

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

Особый путь в неизвестном направлении

В чем проблема с планом Обамы? Вчера мы сказали, что не будем вникать в его детали, поскольку считаем это избыточным ровно до того момента, когда наши власти не начнут копировать элементы этого плана, что, судя по практике последнего года, весьма возможно. Однако теперь, когда рынки и эксперты остались очевидно недовольны тем, что услышали, пожалуй, стоит обратить внимание на главный порок этого плана и, вероятно, сделать кое-какие выводы и для себя тоже. Как ни странно это прозвучит в нижеприведенном контексте.

Итак, план в части санации банковской системы показался всем туманным, сложным и недоработанным. Более того, есть и такой любопытный аргумент: вообще-то, общество ожидало услышать от Гайтнера нечто, отличающееся от идей Полсона из основательно дискредитировавшей себя на всех фронтах прежней администрации. На деле план добавил к предложениям Полсона лишь одну существенную деталь: к спасению банковской системы надо привлечь не только государственные, но и частные деньги через некий частно-государственный фонд, который не вполне еще определенным способом будет приобретать плохие активы из банков. Государство будет обеспечивать некие гарантии по этим активам, а также капитализировать банки, которое оно некоторым образом сочтет наиболее нуждающимися в этом.

Таким образом, главные для американцев вопросы – *кто же в итоге понесет бремя убытков и по какой методологии оценивать данные плохие активы* – остались по-прежнему подвешенными. Подспудно ясен ответ на первый вопрос: главные убытки, которые очень не хочется нести акционерам и «незастрахованным должникам» банков (т.е. всем, кто не является вкладчиками банка, имеющими гос.гарантию), видимо, в том или ином виде лягут на государство, т.е. на налогоплательщиков. А предложение неким образом вовлечь в эту историю частных инвесторов может быть при определенных условиях просто камуфляжем истинного положения дел – сохранения банков-зомби за счет бюджета. Именно это, указывают все без исключения наблюдатели, привело к «потерянному десятилетию» в случае с Японией.

Где же хваленая гибкость, находчивость и креативность властей США? Нет никаких сомнений, что если бы банкротства Lehman не случилось, его следовало бы придумать. Для того, чтобы возник и окреп жупел «too big to fail»; в российском вольном переводе – «есть системообразующие банки, банкротства которых никак нельзя допустить, любой ценой». В настоящее время в США наблюдается жестокий раскол, который обозначают так: с одной стороны – крупные банки (JPM, C, WF), находящиеся на грани платежеспособности (а при рыночной или хотя бы более справедливой оценке некоторых их всем известных типов активов – уже, вероятно, за этой гранью), с другой стороны – реальный сектор и средние и небольшие банки. При этом нет особых сомнений, что вливания государственной помощи им будут требоваться и далее, по мере того, как будет расти просрочка по займам реальному сектору. Нет также никаких сомнений, что на сегодня администрация Обамы не приняла окончательного решения, что делать с этими крупными, но полуживыми финансовыми учреждениями, да и мощный лоббизм дает о себе знать.

При этом наиболее логичным и, более того, уже проверенным прошлым опытом путем решения проблемы называют национализацию этих учреждений с вычищением прочь их акционеров, адекватными убытками для незастрахованных должников (которые все сплошь профессионалы рынка) и ликвидацией плохих активов по справедливой стоимости или их передача специально созданному институту, вроде пресловутой Resolution Trust Company. А уж затем, после честной санации, возможна уже новая приватизация. Это

случай сработал в США в конце 80-х, в Швеции, в то время как подобный ныне предлагаемому сценарий привел с десятилетней депрессии в Японии. Это ясно очень многим экспертам в США (Roubini, Whalen и др.) Таковые уверены, что администрация Обамы придет к этому же, но драгоценное время будет упущено.

В чем здесь уроки для российской ситуации? В российской экономике банки не показывали столь большой уровень леввереджа, хотя пузыри – из-за внешнего притока капитала, избыточной ликвидности – тоже имелись. Самый фундаментальный и неприятный – это пузырь в сфере конечного спроса, получившийся из-за опережающего роста реальных доходов на том же внешнем притоке капитала, завышенной цене нефти. Это был в своей основе рост рентного типа; упала рента – неизбежно падает и спрос. Часть этого спроса также стимулировалась трансляцией в кредит не столько сбережений (наибольшие сбережения были у государства, а оно их складывало в резервные фонды), а внешних займов. Наиболее яркий пример: секьюритизация на внешних рынках ипотечных и розничных кредитов российских банков, приобретающая весьма большую популярность в конце «эпохи изобилия». Это роднит нас со всем остальным миром имени А.Гринспена!

Поэтому, несмотря на низкий леввередж, у российских банков имеется некий объем плохих активов, которые так запросто не могут быть идентифицированы, как в случае США, потому что в большинстве своем они не секьюритизированы, но самое главное для нашей системы – это мисматчи по срокам и по валюте. И это обстоятельство уже проявилось через банкротство некоторых учреждений и обширные капитальные вливания со стороны государства в другие, в т.ч. в те, которые «too big to fail». Тоже общее? Не вполне.

Во-первых, в США банк, который too big to fail, характеризуется несколько иными чертами; он, если угодно, действует немного в другом понятийном поле. У нас государство несет во многом солидарную ответственность с этим самым «too big to fail» банком. А, если уж положить руку на сердце, то и со всей банковской системой, так как является основным долгосрочным сберегателем в экономике. Вместе с тем, это дает банкам возможность взывать к «справедливости» и особое право на помощь по сравнению с американцами. Государство у нас гораздо *больше* в относительном измерении, чем в США.

Во-вторых, отношения государства и налогоплательщиков у нас определенно носят иной характер. Государство и тут заметно *больше*. Поэтому требование эффективности бюджетной помощи с точки зрения выгоды налогоплательщика у нас носит скорее моральный характер. А раз так, то непредвиденные обстоятельства с легкостью выведут и дефицит бюджета за озвученный уровень 8%, и изменят приоритеты антикризисной программы с большей легкостью, чем у коллег за океаном.

В связи с этим заметим еще вот что... Как стало известно, в январе экспорт из Китая упал 3-ий месяц подряд, причем сразу на 17.5% – худший результат за 13 лет. В то же время, импорт упал на все 43%, что, конечно, связано с падением цен на сырье. Однако мало у кого остаются сомнения в том, что КНР движется к своему hard landing, и рост экономики там в 1-ом кв. 2009 г. может составить всего около 6% – как раз на грани «жесткого приземления». Прежде, чем меры правительства Китая дадут эффект, должно пройти время, а падение внешнего спроса во всю сказывается уже сейчас. Так на какой существенный рост цены нефти и металлов рассчитывают, например, российские игроки в акции? Не довольно ли того, что снижение этих цен уже достигло дна? За известным аппетитом к российским акциям, помимо того, о чем мы говорили на днях, возможно, встал еще один фактор: ЦБ включил 17 российских акций в свой ломбардный список, расширив тем самым свои риски до беспрецедентных пределов (хотя о дисконте по этим бумагам нам пока ничего не известно). При этом акции – это не более 2% активов российских банков. Видимо такое расширение ломбардного списка – поддержка в большей степени реального сектора. По крайней мере, в его «too big to fail» части...

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 TodTom, 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

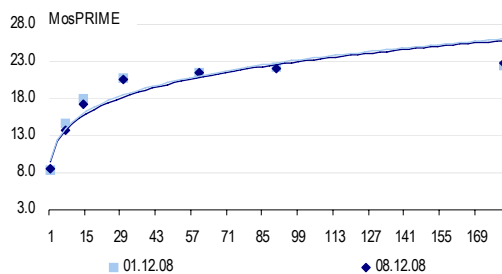
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	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

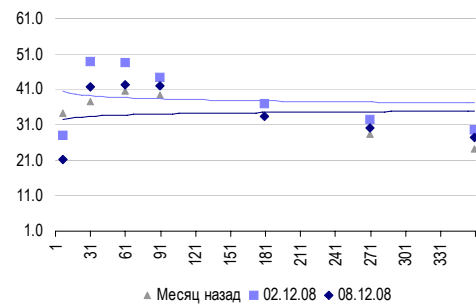
Некоторые глобальные ставки (USD)

	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

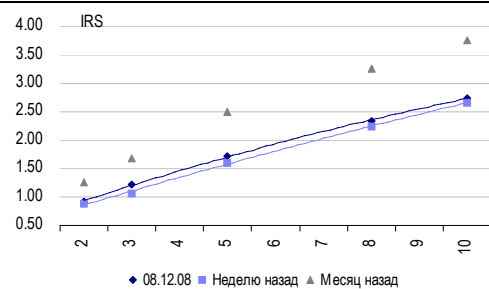
Кривая ставок MosPRIME



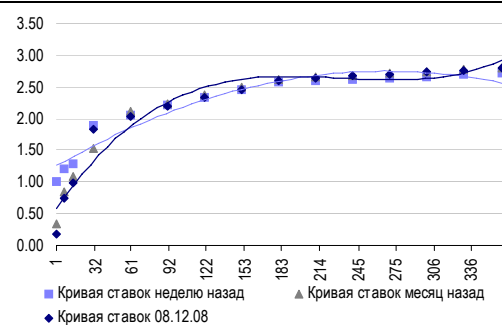
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



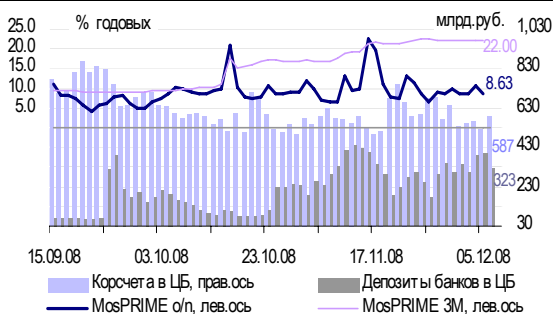
Кривая IRS USD



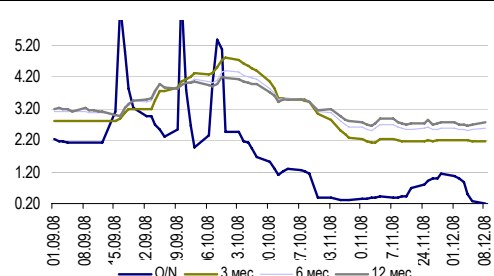
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 2 февраля		Вторник, 3 февраля		Среда, 4 февраля		Чет верг, 5 февраля		Пятница, 6 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср. взв. ст авка объем	10,10 368,637.5	375,169.5	10,28 344,952.5	368,739.5	10,39 272,816.7	345,049.6	10,41 249,290.9	272,894.4	10,49 217,564.8	249,362.0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср. взв. ст авка объем	10,81 19,843.7	14,229.8	10,83 75,997.6	19,849.5	10,82 128,782.5	76,020.2	10,81 6,196.6	128,820.6	10,93 1,001.2	6,198.4
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср. взв. ст авка объем погашение			10,51 82,507.5	115,987.8						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							05.03.09			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	ср. взв. ст авка дата закрытия							7.99 06.05.09			
Аукцион Минфина/ЦБ	ср. взв. ст авка объем предложения ст авка от сеч. объем спроса размещено	06.05.09 25,000 18.65 16.26 169,826 24,969		11.03.09 25,000 18.41 17.00 138,607 23,503							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср. взв. ст авка ст авка от сеч. объем спроса размещено					15,000		04.03.09 15,000 14.95 14.25 36,953 15,000			
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср. взв. ст авка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 5,000 не сост.			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср. взв. ст авка дата погашения ср. взв. ст авка дата погашения ср. взв. ст авка дата погашения ср. взв. ст авка			18.02.09 не сост. 06.05.09 11.84 05.08.09 12.25 03.02.10 13.1							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет ЦБ	объем	-9,600		+5,000		-56,500		-2,700		-51,500	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+600		+1,000		+1,200		+8,500		-1,800	
Итого, прямое репо *	объем	388,481.2	389,399.3	420,950.1	388,589.1	401,599.2	421,069.8	255,487.4	401,715.0	218,566.0	255,560.4
объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 9 февраля		Вторник, 10 февраля		Среда, 11 февраля		Чет верг, 12 февраля		Пятница, 13 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср. взв. ст авка объем		217,752.4								
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср. взв. ст авка объем		1,002.1								
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср. взв. ст авка объем погашение			82,673.8							
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия										
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	ср. взв. ст авка дата закрытия										
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа объем предложения ср. взв. ст авка ст авка от сеч. объем спроса размещено	05.08.09 100,000 14.50		18.03.09 15,000 15.00			94,227				
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср. взв. ст авка ст авка от сеч. объем спроса размещено						10,000				
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср. взв. ст авка объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср. взв. ст авка										
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет ЦБ	объем	+14,000									
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-6,500									
Итого, прямое репо *	объем		218,754.5	0.0		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

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
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

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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 разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.