

Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: [kni@mdmbank.com](mailto:kni@mdmbank.com)

### За и против оптимистов

Текущий всплеск глобального аппетита к риску был вызван рядом лежащих на поверхности факторов:

а) сообщениями о готовности администрации США создать так называемый bad bank в целях выкупа у банков плохих активов; мерами различных монетарных властей, особенно в Штатах, направленными на преодоление кризиса

б) сезонностью; начало 1-го и конец 4-го квартала года традиционно характеризуются притоком средств в портфели и фонды, ребалансированием позиций и т.п.;

в) в российских активах: верой части рынка в то, что девальвация рубля близка к завершению (другая часть продолжает спекуляции против рубля); в еврооблигациях – большими позициями в иностранной валюте, которые открыли российские участники рынка на тех же девальвационных ожиданиях.

Pro

Contra

Создание bad bank'a для выкупа (приобретения) плохих активов – очень хороший, эффективный шаг! Bad bank имел прецедент в истории, когда Resolution Trust Corporation, созданная в 1989 г., за 6 лет спасла 750 банков с общими активами около 400 млрд. долларов. Ее деятельность помогла банкам вернуться к нормальному функционированию.

Так называемый bad bank, новости о предстоящем создании которого вызвали глобальное повышение аппетита к риску, имеет прецеденты в истории. Созданная в 1989 г. RTC «вытянула» банковскую систему США из глубокого кризиса. Однако она четырежды получала капитал из бюджета и закончила свою деятельность через 6 лет с убытками около 130 млрд.долл. В настоящее время создание подобной структуры может, по оценкам, потребовать 4 трлн.долл., что оставляет бюджет США с огромным дефицитом и необходимостью интенсивного выпуска T-bills, а это неизбежно приведет к росту доходности долговых инструментов по всему миру, средних и длинных ставок – и, следовательно, торможению окончательного выхода мировой экономики из кризиса.

Активные действия властей, особенно в США, создание bad bank'a, крайне низкие цены активов, обилие ликвидности на фоне рекордно низких ставок ФРС, подтверждающееся некоторыми индикаторами, такими, как спрэд LIBOR-OIS, позволяет рассчитывать на рост аппетита к риску. В частности, на заседании 28 января 2009 г. FOMC фактически подтвердил, что продолжает видеть главную угрозу в дефляции, следовательно, все меры будут направлены на борьбу за поддержание ликвидности, восстановление кредитного рынка без оглядки на инфляцию. Ставки будут оставаться низкими.

Несмотря на все усилия властей США, возможное новое ухудшение ситуации в финансовой сфере и на рынках может произойти буквально в любой момент.

В частности, Moody's ожидает более чем трехкратного роста числа дефолтов в реальной экономике: в США - до 14% среди компаний, рейтингуемых ниже инвест.уровня, и до 18% - среди аналогичных компаний в Европе, тогда как кредиты реальному сектору составляют наибольшую часть активов «традиционной» банковской системы США (коммерческих банков). То же самое относится к кредитным картам, потребительским кредитам и проч.

Банковская система до сих пор успешно привлекала необходимый капитал: при списаниях на уровне чуть выше 800 млрд.долл., привлеченный капитал банковской системы в мире составил 840 млрд.долл. Крупных банкротств банков со времен Lehman больше не было.

Сегодня, несмотря на самые низкие ставки по американской ипотеке за десятки лет, многие заемщики не способны обслуживать кредиты; безработица растет, цены на жилье продолжают стремительно падать вопреки всем усилиям администрации США, по спирали ухудшая



качество активов банковской системы.

По расчетам МВФ, все списания в мировой финансовой системе по долгам, происходящим из США, достигнут 2.2 трлн.долл. против текущих 1.4 трлн. (Н.Рубини et al прогнозируют 3.6 трлн.долл.), при этом банкам будет трудно привлечь новый капитал, потребность в котором оценивается в 500 млрд.долл. Следовательно, делевередж будет продолжаться (мы только на половине пути), что никак не будет способствовать аппетиту к рискованным активам.

Вывод: дальнейшее ухудшение экономической ситуации в мире почти наверняка вызовет новые волны распродаж рискованных активов.

Российские активы особенно дешевы! И это при том, что Россия все еще располагает третьими по величине в мире золотовалютными резервами, покрывающими почти год импорта. Кстати, импорт уже показал тенденцию к резкому сокращению, что дает надежду на не такой уж плохой торговый баланс.

Монетарные власти РФ ведут активную антикризисную политику, их действия увенчались успехом: банковская система избежала массовых банкротств.

В то же время, цена нефти, возможно, уже достигала своего дна на уровне около 33 долл. за барр. и теперь стабилизировалась. Девальвация рубля на этом фоне остановится после недавних заявлений ЦБ, и теперь можно покупать!

Цена нефти, возможно, действительно стабилизировалась. Но достигнутый ею уровень крайне низок и не помогает свести платежный баланс даже с нулевым результатом.

Пока же мы наблюдаем продолжение девальвации, вызывающее сокращение ЗВ резервов ЦБ, и растущий дефицит государственного бюджета, возможно, выше 8% ВВП, вымывающий валютные резервы правительства из-за массированного использования резервного фонда; вместе с резервами ЦБ он образует ЗВ резервы РФ, которые уже сократились до 387 млрд.долл. Эти факторы в дальнейшем будут способствовать снижению суверенного рейтинга РФ (о чем нас уже недвусмысленно предупредили), что вызовет расширение спредов по всем долговым обязательствам РФ.

Кроме того, в РФ, в отличие от стран ОЭСР, сохраняется высокая инфляция, которая в январе, вероятно, превысит 2%. Вообще, поведение российских рынков выглядит довольно противоречиво: пока валюты многих развивающихся стран росли к доллару на фоне аппетита к риску, рубль вновь подвергся настойчивой атаке спекулянтов. Что любопытно, NDF больше не указывают на глубокую девальвацию, тогда как активные игроки рынка несмотря ни на что по-прежнему действуют в сторону ослабления рубля.

Что ж, если рынок NDF прав, демонстрируя сигнал к остановке бурной девальвации, то ... тогда посмотрим, в общем. Однако мы видим и некоторые противоречия в политике монетарных властей, даже теперь, когда окончательный коридор валютного курса уже объявлен, а финансовый сектор считается адаптировавшимся к новой реальности. Надеемся, что теперь действия ЦБ на денежном рынке станут более решительными! Но пока... Мы все еще сомневаемся!

### Характеристики обменного курса рубля

28.01.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач. года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	33.2155	+0.66	+14.5	+14.5	+21.7
USD ETC Tod	33.2445	+0.80			
USD ETC Tom	33.4421	+1.29			
EURO TOD	44.0929	+0.99	+10.31	+10.3	+29.0
RIBER bid	33.3052	+0.86	14.89	14.89	21.93
ask	33.3123				
Своп TodTom, пилс	158		USD/EUR кросс-курс		1.3263
0.45 EUR + 0.55 USD	38.1263	+0.90	+12.4	+12.4	+25.4

### Объем торгов ММВБ

28.01.09	Тек. оборот, млн. вал. ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,258.2	+6.9	2,580	1,832
USD ETC Tom	4,378.5	+40.2	6,365	5,274
ММВБ долл., всего	5,636.7	+31.1	8,945	7,106
EURO TOD	110.7	-18.6	158	80

### Курсы мировых валют

	28.01.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.3267	1.3177	+0.68	-6.00	+6.01
USD/JPY	89.7	88.860	-0.97	+1.06	+6.95
GBP/USD	1.4329	1.4171	+1.10	-2.41	-8.77
CHF/USD	0.8747	0.8787	-0.46	-7.08	+1.58

### Индикаторы рублевой ликвидности

	28.01.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср. за 30 дн.	Ср. за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	501.7	26.4		616	599
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	83.5	-2.1		238	293
MosPRIME o/n	17.67		-750	14.30	11.16
MosPRIME 1m	27.00		-58	22.57	20.53
MosPRIME 3m	28.25		-50	24.08	21.86

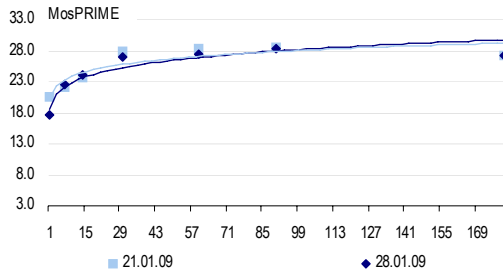
### Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 28.01.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	34.1638	8,680	31.6	33.7768	4,810	30.0	160
1 мес.	34.3024	10,066	36.7	33.9115	6,157	35.0	170
3 мес.	35.7712	24,754	31.0	35.4771	21,813	31.8	-80
6 мес.	37.6342	43,384	27.6	37.0572	37,614	26.4	120

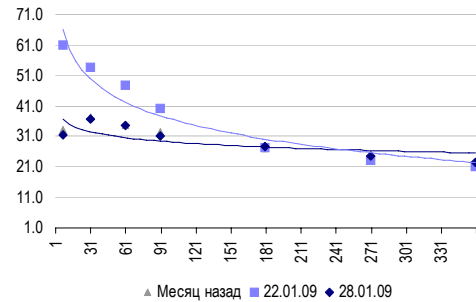
### Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 28.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 28.01.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.892	0.806	8.6	0.89	0.75	15
3 года	1.223	1.147	7.6	1.22	1.11	12
5 лет	1.673	1.622	5.1	1.67	1.62	5
10 лет	2.647	2.606	4.1	2.65	2.61	4

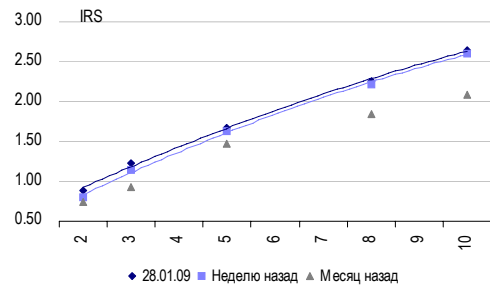
### Кривая ставок MosPRIME



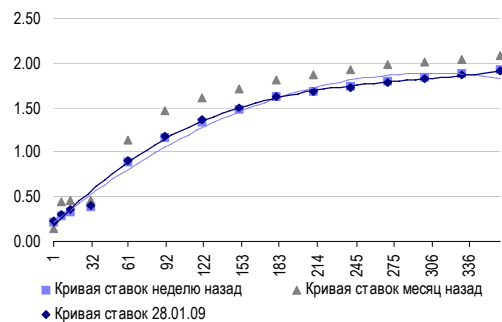
### Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



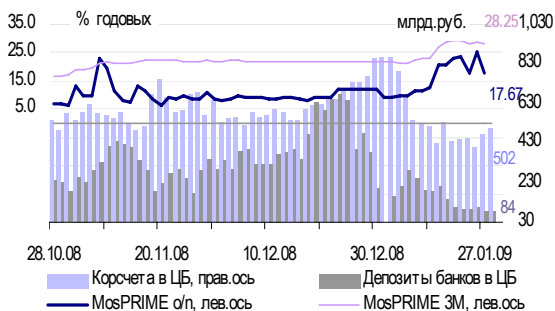
### Кривая IRS USD



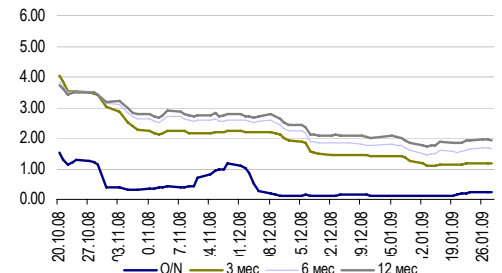
### Кривая ставок LIBOR USD



### 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							
	ср.взв.ст авка			10.72							
ОФЗ/ГКО	выпуск					ОФЗ 25064 7000					
	объем предложения привлеченный объем					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										
	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		9.20		9.21					
	объем	593,522.1	600,081.1	603,788.0	593,671.9	545,996.8	603,940.2		546,134.5		
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ст авка	9.54		9.70		9.70					
	объем	70,092.8	2,641.4	13,905.1	70,111.1	4,286.5	13,908.8		4,287.6		
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ст авка			9.69							
	объем погашение			115,772.6 129,632.4							
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		16.77							
	ставка от сеч.	14.36		15.55							
	объем спроса размещено	445,469 198,805		247,832 77,430							
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			29.04.09							
	ср.взв.ст авка			11.12							
ОФЗ/ГКО	выпуск					ОФЗ 25064 5,191					
	объем предложения привлеченный объем					20					
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа			акцизы, НДС		налог на прибыль					
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем	-41,800		+64,500		+26,400					
	объем	+3,700		-16,000		-2,100					
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем										
	объем		663,614.9	602,722.4	617,693.1	663,783.0	550,283.2	617,849.0		550,422.1	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.