

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

Плохие и хорошие уроки

Нам не выучить эти уроки до конца. У нас несколько иное отношение к государству, бизнесу, к таким базовым этическим аксиомам, как, например всем известная «ничего личного, только бизнес». В самом деле, как это – ничего личного? ☺ Короче говоря, происходит примерно то, о чем мы говорили ранее: закачивание больших денег в экономику в период неизбежной коррекции раздутого прежде кредита (иными словами, делевереджа) служит лишь «парашютом» для банковской системы, предотвращая ее ставший вполне реальным полный meltdown. Осознание колоссального масштаба не просто коррекции, а смены экономических парадигм (о чем не раз и не два мы писали ранее) позволило нам некогда скептически отнестись к очередным заявлениям одного международного экономиста очень высокого «профиля», затянувшего старую мантру о том, что-де активные действия ФРС по снижению ставок приведут к новому росту мировой экономики... во 2-ой половине 2008 г.

Сегодня прозревших невероятно много. Впрочем, гибкость мышления – не худшее качество эксперта, и high profile тут не должен, по идее, быть помехой... Похоже, однако, что настает время прозревать и относительно оптимистичной 2-ой половины 2009 г. Тут уж, впрочем, осторожных куда больше, чем год назад. В самом деле: вот и очередное suckers rally в акциях в начале года, вроде бы, начало выдыхаться на фоне все более плохих макроэкономических данных (в т.ч. наиболее свежих цифр по розничным продажам в США, которые в декабре упали вдвое сильнее, чем ожидалось). Moody's прогнозирует коэффициент банкротства (default rate) компаний спекулятивного (junk) рейтинга на конец 2009 г. на уровне 15.3% против 4% в прошлом году и... 15.4% в 1933 году! На этом фоне вновь подошло время подводить промежуточные итоги использования средств TARP (Troubled Asset Relief Program) – государственной помощи финансовой системе США, точнее, первого транша в объеме 350 млрд.долл. (примерно 10.5 трлн.руб.)

Закон о TARP, именуемый Emergency Economic Stabilization Act of 2008, был введен в действие 3 октября 2008 г. Задачи акта (в нашем вольном переводе) таковы: восстановить ликвидность и стабильность финансовой системы США с тем, чтобы а) поддержать стоимость жилья, накопления, сделанные в образовательных целях, пенсионные счета и сбережения граждан; б) сохранить жилье в собственности граждан, обеспечить занятость и экономический рост; в) гарантировать возврат выделяемых на эти цели средств и прибыли от их использования налогоплательщикам и г) обеспечить общественный контроль за расходованием таких средств. В целях контроля за исполнением акта как раз и была создана специальная наблюдательная комиссия, впервые заседавшая в декабре 2008 г.

Ну, немедленного достижения целей экономического роста, конечно, никто не требует. Однако вот вопросы к исполнительной власти, которые сформулировала комиссия уже на втором заседании, в январе 2009 г., - четыре проблемы, которые не нашли должного освещения после первого заседания.

1. Ответность банков. Комиссия по-прежнему не знает, что банки делают с деньгами налогоплательщиков.
2. Прозрачность и оценка активов. До сих пор не создана система прозрачной оценки активов.
3. Отказы от ипотечного кредита (foreclosures). Кризис в секторе недвижимости продолжается, несмотря на выделение средств TARP.

4. Стратегия. Изначальные сомнения комиссии относительно эффективности TARP только выросли, не в последнюю очередь из-за смены стратегии (от покупки плохих активов до капитализации банков). Цели должны быть сформулированы более точно.

Слышны голоса о том, что оставшиеся 350 млрд.долл., которые, очевидно, при поддержке ФРС, требует выделить уходящая администрация Дж.Буша (среди претендентов чуть ли не первый – Citi), должны быть предоставлены только после полного отчета об использовании первого транша, честного списания плохих активов и, разумеется, после отчета о дивидендах и бонусах.

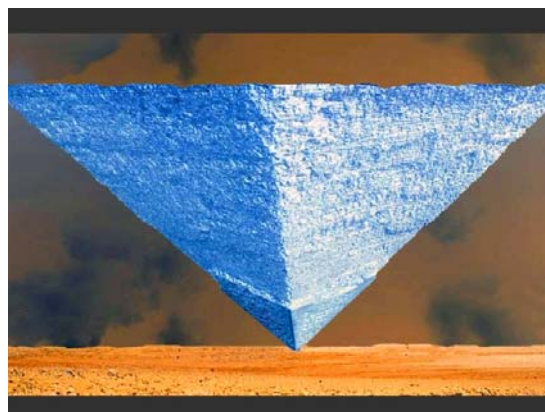
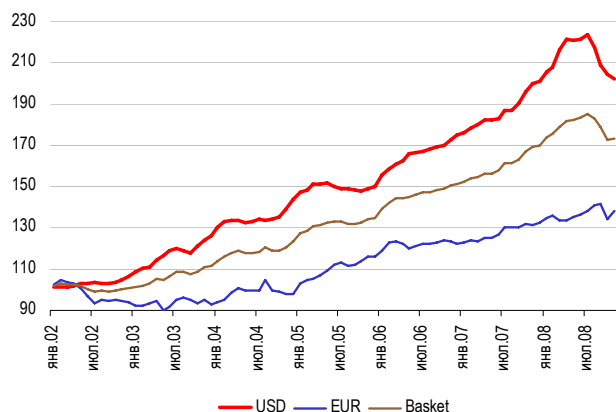
Ничего личного... Многие антикризисные меры монетарных властей РФ скопированы с американских. У вас тоже есть какие-либо вопросы по их использованию? ☺

Сегодня российский валютный рынок в условиях плавной девальвации рубля и все более очевидных, не лучших перспектив на 2009 г. подходит к точке, когда должны быть приняты решительные меры. Иначе постоянное опустошение валютных резервов подведет их к критической точке, когда ситуация может стать неуправляемой. Очевидно, что поздно вводить меры капитального контроля – с этой реакцией мы безнадежно опоздали, да и те попытки, что были сделаны, толком не работают. Очевидно, что к осязаемому «зажиму ликвидности» монетарные власти прибегать не хотели – и не стали. В то же время, плавная девальвация создала самые экстремальные антирублевые спекулятивные настроения: разохотевшийся рынок видит, куда идет дело, и желает все большего. Выходов остается не так много: пойти навстречу рынку быстрыми шагами или таки перекрыть ему рублевую ликвидность. Скорее всего, монетарные власти выберут первое (вплоть до отпуска рубля в свободное плавание).

К сожалению. Потому что равновесное значение обменного курса с экономической точки зрения – это недостижимая утопия, которую, кстати, нынешний кризис полностью опроверг. Как и в целом миф об эффективности и объективности рынка. Однако мы все еще существуем в той парадигме, когда мухи (финансовый сектор) все же в известной степени отдельно, а котлеты (экономика) – тоже отчасти отдельно. Нет, не совсем так: более точная глобальная аналогия – перевернутая пирамида, не случайно ставшая заглавной картинкой для одной из наших прежних презентаций. Однако в этой реальности мы вынуждены мириться с теми правилами игры, которые в ней сложились: валютные курсы carry trades и прочие спекуляции движут рынками в большей степени, чем торговый баланс. С этим придется жить и тогда, когда рубль более решительно двинется в сторону, например, >35 за доллар, заодно резко поднимая ставки денежного рынка, которые могут остаться практически единственным средством контроля за рынком в руках ЦБ. Понятно, что в этих условиях они не могут быть по-прежнему относительно невысокими, т.е. даже около 10%.

Индексы реального курса рубля к USD, EUR и бивалютной корзине «55+45»: то, что мы видим сейчас, не такая уж страшная коррекция. (Если вам легче от этого.)

Перевернутая пирамида (обложка презентации от 23 мая 2008 г.) как символ экономической парадигмы, опирающейся на leverage.



Характеристики обменного курса рубля

14.01.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	31.5616	+1.09	+8.8	+13.5	+21.0
USD ETC Tod	31.5746	+1.23			
USD ETC Tom	31.6760	+1.49			
EURO TOD	41.9072	+1.29	+4.85	+13.7	+17.7
RIBER bid	31.6272	+1.34	9.11	13.85	21.26
ask	31.6352				
Своп TodTom, пилс	475		USD/EUR кросс-курс	1.3272	
0.45 EUR + 0.55 USD	36.2243	+1.26	+6.8	+13.7	+19.3

Индикаторы рублевой ликвидности

	14.01.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср. за 30 дн.	Ср. за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	548.9	-112.0		672	614
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	249.8	-43.1		392	291
MosPRIME o/n	9.83		+20	9.97	9.98
MosPRIME 1m	19.58		+16	20.43	18.71
MosPRIME 3m	21.50		+17	21.91	19.84

Объем торгов ММВБ

14.01.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	2,117.4	+6.6	2,480	1,758
USD ETC Tom	4,547.9	-20.6	5,906	5,169
ММВБ долл., всего	6,665.3	-13.6	8,386	6,927
EURO TOD	189.8	-31.1	135	73

Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 14.01.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	33.7167	20,517	78.0	32.5903	9,253	52.9	2510
1 мес.	33.6348	19,698	75.0	32.5694	9,044	52.2	2280
3 мес.	35.5743	39,093	50.6	34.2332	25,682	39.8	1080
6 мес.	37.5144	58,494	38.4	36.4137	47,487	34.7	370

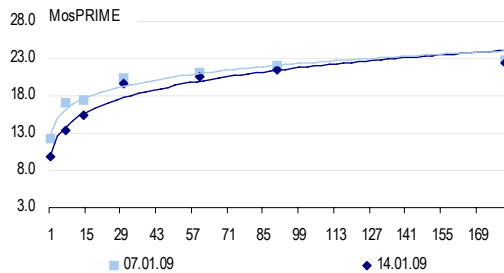
Курсы мировых валют

	14.01.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3171	1.3200	-0.22	-1.31	-3.89
USD/JPY	89.2	89.510	+0.32	+2.27	+12.32
GBP/USD	1.4570	1.4535	+0.24	-2.48	-19.90
CHF/USD	0.8950	0.8937	+0.14	+5.32	+1.32

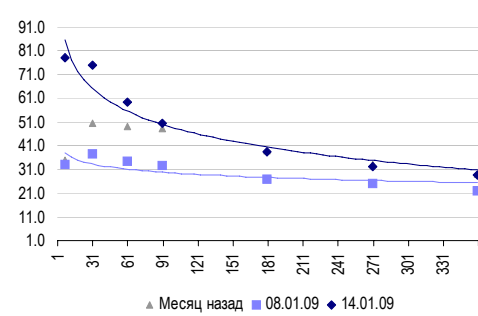
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 14.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 14.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.711	0.755	-4.4	0.71	0.83	-12
3 года	1.022	1.110	-8.8	1.02	1.18	-16
5 лет	1.347	1.507	-16.0	1.35	1.59	-24
10 лет	2.202	2.386	-18.4	2.20	2.45	-25

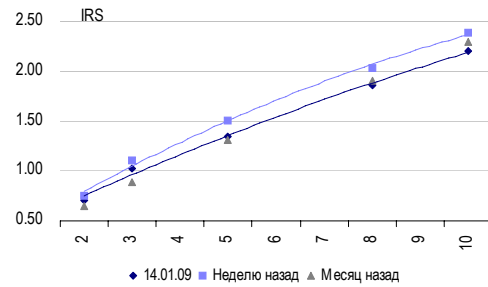
Кривая ставок MosPRIME



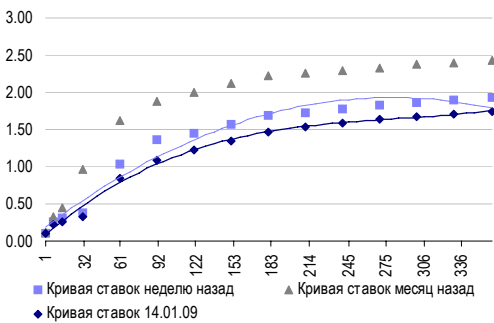
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



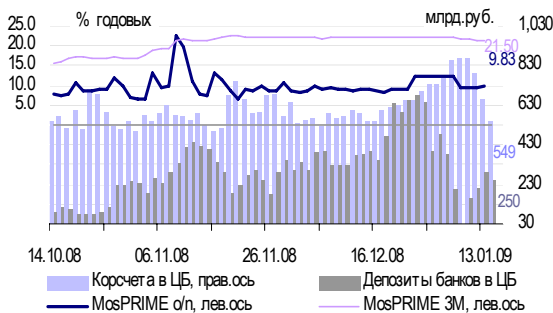
Кривая IRS USD



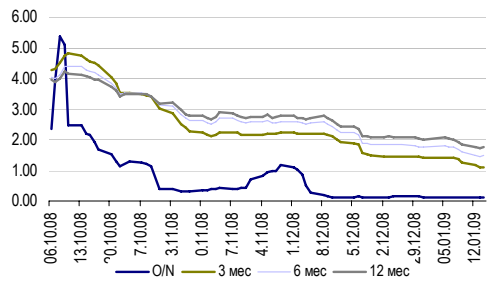
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 5 января		Вторник, 6 января		Среда, 7 января		Четверг, 8 января		Воскресенье, 11 января	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем		0,0		0,0				0,0	9,22 209,706.5	374,804.0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем		0,0		0,0				0,0	9,57 110,911.0	100,661.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение				0,0						
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										
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка отсеч. объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения 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										+25,800
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем										+0
Итого. прямое репо *	объем		0,0		0,0				0,0	320,617.5	475,465.2

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 12 января		Вторник, 13 января		Среда, 14 января		Четверг, 15 января		Воскресенье, 18 января	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка объем	9,21 161,220.9	209,865.4	9,22 267,888.8	161,261.6	9,24 217,047.6			217,102.6		0,0
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка объем	9,59 159,898.5	110,998.3	9,58 6,395.1	159,940.6	9,51 60,573.4			60,589.1		0,0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			9,67 102,575.3	0,0						
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	08.07.09 350,000 13,32 13,25 64,605 64,605		18.02.09 150,000 12,96 12,75 128,862 128,862			38,063				
Аукцион ЖКХ	дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка ставка отсеч. объем спроса размещено						10,000				
Обратное репо	предлагаемый актив дата выкупа объем предложения ср.взв. ставка объем спроса выручка ЦБ							ОБР-8 15.06.09 10,000			
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения ср.взв. ставка дата погашения ср.взв. ставка дата погашения ср.взв. ставка			13.01.10 12,02 15.07.09 11,73 15.04.09 10,76							
ОФЗ/ГКО	выпуск объем предложения привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем		-263,300		-112,000		-19,600				
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем		+75,000		-43,100		-59,700				
Итого. прямое репо *	объем		321,119.5		320,863.6		274,283.9		321,202.2		277,621.0
										277,691.7	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.