

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

Привычка к плохой погоде

Очередной [небольшой] подъем аппетита к риску вновь оказался напрямую связан с Китаем. Восторженные слухи о возможном удвоении знаменитого 600-миллиардного пакета, анонсированного еще в ноябре 2008 г., толкали вверх фондовые индексы и цены на сырье, включая, конечно, и нефть. Соответственно моменту вела себя и бивалютная корзина в РФ; рубль был поддержан очередными словесными интервенциями ЦБ и правительства, впрочем, выдержанными в прежнем, хорошо знакомом нам духе. Увы, премьер-министр КНР товарищ Вен Жибао, выступая сегодня перед китайскими законодателями, ничего нового не пообещал, не считая того, что у Китая есть все шансы достичь в этом году роста ВВП на уровне 8% – достаточном, чтобы никто больше не заикался о hard landing. Однако есть одна вещь, которая позволяет скептикам утверждать, что и это недостижимо: КНР, по их мнению, собирается расходовать средства из «спасательного» пакета *ненадлежащим образом*.

Положительно, сейчас – время фундаментальных решений, мировая экономическая парадигма должна развернуться, чтобы мы не стали жертвами очередной иллюзии, и восстановление экономики не оказалось фальшивым. Господа экономисты могут проектировать рост ВВП в той или иной стране или во всем мире по прежним моделям, основываясь на привычных стереотипах поведения экономических субъектов, но в этом сегодня очень мало смысла: сгорел сам двигатель, приводивший в действие всю мировую экономику. Еще лучше, конечно, чтобы это понимали и мы все, планируя наши дальнейшие действия, и особенно наши policymakers, которые пытаются указать нам выход из этого даже не столько кризиса, сколько коллапса.

Некоторое время назад, основываясь на логике американских экспертов и цифрах ФРС, мы подсчитали, что для того, чтобы американская экономика вернулась к приличным нормам сбережения на уровне около 6% ВВП (начало 1990-х гг.), потребление в США должно упасть примерно на 900 млрд.долл., что теоретически могло бы привести к 4-х летней рецессии, т.к. самая глубокая послевоенная рецессия в Штатах в конце 50-х гг. привела к снижению ВВП на 4% за два года. Martin Feldstein из Financial Week приводит сегодня новую (updated) арифметику. По его подсчетам, в ходе нынешнего кризиса, т.е. с середины 2007 г., падение цен акций и стоимости жилья в США уменьшило богатство американцев на 12 трлн.долл., что должно бы вызвать сокращение конечного спроса на полмиллиарда долларов. Еще 250 млрд. долл. снижения спроса, по мнению Фельдштейна, – результат снижения объема строительства новых домов на 1.2 млн. штук. При этом американский пакет помощи экономике составляет около 800 млрд.долл. в течение двух лет, однако он не даст роста спроса, достаточного, чтобы покрыть падение даже на эти самые 750 млрд., которое уже должно было произойти, т.к. часть госсредств пойдет в сбережения. И, тем не менее, чтобы восстановить прежнее богатство (wealth), двигавшее вперед мировую экономику в последние годы, американцам потребуется активно сберечь *около десяти лет!* Похоже на правду, по нашему мнению... Вывод прост: если не будет найдено нестандартного, сверхэффективного решения (нового емкого объекта инвестиций), процветание 2006 года, увы, имеет смысл забыть. L-образная депрессия (простите за банальность) становится все вероятнее, причем не по мере того, как какие-то стимулы *вдруг* оказываются неэффективными, а по мере того, как ситуация все больше проясняется.

Пример Китая очень поучителен. В течение десятилетий Китай активно инвестировал в свой экспортный сектор промышленности, накопления превышали 50% ВВП. В результате, сегодня Китай остается единственной большой экономикой, которая продолжает рост и является высоколиквидной. И при этом –

экономикой, будущее которой не определено и крайне зависит от пресловутого американского потребления. «Буревестник» Н.Рубини указал и на признаки будущих неприятностей: импорт в КНР в январе упал на 40%, быстрее экспорта. Хороший знак? Отнюдь! Мы говорили о том, что сегодня выигрывает тот, у кого внутренний спрос падает быстрее. Мы имели в виду, разумеется, выигрыш с точки зрения счета текущих операций и, следовательно, курса национальной валюты. Так, А.Улюкаев только что сообщил о положительном счете текущих операций РФ в январе и феврале, а также о резком сокращении оттока капитала, что, в принципе, стало успехом ЦБ. Однако цена была в действительности очень высока: Центральный банк для предотвращения дальнейшего оттока капитала был вынужден прибегнуть к мерам, к которым из европейских стран прибегли только в Венгрии (стране, которая вряд ли может похвастаться серьезными резервами и вообще позитивным счетом текущих операций, тяжело зависит от внешнего финансирования) – к ужесточению денежной политики. Это – прямо противоположно мерам, которые предпринимают для подъема экономики и США, и Китай. Однако и это был только первый раунд... Форинт, кстати, продолжил снижение.

Китай выиграл, поскольку сохранил профицит платежного баланса без ужесточения денежной политики, а значит, может продолжить агрессивное стимулирование экономики? Структура внешней торговли, однако, такова, что импорт составляет сырье, а экспорт – готовая продукция. КНР – глобальная перерабатывающая фабрика. О чем в такой ситуации говорит опережающее сокращение импорта, если не о сокращении ввоза сырья для переработки? Это значит, что падение внешнего спроса попросту еще не отыграно до конца! Кроме того, Н.Рубини пишет, что сегодня получившие доступ к дешевому кредиту китайские фирмы инвестируют его в... депозиты, а не в реальный сектор, который и так был переинвестирован на фоне колоссального спроса из США. Зависимость Китая от экспорта не уменьшается – говорят эксперты и сохраняют скептический настрой, невзирая даже на обещанные правительством КНР инфраструктурные проекты: инвестиции в дороги, аэропорты, энергетические сети, улучшение жизни в сельской местности и, кстати, в правоохранительную сферу – из-за роста безработицы. Действительно: прежде, чем такие меры приведут к существенному росту конечного спроса (причем вряд ли способного адекватно компенсировать падение спроса из США образца 2006-2007 гг.), экспортно-ориентированная экономика должна пройти свой путь коррекции. Т.е. довольно болезненного сокращения в ряде секторов. И это говорит о том, что 50 долл. за баррель российской нефти – скорее всего, «большое счастье», о котором можно мечтать, не забывая ни на минуту о скромности помыслов. Необходима привычка к плохой погоде, и никуда от этого не деться.

Так что делать-то? Западный рецепт, в целом, таков: стимулировать потребление не *опосредованно*, через сохранение рабочих мест в избыточных отраслях, которым уже не хватает рынков сбыта, а напрямую. Иными словами, инвестировать в создание финансовой системы, направленной на конечного заемщика – физическое лицо. И, разумеется, вкладывать в «неторгуемые» отрасли, прежде всего, в сферу услуг. Вопрос, который, возможно, вызывает сегодня у многих смешанную реакцию: ведь гипертрофия именно такого подхода и послужила непосредственным детонатором нынешнего кризиса. Заметим тут: гипертрофия гипертрофией, однако именно такая ориентация экономической системы лежит в основе всех действительно успешных и лидирующих (а не обслуживающих их!) экономик мира.

Минфин РФ, следуя в фарватере общемировой практики, изменил бюджет-2009 таким образом, чтобы непроцентные расходы включали антикризисные меры объемом всего около 1.5 трлн.руб., при этом увеличении ранее запланированных расходов (непроцентные расходы планировались на уровне 8.8 трлн.руб., всего – 9 трлн.) может составить лишь 650 млрд., остальное – «перераспределение статей». Дефицит бюджета не должен превысить 8% ВВП, предположительно 3.4 трлн.руб. – если исходить из прежних прогнозов ВВП, которые, вероятно, будут снижены.

«На помощь ведущим отраслям экономики – сельскому хозяйству, оборонному комплексу, малому бизнесу, экспорту, авиационной и железнодорожной отраслям мы запланировали 350 млрд.руб.», - сказал А.Кудрин (Reuters). – Кроме того, мы уже предпринимаем ряд расходов, связанных с обеспечением индексации социальных выплат, поддержкой создания рабочих мест, поддержкой субъектов». Возможно, мы ошибаемся, но идеология господдержки остается прежней: стимулировать верхнюю и среднюю часть

«пирамиды» в надежде, что опосредованное поддержание конечного спроса даст эффект для всей экономики. Наверно, это то немногое, что можно сделать в такой ситуации, т.к. источник собственно *развития* страны, как особенно ярко показали события 2005-2007 гг., лежал во внешней сфере – в плане и технологий, и необходимой для этого ликвидности. Никакого иного механизма роста создано не было, как, впрочем, и в большинстве стран за пределами ОЭСР.

Для капитализации банковской системы зарезервировано, по словам А.Кудрина, 300 млрд.руб., на субординированное кредитование (госбанков) – 255 млрд.руб. Для справки: на конец 2008 г. собственный капитал банковской системы, по данным ЦБ, составлял около 3.3 трлн.руб. при валовых активах около 24.3 трлн.руб. По данным того же ЦБ, доля NPL в январе составила 2.3% (из общего объема кредитов 21 трлн.руб.), увеличившись за месяц на 17% почти до 500 млрд.руб. Убыток банковской системы за месяц составил 23 млрд.руб. Похоже, что аллокированные бюджетом средства для рекапитализации банков рассчитаны на рост доли NPL до 9-10%, однако этого может оказаться недостаточно. Напомним, что Moody's ожидает роста количества дефолтов американских non-prime займов до 14%, европейских – до 18%. При этом понятно, что российская банковская система отличается не только гораздо меньшей прозрачностью с точки зрения своей клиентской базы, но и такими достаточно серьезными проблемами, как валютные mismatch'и (как будто менее актуальные после завершения плавной девальвации?), процентные гэпы, связанные в том числе и с внешним финансированием и т.п., а степень долговой нагрузки крупнейших (и, вообще-то, самых надежных!) заемщиков не может не вызывать пока еще легкого беспокойства.

Заметим, впрочем, что мы и в области мисматчей не вполне одиноки. Exposure европейских банков в долларах США весьма значительна. Funding gap швейцарских банков по данным BIS на начало кризиса составлял 300 млрд.долл., немецких – 300 млрд., голландских – 150 млрд., британских – еще 300 млрд.долл., всего – около 2.2 трлн.долл. К моменту коллапса Lehman Brothers, пишет Telegraph, эта позиция сократилась до 2 трлн. Более свежих данных нет, но этот «домкрат», поддерживающий доллар, еще, вероятно, работает. Короткая иностранная позиция российских банков сократилась до 11.3 млрд.долл. на 1.1.2009 г.с максимума 101.5 млрд. на 1.8.2008. Это сокращение произошло прежде всего благодаря росту иностранных активов. Это, конечно, – неплохое развитие событий, о чем мы уже писали. Интересно знать, впрочем, что произошло с балансами реального сектора за это время.

Характеристики обменного курса рубля

04.03.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	36.2284	+0.06	+24.9	+0.6	+29.6
USD ETC Tod	36.2176	+0.01			
USD ETC Tom	36.1656	-0.17			
EURO TOD	45.3650	-0.96	+13.50	-3.2	+28.2
RIBER bid	36.1995	-0.04	24.88	0.36	29.30
ask	36.2071				
Своп TodTom, пилс	87		USD/EUR кросс-курс		1.2526
0.45 EUR + 0.55 USD	40.3339	-0.48	+18.9	-1.5	+28.8

Индикаторы рублевой ликвидности

	04.03.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср. за 30 дн.	Ср. за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	440.2	15.1		423	540
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	116.0	-5.2		97	235
MosPRIME o/n	9.54		-96	10.64	11.66
MosPRIME 1m	19.13		-66	22.02	22.03
MosPRIME 3m	22.42		-20	24.29	23.72

Объем торгов ММВБ

04.03.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	978.7	+12.7	1,115	1,713
USD ETC Tom	2,197.1	-9.6	2,797	4,521
ММВБ долл., всего	3,175.8	-3.7	3,912	6,233
EURO TOD	110.8	-8.6	168	87

Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 04.03.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	36.5175	3,021	10.4	36.5932	3,778	12.5	-210
1 мес.	36.7066	4,912	16.8	36.6739	4,585	15.3	150
3 мес.	38.0135	17,981	21.2	38.0177	18,023	21.1	10
6 мес.	39.8761	36,607	21.9	39.8005	35,851	21.4	50

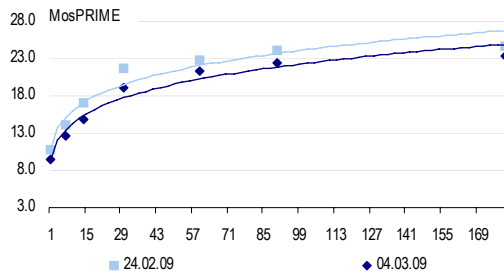
Курсы мировых валют

	04.03.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2611	1.2570	+0.33	-1.90	-1.43
USD/JPY	99.2	98.320	-0.92	-10.66	-7.02
GBP/USD	1.4128	1.4051	+0.55	-2.60	-4.40
CHF/USD	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	+100.00	+100.00

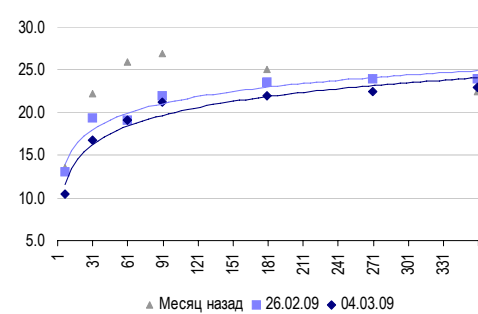
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 04.03.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 04.03.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.949	0.886	6.3	0.95	1.09	-14
3 года	1.363	1.252	11.1	1.36	1.48	-12
5 лет	1.951	1.834	11.7	1.95	2.07	-12
10 лет	2.984	2.877	10.7	2.98	2.99	-1

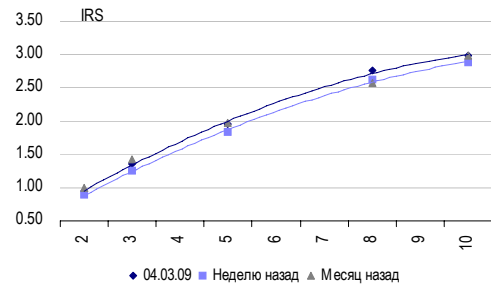
Кривая ставок MosPRIME



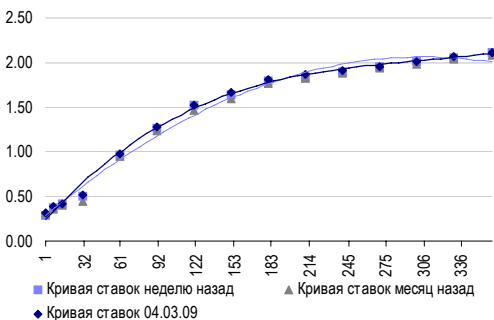
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



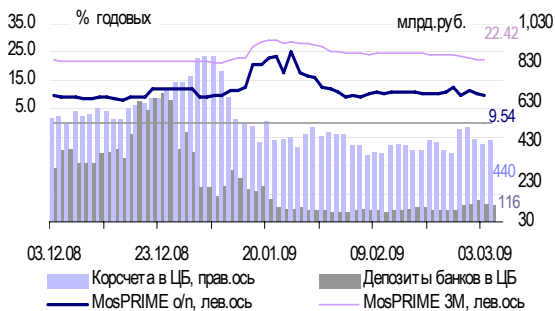
Кривая IRS USD



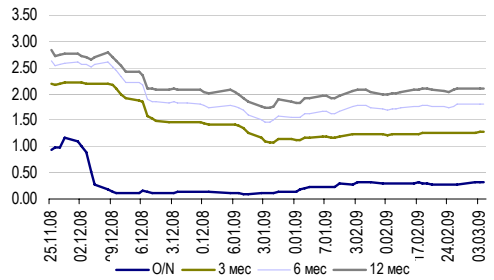
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 23 февраля		Вторник, 24 февраля		Среда, 25 февраля		Четверг, 26 февраля		Пятница, 27 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем			11.96 143,567.6	142,147.7	11.97 149,599.7	143,614.6	11.97 148,661.7	149,648.8	11.98 124,610.3	148,710.5
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем			11.99 13,896.6	5,299.3	12.00 1,817.2	13,901.2	12.00 668.9	1,817.8	12.00 3,006.6	669.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			12.00 95,328.3	183,048.6						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв. ставка							26.03.09 8.94			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв. ставка							27.05.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка от сеч. объем спроса размещено			01.04.09 50,000 17.43 15.06 137,113 38,275			313,394				
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка от сеч. объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 5,000 не сост.			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв. ставка дата погашения ср.взв. ставка			11.03.09 11.60 27.05.09 11.67							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем						акцизы, НДС				
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем			-20,400		+121,200		+8,500		-59,400	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем			-6,200		+25,200		+12,400		+24,300	
Итого, прямое репо *	объем			157,464.2	147,447.1	151,416.9	157,515.8	149,330.6	151,466.5	127,616.9	149,379.5

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 2 марта		Вторник, 3 марта		Среда, 4 марта		Четверг, 5 марта		Пятница, 6 марта	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем	11.98 92,301.9	124,733.0	11.97 166,881.4	92,332.2	11.99 117,079.7	166,936.1			117,118.1	
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем	11.99 319.8	3,009.6	11.99 1,797.4	319.9	1,797.9					
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			11.92 2,912.4	95,547.6						
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 от сеч. объем спроса размещено	03.06.09 15,000 16.93 16.17 60,507 14,300		08.04.09 75,000 16.64 15.56 132,259 74,952			77,430			09.09.09 60,000 14.50	
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка от сеч. объем спроса размещено						30,000	03.2009; до вк 25 000; 4 000			
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 5,000			
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 возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем	+8,900		-26,100		+15,100		-5,800			
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-8,600		-15,900		-5,200		+47,600			
Итого, прямое репо *	объем	92,621.7	127,742.6	168,678.7	92,652.1	117,079.7	168,734.0		117,118.1		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 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.