

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

На повестке дня: «плохой банк» и самоотверженная борьба с инфляцией

25 декабря в очередном опросе Reuters мной было сказано буквально (за исключением небольшой стилистической правки) следующее: «Нет практически никаких сомнений, что «дно» кризиса в РФ еще не достигнуто. По крайней мере, это касается банковской системы, в которой серьезные списания еще только начинаются. В этом отношении американский тип кредитного рынка, как бы мы его ни ругали за CDO и прочую экзотику, выгодно отличается от ближайшего к нам по образцу европейского, где преобладание традиционного кредита еще недавно казалось преимуществом. Теперь, когда кризис переполз в реальный сектор, оказалось, что истинное состояние банковской системы проявляется на наших рынках гораздо медленнее, искажая неприглядную, но при всем при том объективную картину действительности. Второе «открытие» (правда, без всякой претензии на откровение или даже вообще оригинальность) - это то, что восстановление российской экономики, как теперь представляется, возможно лишь в двух случаях: а) при восстановлении глобального спроса, или б) если российская экономика будет хотя бы отчасти «закрыта»: например, будет ограничена конвертация рубля по капитальным операциям и т.п. Лишь тогда мы сможем более-менее спокойно проводить стимулирующую политику.»

27 февраля А.Улюкаев от имени ЦБ сделал несколько важных заявлений. Во-первых, он признал, что в недалеком будущем у «некоторых банков» может образоваться отрицательный капитал. При повышении доли NPL до 10%, банкам может потребоваться 500 млрд.руб. дополнительного капитала. Во-вторых, А.Улюкаев сказал, что при планируемом дефиците федерального бюджета на уровне 2.7 трлн.руб. ЦБ предпримет меры для борьбы с инфляцией через такой механизм, как сокращение рефинансирования банков на аналогичную величину. Добавим к этому просто для информации, что Moody's ожидает роста дефолтов в корпоративном секторе США в 2009 г. в области эмитентов pop-price до 14%, в зоне евро – до 18%. При этом дефицит бюджета США может составить в этом году 12.3% ВВП, а ФРС равным счетом ничего не говорит о том, что готова начать бороться с грозящей инфляцией самыми жестокими методами.

Самонадеянно полагаю, что по крайней мере пара приведенных мной выше тезисов получила таким образом немедленное подтверждение. Я имею в виду, что «дно» кризиса еще впереди, а также то, что проведение суверенной стимулирующей политики *крайне, если не до полной невозможности*, затруднено в наших отечественных условиях.

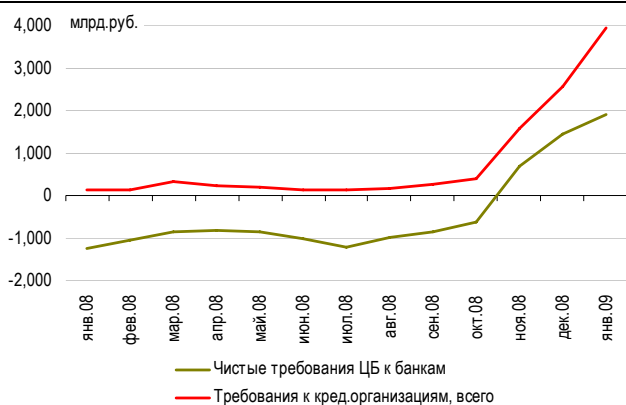
Кроме того, есть серьезное подозрение, что ставки на денежном рынке в реальности зависят от инфляции отнюдь не в полной мере и что тезис «снизим инфляцию – упадут и ставки» в нынешней ситуации связан с действительностью так мало, как никогда прежде. Текущие ставки на денежном рынке отражают в гораздо большей степени доступность финансирования для одних и высокие риски предоставления финансирования для других – риски дефолта. И в 1000-ный раз приходится повторять, что инфляция в не вполне рыночной экономике не детерминируется строго денежным предложением и даже конечным внутренним спросом! Наблюдения за нашей непростой экономикой, зависимость которой от внешнего сектора, прямая и косвенная, гораздо выше, чем это отражается соотношением «торговый баланс/ВВП», а также экономикой, где интересы производителя, в целом, выше интересов потребителя (это вызывается недостатком конкуренции), показывают, что самым, безоговорочно надежным рычагом управления инфляцией является обменный курс рубля. Экономика прямо или косвенно ориентирована прежде всего на внешний спрос, поэтому суверенная стимулирующая монетарная политика столь затруднена и мало

успешна, а инфляция столь плохо управляема. Что и позволяет говорить о доступности всего двух выходов из нынешнего трудного положения, также указанных выше.

Только что «идейная поддержка» этим тезисам пришла и от А.Дворковича, который осторожно заявил, что по итогам года инфляция может составить не 13%, а 15%. Трезвый взгляд, как нам представляется.

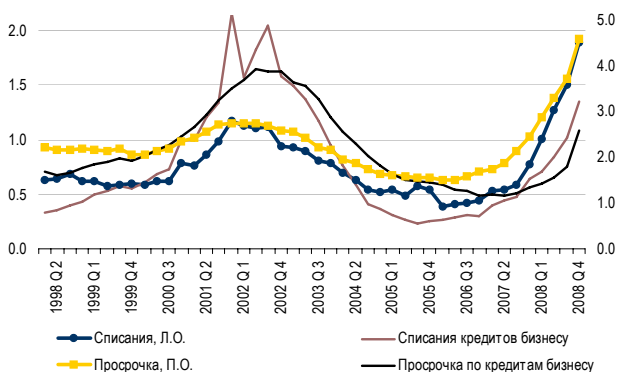
Что касается конкретно заявления А.Улюкаева о том, что ЦБ готов урезать рефинансирование банков на объем, равный дефициту федерального бюджета, то эта мера, на наш взгляд, могла бы иметь больше негативных последствий, чем позитивных (инфляция, по нашему убеждению, не является сегодня важнейшей проблемой для РФ, в частности, по причинам, указанным выше), если бы она была исполнена следующим образом: по принципу «пора – не пора, иду со двора». Т.е., дефицит объявлен, поэтому с апреля (к примеру) сворачиваем беззалоговые аукционы и урезаем прочие лимиты; о структуре и динамике баланса ЦБ мы недавно говорили довольно подробно. Надо полагать, что такого не будет. Поскольку и бюджетная эмиссия, конечно, не будет одномоментной, а состояние банковской системы нуждается в никак не менее пристальном мониторинге, чем инфляция. В конце концов, это – все же *разные* деньги, предоставляемые на разных условиях и, надо полагать, доступные гораздо менее широкому кругу банков, чем средства ЦБ.

Требования ЦБ РФ к банкам. Чистые требования на 1 января 2009 г. – 1.9 трлн.руб., валовые – 3.9 трлн.



Источник: ЦБ, МДМ

NPL американских банков – это пока в основном потребительское кредитование. Неприятности в области кредитования бизнеса еще впереди.



Источник: ФРС, МДМ

Не удивительно, что в последнее время в РФ приобретают все большую популярность разговоры о «плохом банке», т.е. о некой структуре, которая должна взять на себя (выкупить) проблемные активы банков. Очередная прямая калька с американских мер, о которых мы говорили уже не раз. В США, как мы знаем, это вопрос, давно дискутируемый, к консенсусу ни экспертов, ни законодателей пока не привел. Надо полагать, что в российском случае реализация «плохого банка» – задача еще более сложная, чем в США, где существует рынок для большей части активов: доля кредита в форме ценных бумаг в общем объеме кредитов даже «классических» банков, регулируемых ФРС, составляет около 30%. В РФ доля вложений во все возможные ценные бумаги в валовых активах банков едва превышает 10%. Кроме того, несовершенство законодательства, недостаточная прозрачность отношений банков и клиентов, самих клиентов и отдельных сделок, наконец, вряд ли позволит адекватно отделить зерна от плевел... А уж попытка выявить активы, ставшие плохими по «объективным» причинам, в отличие от ставших таковыми по причинам «субъективным», приводит нас прямо в область чистой лирики и идиллических межлических отношений. Надо ли говорить, насколько, скажем так, *субъективный* характер может принять подобная селекция! Вдобавок, создание «плохого банка» потребовало бы отвлечения еще больших ресурсов из нашего и без того ограниченного пула – причем с неизвестной эффективностью (RTC принесла бюджету США убыток в 120 млрд.долл. после шести лет работы). Более радикальным средством была бы безжалостная селекция самих кредитных учреждений. В российских условиях, пожалуй, всегда более эффективны и справедливы меры, предполагающие личную ответственность заинтересованных лиц... Вот уж точно: простых и приятных решений в текущей ситуации нет и быть не может!

Характеристики обменного курса рубля

26.02.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	35.7223	-0.06	+23.2	+8.6	+30.6
USD ETC Tod	35.7148	+0.00			
USD ETC Tom	35.6892				
EURO TOD	45.4512	#VALUE!	+13.71	+6.9	+28.2
RIBER bid	35.7256	-0.11	23.24	8.51	30.63
ask	35.7377				
Своп TodTom, пилс	84		USD/EUR кросс-курс		1.2726
0.45 EUR + 0.55 USD	40.0962		+18.2	+7.7	+29.4

Объем торгов ММВБ

26.02.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,258.1	x 35290575.0	1,290	1,744
USD ETC Tom	2,703.6	x 75814946.7	3,255	4,742
ММВБ долл., всего	3,961.7	x 55555602.3	4,545	6,486
EURO TOD	105.1	x 2295825.6	164	86

Курсы мировых валют

	26.02.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2752	1.2743	+0.07	-3.07	-0.99
USD/JPY	98.6	97.150	-1.45	-10.67	-3.21
GBP/USD	1.4312	1.4220	+0.64	+2.63	-6.83
CHF/USD	0.8577	0.8576	+0.01	-2.07	+3.04

Индикаторы рублевой ликвидности

	26.02.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	501.7	8.5		429	549
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	121.4	12.4		91	242
MosPRIME o/n	9.50		-325	11.35	11.59
MosPRIME 1m	21.25		-58	22.74	22.04
MosPRIME 3m	23.33		-59	25.02	23.70

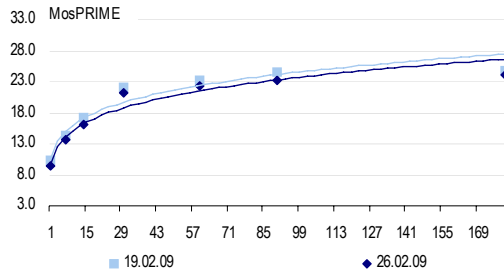
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 26.02.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	36.0577	3,519	12.2	36.1422	4,364	13.0	-80
1 мес.	36.2026	4,968	17.2	36.3295	6,237	19.4	-220
3 мес.	37.5245	18,187	21.7	37.6059	19,001	21.9	-20
6 мес.	39.6542	39,484	23.8	39.6880	39,822	23.6	20

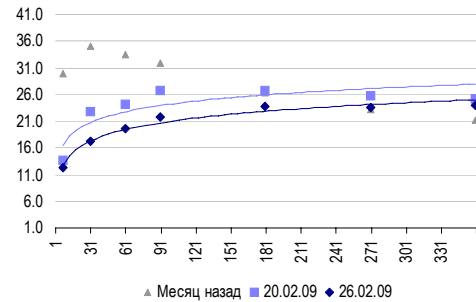
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 26.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 26.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	1.090	0.941	14.9	1.09	0.94	15
3 года	1.484	1.318	16.6	1.48	1.31	18
5 лет	2.069	1.821	24.8	2.07	1.81	26
10 лет	2.990	2.771	21.9	2.99	2.78	21

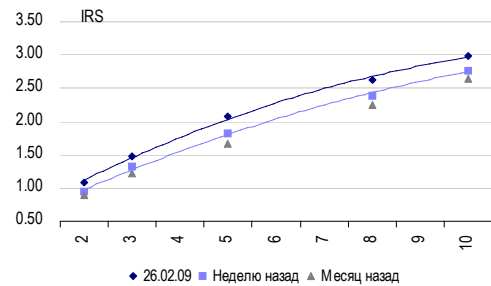
Кривая ставок MosPRIME



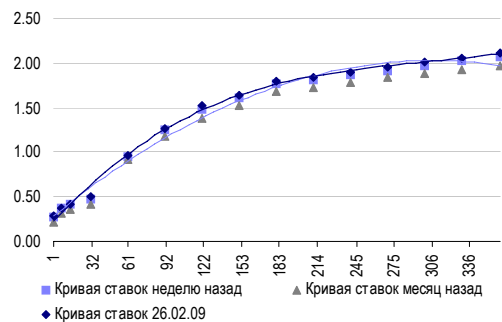
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



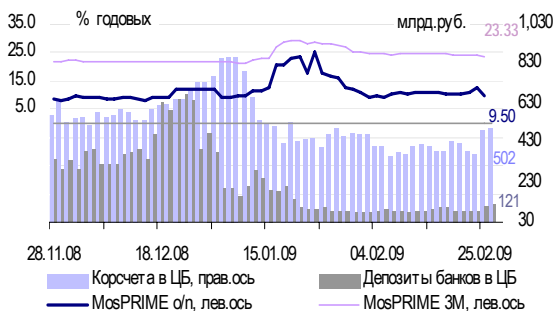
Кривая IRS USD



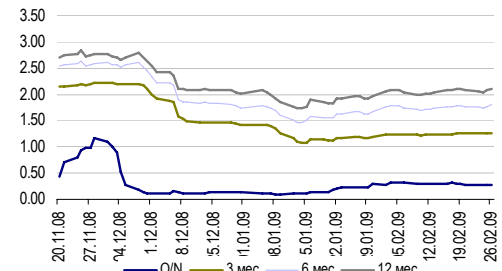
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 16 февраля		Вторник, 17 февраля		Среда, 18 февраля		Чет верг, 19 февраля		Пятница, 20 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ст авка	11.84		11.92		11.95		11.97		11.96	
	объем	167,867.7	149,316.0	120,739.7	167,922.1	98,880.2	120,779.1	96,103.0	98,912.6	141,961.7	96,134.5
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ст авка	11.95		11.96		11.95		11.96		11.95	
	объем	5,814.8	4,369.9	15,738.7	5,816.7	6,422.7	15,743.9	3,171.0	6,424.8	5,292.4	3,172.0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ст авка			11.94							
	объем			182,630.5	94,679.7						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							19.03.09			
	ср.взв.ст авка							8.92			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							20.05.09			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	20.05.09		25.03.09						19.08.09	
	объем предложения	25,000		130,000		128,862				275,000	
	ср.взв.ст авка	18.56		18.63						18.10	
	ст авка от сеч.	17.54		17.55						16.10	
	объем спроса	155,750		325,317						367,965	
Аукцион ЖКХ	дата выкупа										
	объем предложения										
Обратное репо	предлагаемый акт ив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
	объем спроса										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			04.03.09							
	ср.взв.ст авка			11.41							
ОФЗ/ГКО	дата погашения			20.05.09							
	ср.взв.ст авка			12.08							
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	выпуск										
	объем предложения										
Итого. прямое репо *	привлеченный объем										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем	-22,000		+400		+53,400		-8,000		-42,600	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+15,400		-1,700		-17,200		+1,800		-600	
Итого. прямое репо *	объем	173,682.5	153,685.9	136,478.4	173,738.9	105,302.9	136,523.0	99,273.9	105,337.4	147,254.1	99,306.5

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 23 февраля		Вторник, 24 февраля		Среда, 25 февраля		Чет верг, 26 февраля		Пятница, 27 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ст авка			11.96		11.97		11.97			
	объем			143,567.6	142,147.7	149,599.7	143,614.6	148,661.7	149,648.8		148,710.5
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ст авка			11.99		12.00		12.00			
	объем			13,896.6	5,299.3	1,817.2	13,901.2	668.9	1,817.8		669.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ст авка			12.00							
	объем			95,328.3	183,048.6						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							26.03.09			
	ср.взв.ст авка							8.94			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							27.05.09			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа			01.04.09							
	объем предложения			50,000		313,394					
	ср.взв.ст авка			17.43							
	ст авка от сеч.			15.06							
	объем спроса			137,113							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа										
	объем предложения										
Обратное репо	предлагаемый акт ив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
	объем спроса										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			11.03.09							
	ср.взв.ст авка			11.60							
ОФЗ/ГКО	дата погашения			27.05.09							
	ср.взв.ст авка			11.67							
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	выпуск										
	объем предложения										
Итого. прямое репо *	привлеченный объем										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем			-20,400		+121,200		+8,500		-59,400	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем			-6,200		+25,200		+12,400		+24,300	
Итого. прямое репо *	объем			157,464.2	147,447.1	151,416.9	157,515.8	149,330.6	151,466.5		149,379.5



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.