

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

Количество и качество revisited

Прежде всего, мы должны принести свои извинения по поводу вчерашней арифметики: поток информации о помощи разного рода мировой и российской банковской системе, материальной и не вполне, поступающий каждодневно буквально отовсюду, в условиях ограниченного времени порой сбивает с толку. Поэтому с сообщением о новом беззалоговом аукционе ЦБ с лимитом якобы на 550 млрд.руб. на следующей неделе мы поторопились: аукцион пока не запланирован, а ровно эту сумму предложит рынку – по старинке – Минфин. Правда, последний, в свою очередь, заявил о намерении сокращать вливания ликвидности в систему по мере постановки на «поток» беззалоговых аукционов ЦБ. Все прочие выводы о достаточном на ближайшее время объеме ликвидности, предлагаемой из разных источников (с учетом, разумеется, исполнения монетарными властями *всех* своих обещаний), остаются в силе.

Собственно, во всем мире количество предоставляемой помощи худо-бедно переходит в качество. основополагающие спреды денежного рынка (LIBOR-Fed, OIS, etc.) снизились почти на 100 б.п. за 2 недели. Это движение отражает снижение самого фиксинга LIBOR. Большие, практически неограниченные объемы дополнительной ликвидности, кажется, прочищают «бутылочные горла» на рынке. Примерно то же самое происходит в РФ, где ставки после пика 20 октября упали до «приличных» 4-6%, что, впрочем, также непосредственно связано с перерывом в налоговых платежах. И, конечно, с той эмиссией, которая уже произошла и может продолжиться на этой неделе, если монетарные власти будут держать свои обещания.

На валютном рынке победное шествие USD в направлении 1.20 за евро едва приостановилось возле уровня 1.30. Это стремительное движение сопровождалось уже привычным в таком случае, не менее молниеносным снижением цен сырьевых товаров и низкими ставками US Trys и IRS на коротком (да и среднем тоже) конце кривой, а также крайней неустойчивостью рынка акций. Безусловно, падение евро ускорило вчера на потоке мнений о скором снижении ставки ЕЦБ из-за особенно плохих показателей европейской экономики. Подобное развитие событий также не было неожиданным. Однако достаточно взглянуть на более длинный график EUR/USD, чтобы увидеть в недавнем прошлом не менее жестокие падения в отсутствие столь же веских причин, чтобы понять, что процесс бегства от рисков, делевереджа продолжается, переходя из одной фазы в другую. Просто теперь этот процесс проходит на фоне возвращения в финансовый сектор части уверенности, доверия и ликвидности.

(Дальний конец кривой US Trys, напротив, имеет тенденцию к росту из-за ожиданий высокого предложения облигаций, что, конечно, не очень-то хорошо для реального бизнеса, т.к. для него – на развитых рынках – длинные ставки имеют гораздо большее значение, чем короткие, по понятным причинам).

Чтобы не расслабляться: общий объем кредита в экономике США в 2008 г. достиг 350% ВВП, и это все еще, конечно, обещает долгий спуск с вершины. Рост просроченной задолженности по кредитным картам (свыше 60 дней) вырос в абсолютном большинстве территориальных образований Штатов – в 72% графств. Fitch: рост глобального кредита в реальном выражении достиг максимума 16% в 2007 г., замедлится до 7% в этом и, вероятно, замедлится еще в 2008 г., до 5%. Таким образом, очень похоже, что, как минимум, на протяжении большей части 2009 г. проблема замещения внешнего финансирования государственным останется для России (и далеко не только для нее) актуальной задачей №1. На сегодня монетарные власти РФ с этой проблемой справляются – пусть пока и на очень коротком отрезке времени, а сообщение Reuters о том, что 60% граждан РФ по-прежнему уверены в безопасности своих банковских вкладов, добавляет известного оптимизма относительно будущего. И напоминает, кстати, как важно не допускать девальвации рубля в эти месяцы.

Фактически в последние недели (это когда отток капитала, по некоторым данным, мог составить около 25 млрд.долл.) ЦБ РФ осуществлял не что иное, как стерилизованную долларовую интервенцию, продавая валюту на рынке. Стерилизованной она оказалась потому, что за удовлетворением страждущих валюты

последовало обильное рублевое вливание: почти 390 млрд.руб., о которых мы уже говорили. Немного непривычно звучит, но это – действительно тоже стерилизация, только зеркально противоположная той, что мы привыкли видеть, когда на рынок поступал избыток рублей. Результатом такой «зеркальной» стерилизации стали низкие рублевые ставки, которые без подобного противовеса (но с введением ограничения на валютный своп с ЦБ) могли бы выстрелить, как они выстрелили в день аукциона.

Прав ЦБ, или не прав? С точки зрения борьбы с валютными спекулянтами, кажется, что решительно неправ. Сейчас, пусть и более скромно, но атаки на рубль этих господ, получивших дополнительную ликвидность – если и не получивших напрямую, то в виде более низких рублевых ставок на рынке уж точно, – продолжают. Это, конечно, не 100% желаемый результат.

Однако представляется, что в более широком смысле Центробанк поступил правильно, не ограничив ликвидность на том мизерном уровне, на котором она была пару дней назад. И сегодня, кстати, рублей не так уж много на счетах банков в ЦБ: примерно на среднем уровне за месяц и за квартал, когда ликвидность уже вряд ли была избыточной. Однако спекулянтов все же легче подавить, чем восстановить хотя бы часть прежнего доверия в банковской системе, что является, пожалуй, более важной задачей для экономики сегодня. Проблема лишь в том, что чрезмерное добавление ликвидности в систему, работающую еще недостаточно хорошо, может сопровождаться усилением спекуляций на валютном рынке, который в таком случае оказывается однозначно наиболее привлекательным. Тем более, что движение доллара на рынке forex пока на стороне игроков против рубля.

Нет, конечно же, ничего уникального... Вслед за Южной Кореей, удар кризиса пришелся на еще одну, достаточно «продвинутую» страну из разряда развивающихся экономик. В середине октября венгерский форинт упал за один день на 7%, а затем продолжил падение, достигнув 280 форинтов за евро 21 октября, против 230 в июле. История до боли знакомая, и, как правильно, на наш взгляд, отмечает «буревестник» кризиса Н.Рубини, профессор Нью-Йоркского университета, могущая привести к «эффекту домино» в Центральной Европе, т.к. почти все экономики там буквально «одним миром мазаны»...

Венгрия, как вы, вероятно, уже догадываетесь, имеет дефицит текущих операций на уровне 5% ВВП и дефицит бюджета 3.4%. (Все данные по Венгрии ниже отсюда: www.rgemonitor.com.) В годы, когда экономика страны была в самом фаворе у инвесторов, дефицит бюджета достигал 9% ВВП из-за очень мягкой бюджетной политики, стимулировавшей инвестиции, а дефицит текущих операций – более 6% ВВП из-за, понятно, потребительского и инвестиционного бума (в славном 2006 г.). Все эти дефициты покрывались иностранными инвестициями и займами, которые, в частности, поступали в банковскую систему страны через дочерние структуры иностранных банков. Последним принадлежит 85% банковской системы Венгрии.

При этом 60% всех кредитов нефинансовому сектору венгерских банков номинировалось в евро и швейцарских франках, но лишь 20% депозитов были валютными – форинт-то укреплялся на волне известного аппетита к риску. Надо ли говорить, какие именно последствия наступили сейчас для страны, в банковской системе которой зияют огромные валютные и процентные гэпы, а дефицит бюджета и текущих операций, хоть и ниже, чем, например, в Латвии, но весьма велик? Да, еще: золотовалютные резервы страны составляют около 17 млрд.долл. и примерно равны краткосрочному внешнему долгу.

Мы уже достаточно показательно сопоставляли недавно РФ и Ю.Корею по целому ряду показателей, приведенных здесь и для Венгрии. В частности, указали на соотношение краткосрочного долга к международным резервам на уровне около 30% для РФ против примерно 70% у Кореи. Добавим теперь кое-что про банковскую систему.

Доля депозитов в иностранной валюте в РФ в середине года составляла 24%, доля валютных кредитов – 26% от общего числа кредитов. Собственно, рост депозитов в иностранной валюте заметно ускорился именно в текущем году – по понятным причинам. К сожалению, мисматч в банковской системе РФ тоже довольно серьезный: отношение общего объема кредитов к депозитам составляет почти 170% (150% у Венгрии, где выше склонность к сбережениям), а валютных кредитов к валютным депозитам – 180%.

Увы, пример Венгрии показывает, что высокое доверие к банкам, в т.ч. из-за обилия иностранных финансовых институтов – еще не все. Реальная экономика имеет значение. К счастью, отличие РФ от Венгрии тоже более чем существенное: у венгерской финансовой системы *нет* иных источников для исправления ситуации, кроме чрезвычайной помощи ЕС и ЕЦБ.

Характеристики обменного курса рубля

21.10.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	26.4417	+1.48	+7.3	+3.7	+13.9
USD ETC Tod	26.4471	+1.56			
USD ETC Tom	26.5116	+1.42			
EURO TOD	35.1179	-0.16	-1.74	-3.2	-4.6
RIBER bid	26.4553	+1.77	7.23	3.70	14.02
ask	26.4611				
Своп TodTom, пилс	93	USD/EUR кросс-курс			1.3279
0.45 EUR + 0.55 USD	30.3490	+0.66	+2.4	+0.0	+3.5

Объем торгов ММВБ

21.10.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,403.2	-16.8	1,373	1,408
USD ETC Tom	4,577.5	+24.3	4,433	4,128
ММВБ долл., всего	5,980.7	+11.4	5,806	5,537
EURO TOD	130.6	+6.5	68	55

Курсы мировых валют

	21.10.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3092	1.3315	-1.70	-10.19	-21.26
USD/JPY	100.2	101.680	+1.46	+6.48	+6.28
GBP/USD	1.6889	1.7128	-1.42	-8.73	-18.25
CHF/USD	0.8662	0.8689	-0.31	-4.33	-13.06

Индикаторы рублевой ликвидности

	21.10.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	713.0	206.8		643	651
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	77.9	-2.3		158	139
MosPRIME o/n	10.33		-1067	8.16	7.09
MosPRIME 1m	15.00		-258	9.47	7.78
MosPRIME 3m	15.33		-217	10.14	8.42

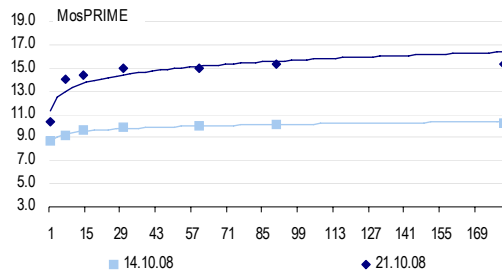
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 21.10.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	#N/A	#N/A	31.9	26.7476	#N/A	31.3	60
1 мес.	#N/A	#N/A	37.8	26.8136	#N/A	35.4	240
3 мес.	#N/A	#N/A	34.5	27.8235	#N/A	30.3	420
6 мес.	#N/A	#N/A	28.3	28.5611	#N/A	23.0	530

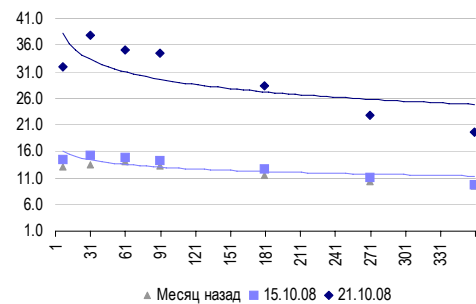
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 21.10.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 21.10.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	2.763	2.975	-21.2	1.71	1.55	16
3 года	3.191	3.414	-22.3	2.07	1.98	9
5 лет	3.757	3.993	-23.6	2.79	2.82	-3
10 лет	4.279	4.541	-26.2	3.86	3.95	-9

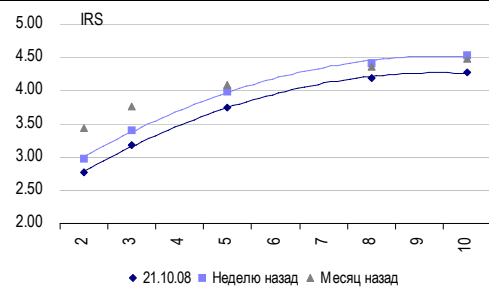
Кривая ставок MosPRIME



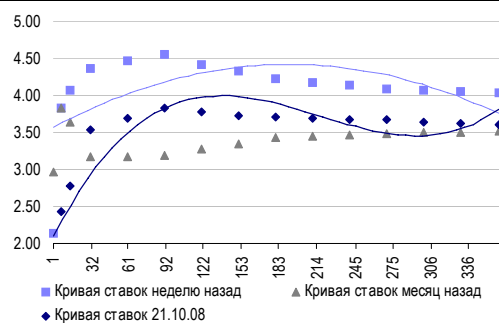
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



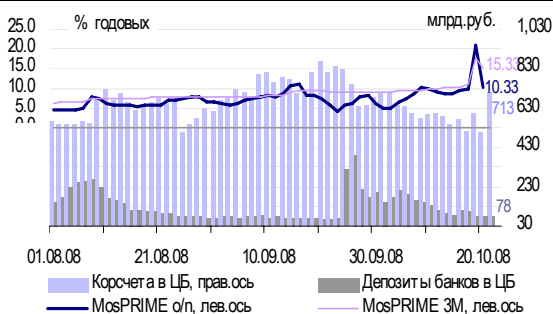
Кривая IRS USD



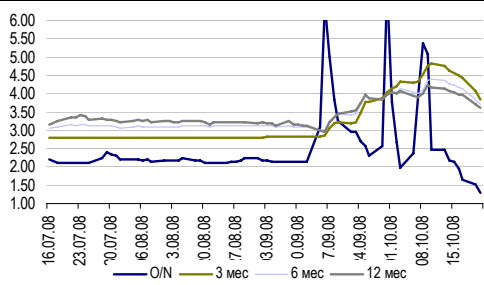
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD





МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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 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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.