

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

Оказывается, опасно дразнить S&P

Не буди лихо, пока оно тихо... Мы далеки от мысли, что это наши трижды повторенные эскапады в адрес крупнейшего рейтингового агентства навлекли его гнев на Россию. Конечно, нет! Навлекла дополнительные неприятности попытка, говоря словами недавно посетившего нас «вестника беды», Н.Рубини, решить принципиально неразрешимую триединую задачу, о составных частях которой, безнадежно противоречивых, мы также говорили не раз. Это – попытка одновременно осуществить плавную девальвацию рубля (в целях поддержания платежного баланса или/и в фискальных целях), не ограничивая капитальные операции, да еще пытаться придерживаться противоречивой денежной политики, удерживая ставки относительно низкими.

Особое спасибо г-ну Рубини за то, что он в своей статье с говорящим названием «Rouble Trouble in Russia: The Inconsistent Trinity at Work and the Need for a 20-25% Currency Depreciation» («Неприятности рубля в России: тройное противоречие в действии и необходимость 20-25% девальвации») фактически признал, что у девальвации *была* альтернатива: контроль за движением капитала, т.е. временное ограничение конвертируемости. Теперь конструктивное предложение Н.Рубини – резкая и неожиданная девальвация, которая, по его мнению, снизит дальнейшие девальвационные ожидания и установит нужное равновесие на валютном рынке. На этот счет, впрочем, у нас есть естественные для граждан РФ сомнения (хотя, конечно, подобный шаг представляется логичным со стороны), так же, как и насчет того, что главная причина аппетита к валюте – это хеджирование банками своих валютных пассивов. Да, последнее выглядит тоже весьма правдоподобным, однако хеджирование долга – конечно, далеко не единственная причина повышенного интереса к доллару, как мы знаем из практики. S&P, кстати, перечислило все основные факторы: предоплата и хеджирование долгов, рефинансирование их за счет госсредств, отток капитала (почему-то действующими лицами названы только резиденты).

Позвольте тут вернуться к рейтинговым агентствам, их порокам и достоинствам. Вот выдержка из доклада вашего покорного слуги на только что завершившейся конференции CBonds по долговому рынку:

«Гуманитарный аспект финансовой катастрофы, с которой мы сталкиваемся – а это именно катастрофа – включает в себя не только вечные человеческие ценности, пресловутые неискоренимые «жадность и страх», но и те феномены природы человека рыночного (*Homo Mercaturae*), которые мы можем принимать в расчет сознательно и даже попытаться исправить – на законодательном уровне. Я назвал их так: *процикличность, принцип «после нас хоть потоп» и фетишизация рынка.*

Процикличность – опасная болезнь не столько рынка, трейдеров, для которых такой подход естественен, сколько аналитиков и, главное, рейтинговых агентств. Желание заработать причитающиеся очки на *обслуживании* цикла ведет к атрофии анализа рисков как возможных в *будущем* негативных событий. Так, бывшие ранее «хорошими» активы «неожиданно» оказываются в разряде «плохих», что вызывает «непредсказуемое» ухудшение качества заемщиков, и им понижают рейтинг уже после того, как рынки почти все поняли и так.

Принцип *«после нас хоть потоп»* означает постоянный конфликт эгоистических интересов в разных областях, который не всегда бывает урегулирован должным образом или, лучше того, предотвращен. Это, например, конфликт интересов миноритарных акционеров и менеджмента корпораций, проблема компенсаций и бонусов, противоречия между различными слоями и представителями общества, бизнеса, власти и т.п. Нежелание и неспособность урегулировать такие конфликты приводит к тому, что частный эгоизм неизменно побеждает, и это многократно усугубляет степень надувания «пузырей» и последующие кризисы.

Фетишизация рыночных принципов означает абсолютизацию определенной схемы решения всех и каждой из экономических проблем. Такими «священными коровами» являются, например, постулат об

эффективности рынка, неременной всеобщей пользе плавающих курсов валют для любых экономик, максимальной рыночной открытости и т.п. Между тем, каждая экономика, как и общество, проходит различные стадии развития. Все мы видим, как избыточная открытость, например, прибалтийских экономик привела их сегодня к фактическому краху; еще более яркое в этом отношении пример Аргентины, *enfant terrible* мировой экономики.»

Словно в ответ на нашу критику S&P проявило-таки проактивный подход и понизило рейтинг РФ (а прогноз рейтинга оставило негативным) в связи со слишком быстрым расходом резервов. Справедливо? Увы, придаться к этому решению вдвойне трудно после наших предыдущих эскапад. Исходя из них, S&P еще и проявило несколько отложенную реакцию на происходящее! Конечно, досадно, что не очень вовремя... Но что поделаешь, сами виноваты. Иного развития событий при плавной девальвации вкупе с достаточно либеральной денежной политикой и полной конвертируемостью нацвалюты, стимулирующих постоянное стремление к гарантированному заработку через шорт в рубле всех и каждого, ожидать сложно. Разве мы сами не видели этого?

Радует, однако, то, что РФ по-прежнему находится во много лучшем положении, чем, например, страны Центральной Европы. Но и досталось ей от S&P первее многих... Разве вы и к этому не привыкли? Кстати, и в этом есть некий резон: все же Россия – это очень большая экономика, с не слишком ясно выраженной и не однозначно эффективной антикризисной политикой, тогда как цена «вытаскивания», например, прибалтийских государств гораздо ниже, а события в них менее критичны для экономики Европы. Вдобавок, они с готовностью принимают рецепты, которые очень близки и понятны S&P. У нас же – свой собственный крест.

Еще о не очень приятном. Есть свидетельства того, что экспорт из КНР в этом месяце показал – впервые за годы – негативную динамику. Отчасти это связано с мировым коллапсом торгового финансирования, LC (аккредитивы) стали очень дороги. Отчасти – с падением спроса из-за рецессии, особенно это проявилось в области товаров широкого потребления.

Известно, что в Китае капитальные потоки контролируются, юань не является полностью конвертируемым. Поэтому сегодня возникли дебаты о том, что из-за падения экспорта правительство Китая может заставить юань потерять в цене. В этой связи Capital Economics замечает, что девальвация юаня не имеет никакого смысла, когда экспорт падает из-за недостатка спроса, а не из-за потери конкурентоспособности. Более того, занижение курса валюты может вызвать ответную реакцию в виде протекционистских мер, что еще более неприятно для КНР. Для нас в смысле обменного курса Китай уже гораздо менее наглядный пример, чем это было раньше (там даже приток капитала продолжается), однако некоторые параллели напрашиваются: наш главный экспортный товар вообще никогда не нуждается в поддержке конкурентоспособности. А конкурентоспособность с импортом неторгуемых отраслей РФ, будучи поддержанной курсовыми методами, все равно безнадежно проигрывает в перспективе, если нет инвестиций, а есть только искусственно подстегиваемый падением доходов ограниченный внутренний спрос (кстати, совершенно «отверточный» завод Форд во Всеволожске останавливается на неделю).

Плохо то, что сильный спад в КНР оставляет рынок нефти наедине с ОПЕК. Будем надеяться, что обещанный ими «сюрприз» сыграет какую-то роль. И еще посетуем, что мировые финансовые неприятности не дают хоть немного поправить ситуацию через механизм сложившегося сейчас рекордного контанго на рынке фьючерсов: декабрьские поставки нефти стоят выше 50 долл. за барр., что, с учетом всех расходов, обеспечивает трейдерам 11% годовых без риска, по схеме, инвариантной шорту в рубле: купить нефть сейчас на споте и продать фьючерс. Вследствие этого физические запасы нефти растут, складываемые на танкерах. Если бы этот процесс мог иметь более существенную финансовую подпитку, спотовые цены на нефть стремились бы к повышению, исправляя контанго.

Согласно данным Банка международных расчетов (BIS) в 1-ом полугодии 2008 г. международные кредиты упали на 1.1 трлн.долл. Выпуск облигаций, номинированных в евро, сократился с 466 млрд.долл. во 2-ом кв. до 28 млрд. (!) в 3-ем. Вчера Минфин США продал 3-х месячные bills на сумму 27 млрд.долл. под доходность 0.005%, самую низкую с... 1929 года! Доходности длинных и средних облигаций находятся на рекордно низком уровне с начала проведения регулярных аукционов. Если бы такой спрос сохранился и в 2009 г., все разговоры о разрушительности плана Обамы для бюджета США пришлось бы отложить. Но, увы, времена меняются, да и ловушка ликвидности – не лучший, скажем так, помощник в деле спасения бюджета. Если вообще помощник.

Характеристики обменного курса рубля

08.12.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	28.0043	-0.31	+13.7	+3.7	+10.9
USD ETC Tod	27.9841	-0.18			
USD ETC Tom	27.9815	-0.49			
EURO TOD	36.0124	+0.64	+0.76	+4.4	-0.7
RIBER bid	27.9815	-0.38	13.41	3.75	10.45
ask	27.9892				
Своп TomTom, пилс	88		USD/EUR кросс-курс		1.2869
0.45 EUR + 0.55 USD	31.5968	+0.24	+6.6	+4.1	+4.5

Объем торгов ММВБ

08.12.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,303.8	-0.1	1,505	1,423
USD ETC Tom	4,965.2	-5.8	4,927	4,647
ММВБ долл., всего	6,269.0	-4.7	6,432	6,070
EURO TOD	75.2	-28.8	86	62

Курсы мировых валют

	08.12.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.)-%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2913	1.2651	+2.03	+1.19	-8.99
USD/JPY	92.7	92.050	-0.75	+5.38	+13.95
GBP/USD	1.4805	1.4589	+1.46	-6.30	-18.23
CHF/USD	0.8306	0.8167	+1.67	-2.27	-6.21

Индикаторы рублевой ликвидности

	08.12.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	586.5	68.7		593	637
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	322.8	-75.0		322	206
MosPRIME o/n	8.63		-204	10.47	9.12
MosPRIME 1m	20.58		+0	19.85	13.96
MosPRIME 3m	22.00		-17	20.86	14.71

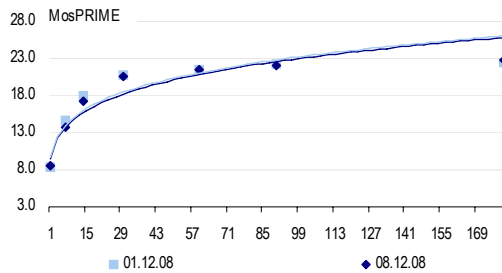
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 08.12.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	28.4458	4,766	21.2	28.7185	7,493	28.1	-690
1 мес.	28.8949	9,257	41.6	29.1819	12,127	48.9	-730
3 мес.	30.7308	27,616	41.9	31.0375	30,683	44.5	-260
6 мес.	32.2648	42,956	33.4	32.8982	49,290	37.0	-360

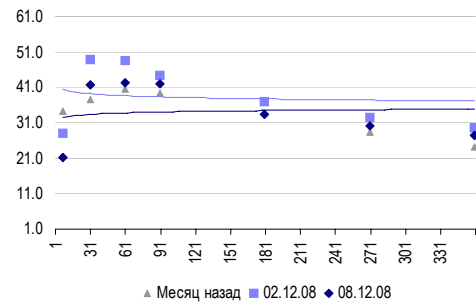
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 08.12.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 08.12.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.923	0.884	3.9	0.92	0.89	4
3 года	1.212	1.068	14.4	1.21	1.08	13
5 лет	1.723	1.605	11.8	1.72	1.64	9
10 лет	2.746	2.664	8.2	2.75	2.68	6

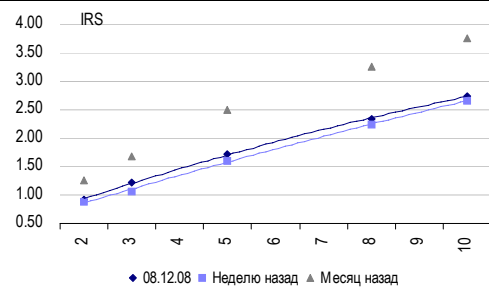
Кривая ставок MosPRIME



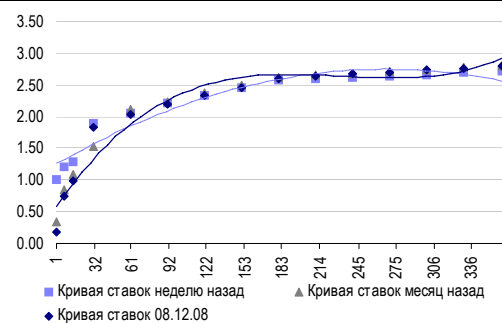
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



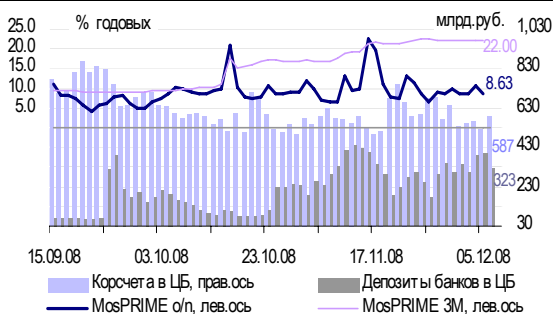
Кривая IRS USD



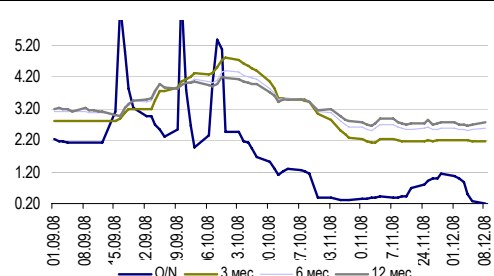
Кривая ставок LIBOR USD



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	9.16		9.17		9.17		9.15		9.17	
	объем	122,780.8	196,300.2	123,311.8	122,811.6	120,875.8	123,342.8	106,006.3	120,906.2	173,224.1	106,032.9
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка	9.42		9.52		9.55		9.54		9.46	
	объем	30,965.5	661.6	11,414.6	30,973.5	9,861.8	11,417.5	20,938.7	9,864.4	292.9	20,944.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка			9.57							
	объем			4,363.2							
	погашение			09.12.08							
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							01.01.09			
	ср.взв. ставка							6.72			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							04.03.09			
	ср.взв. ставка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	03.06.09		29.12.08							
	объем предложения	400,000		150,000		305,059					
	ср.взв. ставка	12.49		11.96							
	ставка отсеч.	12.00		11.50							
	объем спроса размещено	335,175 335,175		99,959 99,959							
Аукцион ЖКО	дата выкупа							02.2009; до вк			
	объем предложения					23,000		15 000; 7 000			
	ср.взв. ставка							12.52; 6.75			
	ставка отсеч.							12; 6.75			
	объем спроса размещено							52 717; 7 111 15 000; 7 000			
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-7			
	дата выкупа							16.03.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв. ставка							8.10			
	объем спроса выручка ЦБ							481 393			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			04.03.09							
	ср.взв. ставка			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	9.17									
	объем	134,127.1	173,354.7		134,160.8		0.0		0.0		0.0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка	9.50									
	объем	2,382.8	293.2		2,383.4		0.0		0.0		0.0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка										
	объем										
	погашение										
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	11.03.09		14.01.09							
	объем предложения	250,000		75,000		50,307					
	ср.взв. ставка	12.66									
	ставка отсеч.	12.50		12.00							
	объем спроса размещено	143,000 143,000									
Аукцион ЖКО	дата выкупа										
	объем предложения						15,100				
	ср.взв. ставка										
	ставка отсеч.										
	объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-7			
	дата выкупа							16.03.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв. ставка										
	объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения										
	ср.взв. ставка										
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							
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-75,000		+4,000							
Итого. прямое репо *	объем	136,509.9	173,647.8		136,544.2		0.0		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 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	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@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.