

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

Не верить собственным глазам

Рост аппетита к риску, который был отмечен на рынках в последние дни, вероятно, есть не что иное, как очередной «пик» нынешней рецессии, «дно» которой может выглядеть следующим образом: WWWW. Изначально всплеск такого аппетита был подкреплен, разумеется, неплохими результатами Barclays, который, вообще-то, а) в свое время предпочел инвесторов с Ближнего Востока, приобретших в нем почти треть акционерного капитала, помощи английского правительства, б) не так агрессивно списывал активы, как соперники (согласно MF Global Securities Ltd.). В результате капитал банка заметно превзошел требования регуляторов. Что особенно примечательно, увеличившийся доход банка, покрывший списания кредитного портфеля в объеме около 11 млрд.долл., главным образом происходил от... инвестиционного банка Barclays и приобретенных активов Lehman Brothers. Если кто-либо чувствует здесь повод сомневаться в чем-либо, оставим таковой на усмотрение этого кого-то.

Затем выросли продажи домов на вторичном рынке, опережающие индикаторы в США и, в довершение всего, немецкий индекс (или группа индексов) Ifo. И если опережающие индикаторы, как оказалось, выросли исключительно благодаря увеличению денежной массы, т.е. из-за антикризисных усилий монетарных властей (это – компонент индекса с самым большим весом), то рост индекса Ifo, фактически отражающего настроения в крупнейшей экономике зоны евро, объяснить каким-либо одним формальным компонентом сложнее. В осторожном комментарии института Ifo говорится: «Слишком рано считать это разворотной точкой... Похоже, мы приближаемся к разворотной точке, но сейчас слишком рано... Ожидания улучшились, но текущая конъюнктура остается плохой...» Меры властей имели «некоторый эффект», например, в строительстве. Розничная торговля и сфера услуг показали неплохие результаты и вполне оптимистичны, но «на низком уровне, тем не менее» (цитата по Bloomberg).

Осторожность этих заявлений более чем понятна. Если есть желание убедиться в этом визуально, то ниже мы приводим красноречивый график Ifo Business Expectations. Есть, безусловно, основания усомниться даже в том, что индекс Ifo приближается к некоторой разворотной точке, особенно на фоне бесконечных сведений о росте безработицы в глобальной экономике (в США она может почти удвоиться в 2009 г., до >9% трудоспособного населения), возможном росте списаний в мировой банковской системе до 1.8 -2 трлн.долл., стремительном торможении экономики Китая и т.п. Более того, вчерашние данные по США показали, что, несмотря на все усилия властей и рост продаж жилья на вторичном рынке, цены жилых домов, считающиеся (на наш – и не только – взгляд, ошибочно) «стержнем» нынешнего кризиса, продолжают падать быстрыми темпами. По словам г-на Шиллера, автора ценового индекса S&P/CaseShiller, дно этого процесса пока даже не просматривается. Вопреки самым низким ставкам по ипотечному кредиту «за сроки жизни поколения», доступность его остается крайне низкой, а падение цены домов ниже стоимости их покупки непрерывно вымывает то, что называют богатством (wealth) конечных потребителей, вынужденных теперь больше сберечь, чем потратить.

Текущий всплеск аппетита к риску, сопровождающийся падением доллара ниже 1.30 за EUR, выглядит еще более необоснованным в среднесрочной перспективе, если обратить внимание на безобразное состояние экономик юга Европы. Греция с ее долгом на уровне свыше 90% ВВП и дефицитом счета текущих операций на уровне 13% ВВП имеет близких «соперников» в лице Испании, Португалии и Ирландии (северное исключение!). Чудовищная дивергенция в доходности облигаций стран зоны евро, возникающая на этой почве, – еще одна яркая иллюстрация ставших такими явными слабостей экономики еврозоны: облигации

Греции с погашением в 2019 г. торгуются с доходностью 6.1%, что предполагает спрэд к аналогичным Bunds почти в 300 б.п., против 100 б.п. даже в уже далеко не самом благоприятном октябре 2008 г. При этом невозможность что-либо предпринять на валютном фронте – валюта у них общая с Германией и Францией – де-факто ставит «слабые звенья» еврозоны в полную зависимость от центральных органов Европейского валютного союза (EMU), их доброй воли и возможностей. Конечно, маловероятно, что зона EUR развалится на части де-юре, это было бы слишком экстремальным сценарием, но положения Пакта о финансовой стабильности вряд ли будут адекватны жесткой действительности уже в самом ближайшем будущем. Например, в 2009 г. Греции придется выплатить по гос.долгу 12 млрд.евро, или 15% ВВП, и в случае невозможности рефинансировать эту сумму, партнерам по EMU, вероятно, придется поспешить ей на помощь, увеличивая дефициты своих бюджетов, вдобавок к собственным антикризисным мерам.

Индекс Ifo дал в январе вот такой повод для оптимизма:

В РФ ставки overnight на уровне около 30% тоже вряд ли согласуются с оптимизмом на рынке акций (хотя стабилизация цен на нефть может принести хотя бы некоторое успокоение). Впрочем, российский рынок акций обычно тщательно подражает международным рынкам. Этот скромный оптимизм – почти 10% роста индексов вчера – выглядит более чем бледно на фоне того, что мы можем назвать лишь одним словом: крах рынка (падение ниже значений 2005 г.; от многолетнего ралли не осталось ровным счетом ничего):

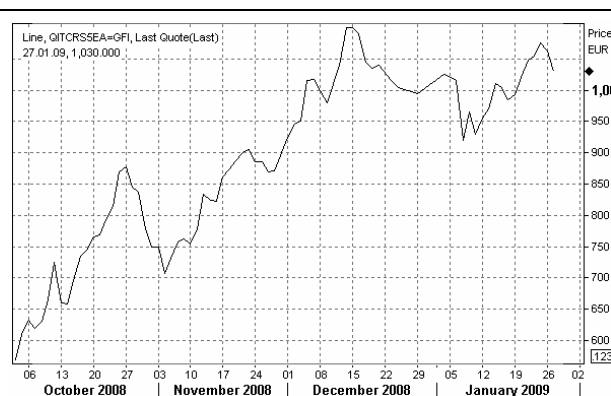
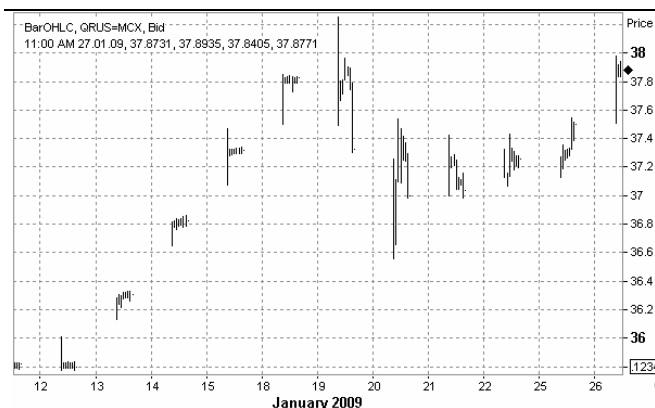


Источник: Bloomberg

Источник: Reuters, МДМ

Ликвидность банковской системы в целом очень слаба. Зияющий провал (gap) между краткосрочными обязательствами банков перед ЦБ на уровне свыше 1 трлн.руб. и минимальными по всем меркам ликвидными резервами (депозитами и корсчетами в ЦБ) примерно в 550 млрд.руб., по идее, вряд ли может способствовать росту бивалютной корзины к рублю. Тем не менее, на рынке есть разные мнения, которые даже воплощаются в некоторое ослабление российской валюты. Это происходит на фоне очень небольшого объема торгов, а ЦБ, по его заверениям, вообще ничего не продает и не покупает на рынке, действуя через обычные инструменты рефинансирования:

Почему оптимизм на рынках пока не слишком обоснован? Если смотреть на индикаторы финансового состояния глобальной экономики, вроде небезызвестного спреда LIBOR-OIS, то создается впечатление, что ФРС и ЕЦБ добились своего. Ну, почти. Однако индекс iTRAXX (ниже) демонстрирует, что рост ликвидности банков за счет различных антикризисных вливаний не означает завершения делеверджа. Кредит по-прежнему в дефиците для реальной экономики. Вообще, все более крепнет убежденность в том, что природа нынешнего кризиса не позволяет вылечить его старыми методами, т.к. именно они его и породили (см. например последнюю колонку Caroline Baum в Bloomberg):



Источник: Reuters

Источник: Reuters

EUR/USD: если помните, мы довольно давно заметили, что самый широко принятый на сегодня сценарий роста доллара в течение, как минимум, 1-го квартала 2009 г. пока не реализуется. Мы говорили о том, почему это может происходить. В последнее время и Trugs показывают небольшую коррекцию (наверх по доходности), особенно на дальнем конце. Однако за такой коррекцией отчасти стоит и объемный аукцион TBills. В целом, евро, как мы отметили, смотрится сейчас особенно слабо с фундаментальной точки зрения. Поэтому уровень 1.33 и, тем более, 1.35 (как возможная цель спекуляций) выглядит сегодня, пожалуй, слишком высоким для единой валюты:



Источник: Reuters, МДМ

DJIA: несмотря на относительно неплохие результаты некоторых эмитентов, перспективы рынка акций вряд ли можно назвать многообещающими. Да и технически никакой «силы» на этом рынке не наблюдается. Даже если оправдается относительно оптимистичный сценарий начала восстановления экономики США в конце 2009 г., еще слишком рано для разворота на рынке акций. Индексы могут упасть еще, и это – очень возможно.



Источник: Reuters, МДМ

Характеристики обменного курса рубля

| 26.01.09 | Текущее значение | Изменение, % | | | |
|---------------------|------------------|--------------|--------------------|--------|--------|
| | | За 1 день | с нач. года | 1 мес. | 3 мес. |
| Офиц. курс USD ЦБ | 32.9018 | +0.03 | +13.4 | +13.4 | +21.6 |
| USD ETC Tod | 32.8902 | +0.13 | | | |
| USD ETC Tom | 32.9409 | -0.21 | | | |
| EURO TOD | 42.5082 | +0.64 | +6.35 | +6.3 | +23.4 |
| RIBER bid | 32.9234 | +0.05 | 13.58 | 13.58 | 21.48 |
| ask | 32.9336 | | | | |
| Своп TodTom, пилс | 263 | | USD/EUR кросс-курс | | 1.2924 |
| 0.45 EUR + 0.55 USD | 37.2183 | +0.39 | +9.7 | +9.7 | +22.4 |

Объем торгов ММВБ

| 26.01.09 | Тек. оборот, млн. вал. ед. | Изменение, % | Среднедневной оборот | |
|-------------------|----------------------------|--------------|----------------------|--------|
| | | | 1 мес. | 3 мес. |
| USD ETC Tod | 1,684.4 | -8.2 | 2,807 | 1,848 |
| USD ETC Tom | 2,709.2 | -48.3 | 6,801 | 5,354 |
| ММВБ долл., всего | 4,393.7 | -37.9 | 9,607 | 7,202 |
| EURO TOD | 107.2 | -45.2 | 156 | 79 |

Курсы мировых валют

| 26.01.09 | 1 день назад | Укрепл.(+)/ослабл.(-%) | | | |
|----------|--------------|------------------------|-----------|-----------|--------|
| | | За 1 день | за 1 мес. | за 3 мес. | |
| EUR/USD | 1.3144 | 1.2916 | +1.73 | -6.99 | +3.82 |
| USD/JPY | 89.1 | 88.820 | -0.27 | +1.79 | +5.15 |
| GBP/USD | 1.3936 | 1.3700 | +1.69 | -5.30 | -13.63 |
| CHF/USD | 0.8755 | 0.8627 | +1.47 | -6.98 | +2.01 |

Индикаторы рублевой ликвидности

| 26.01.09 | Изм., млрд.руб. | Изм., б.п. | Ср. за 30 дн. | Ср. за 90 дн. | |
|--------------------------|-----------------|------------|---------------|---------------|-----------|
| | | | | | млрд.руб. |
| К/С в ЦБ, млрд.руб. | 410.8 | -41.8 | 631 | 601 | |
| Депозиты в ЦБ, млрд.руб. | 101.6 | 3.7 | 289 | 293 | |
| MosPRIME o/n | 17.83 | | -550 | 13.05 | 10.77 |
| MosPRIME 1m | 26.50 | | -133 | 21.93 | 20.18 |
| MosPRIME 3m | 28.33 | | -67 | 23.49 | 21.49 |

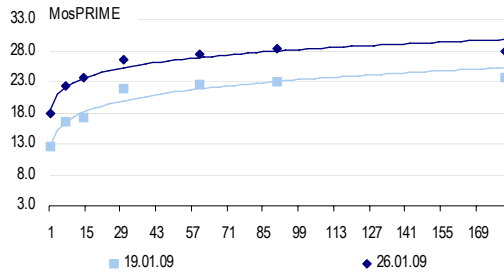
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

| | На 26.01.09 | | | Предыдущий день | | | Изм. дох-ти, б.п. |
|--------|-------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------------|
| | Outright | Базовых пунктов | Вмененная дох. | Outright | Базовых пунктов | Вмененная дох. | |
| 1 нед. | 34.0671 | 11,621 | 42.7 | 34.1090 | 12,040 | 40.1 | 260 |
| 1 мес. | 34.0286 | 11,236 | 41.4 | 34.0785 | 11,735 | 39.1 | 230 |
| 3 мес. | 35.6868 | 27,818 | 35.1 | 35.8147 | 29,097 | 35.2 | -10 |
| 6 мес. | 37.2390 | 43,340 | 27.9 | 37.2201 | 43,151 | 27.0 | 90 |

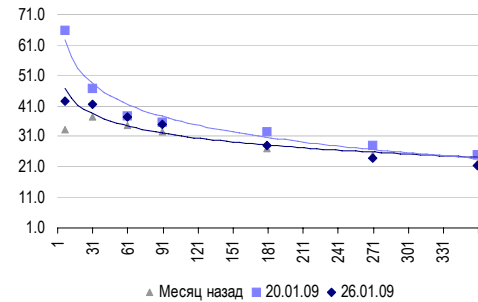
Некоторые глобальные ставки (USD)

| | IRS | | | US Trys | | |
|--------|-------------|--------------|------------|-------------|--------------|------------|
| | На 26.01.09 | Неделю назад | Изм., б.п. | На 26.01.09 | Неделю назад | Изм., б.п. |
| 2 года | 0.831 | 0.758 | 7.3 | 0.83 | 0.71 | 13 |
| 3 года | 1.193 | 1.126 | 6.7 | 1.19 | 1.06 | 14 |
| 5 лет | 1.646 | 1.610 | 3.6 | 1.65 | 1.48 | 17 |
| 10 лет | 2.645 | 2.548 | 9.7 | 2.65 | 2.37 | 27 |

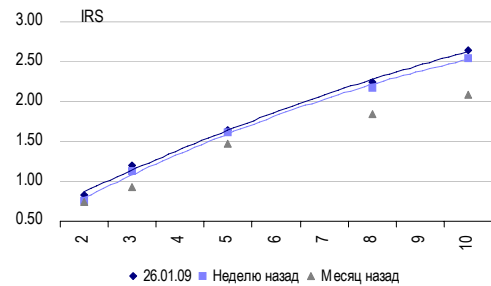
Кривая ставок MosPRIME



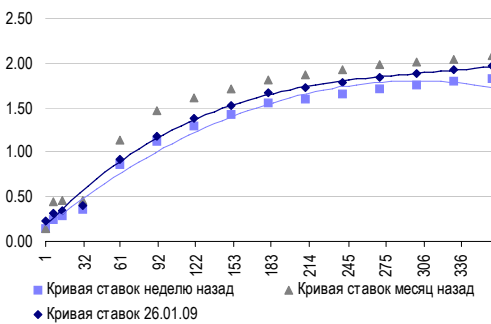
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



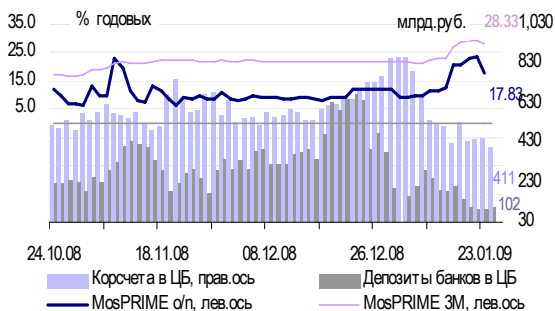
Кривая IRS USD



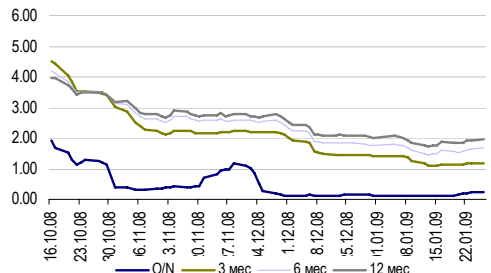
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

| объемы даны в млн.руб., если не указанс | | Понедельник, 19 января | | Вторник, 20 января | | Среда, 21 января | | Четверг, 22 января | | Пятница, 23 января | |
|---|----------------------------|------------------------|-----------|-----------------------|-----------|-------------------------------|-----------|--------------------|-----------|--------------------|-----------|
| | | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение |
| Прямое репо ЦБ. 11:00 * | ср.взв.ст авка | 9.24 | | 9.21 | | 9.20 | | 9.20 | | 9.20 | |
| | объем | 395,610.5 | 347,594.2 | 501,124.1 | 395,710.6 | 558,856.1 | 501,250.5 | 593,545.0 | 558,997.0 | 599,627.7 | 593,694.6 |
| Прямое репо ЦБ. 15:00 * | ср.взв.ст авка | 9.62 | | 9.52 | | 9.54 | | 9.57 | | 9.69 | |
| | объем | 46,821.4 | 99,755.4 | 34,214.6 | 46,833.8 | 51,610.5 | 34,223.6 | 32,791.7 | 51,624.0 | 2,639.3 | 32,800.3 |
| Прямое репо ЦБ *. 1 нед. | ср.взв.ст авка | | | 9.72 | | | | | | | |
| | объем погашение | | | 129,391.2 27.01.09 | 102,765.5 | | | | | | |
| Депозит н. аукцион ЦБ. 4 нед. | дата закрытия | | | | | | | 19.02.09 | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | 7.95 | | | |
| Депозит н. аукцион ЦБ. 3 мес. | дата закрытия | | | | | | | 22.04.09 | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | не сост. | | | |
| Аукцион Минфина/ЦБ | дата выкупа | 22.04.09 | | 25.02.09 | | | | | | | |
| | объем предложения | 30,000 | | 50,000 | | | 28,849 | | | | |
| | ср.взв.ст авка | 13.60 | | 14.45 | | | | | | | |
| | ставка от сеч. | 13.41 | | 14.01 | | | | | | | |
| | объем спроса размещено | 95,721 22,712 | | 191,324 40,245 | | | | | | | |
| Аукцион ЖКХ | дата выкупа | | | | | | | 9,000 | | | |
| | объем предложения | | | | | | | | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| | ставка от сеч. | | | | | | | | | | |
| | объем спроса размещено | | | | | | | | | | |
| Обратное репо | предлагаемый актив | | | | | | | ОБР-8 | | | |
| | дата выкупа | | | | | | | 15.06.09 | | | |
| | объем предложения | | | | | | | 5,000 | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | не сост. | | | |
| | объем спроса выручка ЦБ | | | | | | | | | | |
| Ломбардный аукцион Т+1 | дата погашения | | | 22.04.09 | | | | | | | |
| ОФЗ/ГКО | ср.взв.ст авка | | | 10.72 | | | | | | | |
| | выпуск | | | | | ОФЗ 25064 7000 1798.366 | | | | | |
| Бюджетные выплаты. млрд.руб. | вид платежа | | | ДС (за декабр) | | | | | | | |
| | возможный объем | | | | | | | | | | |
| Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ | объем | -87,300 | | 112100 | | - 101,800 | | 10,300 | | 2,900 | |
| | объем | 18,200 | | -65,600 | | - 36,800 | | -11,700 | | 5,300 | |
| Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ | объем | | | | | | | | | | |
| Итого. прямое репо * | объем | +442,432 | | +535,339 | | +610,467 | | +626,337 | | +602,267 | |

| объемы даны в млн.руб., если не указанс | | Понедельник, 26 января | | Вторник, 27 января | | Среда, 28 января | | Четверг, 29 января | | Пятница, 30 января | |
|---|----------------------------|------------------------|-----------|--------------------|-----------|------------------|-----------|--------------------|-----------|--------------------|-----------|
| | | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение | Привлеч. | Погашение |
| Прямое репо ЦБ. 11:00 * | ср.взв.ст авка | 9.21 | | | | | | | | | |
| | объем | 593,522.1 | 600,081.1 | | 593,671.9 | | | | | | |
| Прямое репо ЦБ. 15:00 * | ср.взв.ст авка | 9.54 | | | | | | | | | |
| | объем | 70,092.8 | 2,641.4 | | 70,111.1 | | | | | | |
| Прямое репо ЦБ *. 1 нед. | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| | объем погашение | | | | 129,632.4 | | | | | | |
| Депозит н. аукцион ЦБ. 4 нед. | дата закрытия | | | | | | | | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| Депозит н. аукцион ЦБ. 3 мес. | дата закрытия | | | | | | | | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| Аукцион Минфина/ЦБ | дата выкупа | 22.07.09 | | 04.03.09 | | | | | | | |
| | объем предложения | 200,000 | | 80,000 | 182,598 | | 51,362 | | | | |
| | ср.взв.ст авка | 14.59 | | | | | | | | | |
| | ставка от сеч. | 14.36 | | 13.25 | | | | | | | |
| | объем спроса размещено | 445,469 198,805 | | | | | | | | | |
| Аукцион ЖКХ | дата выкупа | | | | | | | | | | |
| | объем предложения | | | | | | | | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| | ставка от сеч. | | | | | | | | | | |
| | объем спроса размещено | | | | | | | | | | |
| Обратное репо | предлагаемый актив | | | | | | | ОБР-8 | | | |
| | дата выкупа | | | | | | | 15.06.09 | | | |
| | объем предложения | | | | | | | 5,000 | | | |
| | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| | объем спроса выручка ЦБ | | | | | | | | | | |
| Ломбардный аукцион Т+1 | дата погашения | | | | | | | | | | |
| ОФЗ/ГКО | ср.взв.ст авка | | | | | | | | | | |
| | выпуск | | | | | | | | | | |
| Бюджетные выплаты. млрд.руб. | вид платежа | | | акцизы, НДС | | налог на прибыль | | | | | |
| | возможный объем | | | | | | | | | | |
| Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ | объем | -41,800 | | +64,500 | | | | | | | |
| | объем | +3,700 | | -16,000 | | | | | | | |
| Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ | объем | | | | | | | | | | |
| Итого. прямое репо * | объем | 663,614.9 | 602,722.4 | | 663,783.0 | | | 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 | | |

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.