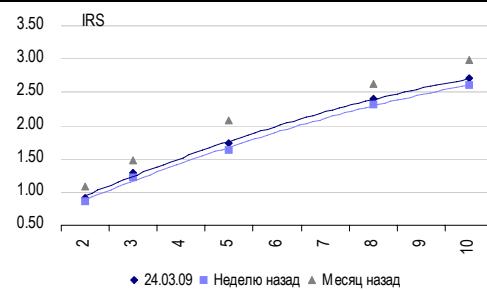
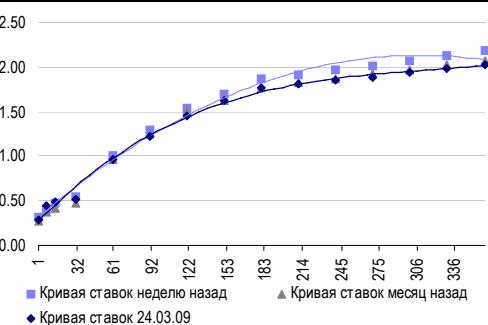
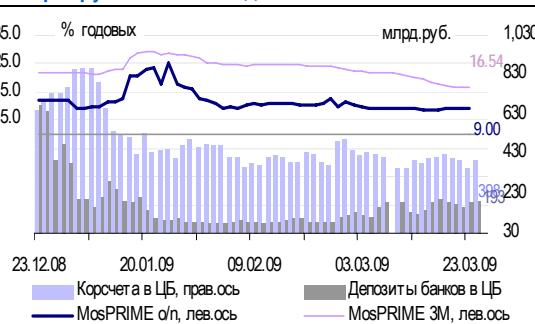
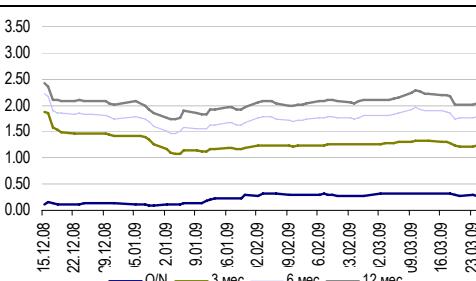
24.03.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-),%		
		За 1 день.	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3494	1.3614	-0.89	+5.31
USD/JPY	98.1	96.670	-1.45	-1.52
GBP/USD	1.4718	1.4518	+1.36	+2.17
CHF/USD	0.8861	0.8857	+0.04	+3.14
				-4.71

Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 24.03.09			Предыдущ.день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вменен-ная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вменен-ная дох.	
1 нед.	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
1 мес.	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
3 мес.	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
6 мес.	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!

Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 24.03.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 24.03.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.915	0.860	5.5	0.92	0.83	9
3 года	1.290	1.213	7.7	1.29	1.17	12
5 лет	1.733	1.640	9.3	1.73	1.58	16
10 лет	2.703	2.606	9.7	2.70	2.55	16

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 указано	Понедельник, 16 марта		Вторник, 17 марта		Среда, 18 марта		Четверг, 19 марта		Пятница, 20 марта	
	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.
Прямое repo ЦБ: 11:00 *	ср.взв.ставка	12.00		11.99	11.96		11.95		11.95	
	объем	43,547.9	47,074.4	21,927.8	43,562.2	18,697.8	21,935.0	21,096.9	18,703.9	16,613.6
Прямое repo ЦБ: 15:00 *	ср.взв.ставка	11.99		11.96	12.00		11.99		11.99	
	объем	5,374.6		7,213.9	184.9	5,376.4	2,129.1	184.9	2,129.8	408.5
Прямое repo ЦБ *. Прочее	ср.взв.ставка			11.73						
	объем			3,199.8	746.0					
	погашение			24.03.09						
Депозитн. аукцион ЦБ: 4 нед.	дата закрытия						16.04.09			
	ср.взв.ставка						8.95			
Депозитн. аукцион ЦБ: 3 мес.	дата закрытия						17.06.09			
	ср.взв.ставка						не сост.			
Аукцион ЦБ	дата выкупа	17.06.09		22.04.09						
	объем предложения	2,000		8,000			14,822			
	ср.взв.ставка	18.83		18.65						
	ставка от сеч.	18.05		17.11						
	объем спроса	19,580		19,675						
	размещено	1,625		7,655						
Аукцион ЖКХ	дата выкупа					25,000				
	объем предложения									
	ср.взв.ставка									
	ставка от сеч.									
	объем спроса									
	размещено									
Обратное repo	предлагаемый актив	ОБР-9					ОБР-9			
	дата выкупа	15.09.09					15.09.09			
	объем предложения	100,000	8,308.02				5,000			
	ср.взв.ставка	9.50					9.50			
	объем спроса	11,321					1,317			
	выручка ЦБ	5,164					839			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения									
	ср.взв.ставка									
	дата погашения									
	ср.взв.ставка									
ОФЗ/ГКО	выпуск									
	объем предложения									
	привлеченный объем									
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа	1/2 акцизов, аванс. ЕСН							1/3 НДС за 4-й кв. 2008г.	
	возможный объем									
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	+25,800		+5,100	+17,500	-24,200		-6,500		
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+40,600		+13,300	-11,300	-8,600		-19,900		
Итого. прямое repo *	объем	48,922.5	54,288.2	22,112.6	48,938.6	20,826.8	22,119.9	22,272.6	20,833.6	17,022.0
										22,279.9

объемы даны в млн.руб., если не указано	Понедельник, 23 марта		Вторник, 24 марта		Среда, 25 марта		Четверг, 26 марта		Пятница, 27 марта	
	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.
Прямое repo ЦБ: 15:00 *	ср.взв.ставка	11.89		12.02						
	объем	924.3	408.9	5,403.1	924.6		5,404.8			
Прямое repo ЦБ *. Прочее	ср.взв.ставка			11.62						
	объем			5,150.2	3,207.0					
	погашение									
Депозитн. аукцион ЦБ: 4 нед.	дата закрытия									
	ср.взв.ставка									
Депозитн. аукцион ЦБ: 3 мес.	дата закрытия									
	ср.взв.ставка									
Аукцион ЦБ	дата выкупа	23.09.09		29.04.09			275,005			
	объем предложения	150,000		100,000						
	ср.взв.ставка	16.43		17.66						
	ставка от сеч.	15.55		16.03						
	объем спроса	122,518		73,605						
	размещено	122,518		73,605						
Аукцион ЖКХ	дата выкупа					8,000				
	объем предложения									
	ср.взв.ставка									
	ставка от сеч.									
	объем спроса									
	размещено									
Обратное repo	предлагаемый актив						ОБР-9			
	дата выкупа						15.09.09			
	объем предложения						5,000			
	ср.взв.ставка									
	объем спроса									
	выручка ЦБ									
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			08.04.09						
	ср.взв.ставка			не сост.						
	дата погашения			24.06.09						
	ср.взв.ставка			11.65						
ОФЗ/ГКО	выпуск									
	объем предложения									
	привлеченный объем									
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа				акцизы, НДПИ					
	возможный объем									
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	-40,400								
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+23,000								
Итого. прямое repo *	объем	18,334.9	17,038.8	12,231.7	18,340.8		12,235.8		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

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

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
Джузеppe Чикателли +7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

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

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Мария Радченко Maria.Radchenko@mdmbank.com
Максим Коровин Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Красильников Denis.Krasilnikov@mdmbank.com

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащев 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, опубликовывать, 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.