



4.05 – 10.05.2009

Финансовый кризис: оценка итогов недели

На протяжении уже трех месяцев наблюдается устойчивая тенденция к снижению напряженности в российской и мировой экономике (см. Приложение). Не стала исключением и прошедшая неделя (4-10.05).

Вполне вероятно, что такая позитивная динамика будет сохраняться еще в течение полутора-двух месяцев.

Основным «генератором» позитивных сдвигов является снижение интенсивности кризисных процессов в финансовом секторе – как в России, так и за рубежом.

Повышение ликвидности на мировых денежных рынках, явившееся результатом перехода развитых стран к сверхмягкой монетарной политике, породило новую волну притока свободных капиталов на развивающиеся рынки, а также глобальные рынки сырьевых товаров. Последнее ведет к постепенному росту сырьевых цен, что в свою очередь, создает необходимые условия для снижения уровня девальвационных ожиданий в российской экономике. Одновременно появляются «окна возможностей» для рефинансирования и реструктуризации внешних долгов российских компаний, снижается отток капиталов, повышается ликвидность отечественного банковского сектора.

В последние недели этот процесс вышел на новый уровень – появились признаки активизации притока спекулятивных внешних капиталов на российский рынок, что должно ускорить расширение банковской ликвидности и дедолларизацию экономики.

Однако наблюдаемые улучшения никак нельзя считать устойчивыми: вероятность заметной коррекции ситуации за пределами второго квартала 2009 г. достаточно значительна.

Во-первых, динамика фундаментальных макроэкономических показателей - как в России, так и в ведущих развитых странах - пока ещё остается весьма тревожной. Как следствие, высок риск переноса проблем реального сектора на финансовые институты (в том числе - через рост «плохих» корпоративных долгов).

Во-вторых, оживление на глобальных финансовых и сырьевых рынках имеет выраженный спекулятивный характер, что обуславливает высокую вероятность последующей коррекции после окончания периода игры «на повышение».

С учетом отмеченных обстоятельств наиболее адекватной стратегией для российских монетарных властей было бы использование возникшей передышки в развертывании глобального кризиса для создания «запаса прочности». Это подразумевает следующие направления действий:

- сдерживание укрепления рубля. Это облегчит задачу сохранения достигнутого в первом квартале положительного сальдо по текущим операциям. Принимая во внимание действие сезонных факторов и риск коррекции цен на нефть, проблема поддержания сбалансированности текущих операций может актуализироваться уже во втором полугодии 2009 г. Приостановка роста курса рубля также является необходимым условием для сдерживания притока горячих спекулятивных капиталов, способных привести к возникновению нового «пузыря» (на этот раз - на рынках низкорискованных рублевых долговых инструментов). Появление «пузыря» заметно осложнило бы задачу поддержания стабильности валютного рынка в случае возникновения в перспективе новых внешних шоков;
- ускорение процесса снижения ставки рефинансирования. Это также является важным условием для предотвращения раздувания «пузыря» рынках низкорискованных рублевых долговых инструментов (ослабление стимулов для процентного арбитража);
- стимулирование государством процессов реструктуризации и списаний проблемных долгов; создание при участии государства специальных инструментов для снятия «плохих долгов» с балансов банков. Затягивание с решением данной задачи может привести к тому, что ее придется решать в условиях шока. Это будет программировать неэффективные решения и, следовательно, значительные потери участников;
- управляемое сдувание «ценового пузыря» на рынке недвижимости - плавный переход к сбалансированному уровню цен, что позволит предотвратить возникновения нового очага плохих активов, повысить ликвидность залогов и перезапустить инвестиционный процесс в секторе.

В банковской системе, на валютном и кредитном рынках наблюдается улучшение. Несмотря на это, ситуация все еще оценивается нами как умеренно-напряженная (см. Шкалу оценок). Тем не менее, при сохранении имеющихся тенденций нельзя исключить, что в ближайшей перспективе эта оценка может быть повышена на один балл.

К позитивным моментам следует отнести:

- рост объема ликвидных активов банков под влиянием увеличивающихся рублевых интервенций ЦБ РФ на валютном рынке. Симптомом относительного избытка ликвидности является быстрый рост объема свободных средств, размещаемых банками на депозитах в ЦБ РФ (в 2.4 раза);
- благоприятную ситуацию на рынке межбанковского кредита, где избыток ликвидности привел к падению средних ставок МБК (овернайт) ниже ставок по безрисковым инструментам – депозитам банков в ЦБ РФ;

- рост избытка предложения валюты на внутреннем рынке, стимулируемый снижением девальвационных ожиданий. Индикатор изменения ожиданий - падение «фьючерсной цены» бивалютной корзины по контрактам на сентябрь 2009 г.¹;
- расширение притока краткосрочных внешних капиталов на фондовый рынок и рынки низкорисковых рублевых долговых инструментов. Об этом в частности свидетельствуют данные опросов международных инвестиционных фондов, проводимых исследовательской компанией EPRF (Emerging Portfolio Fund Research)². Другим индикатором является постепенная нормализация кривой бескупонной доходности по государственным облигациям – сглаживание аномально высокого «горба» по краткосрочным инструментам (1-3 года до погашения);

По всей видимости, можно говорить о начавшемся carry trade на рынке государственных ценных бумаг и рублевых облигаций наиболее надежных корпоративных эмитентов. Поддержку этому процессу оказывает укрепляющийся рубль и высокий дифференциал процентных ставок на внутренних и внешних рынках. Приток средств на фондовый рынок может дополнительно стимулироваться позитивной динамикой сырьевых цен, которая способствует повышению котировок российских компаний.

- низкую интенсивность банкротств кредитных организаций. Уровень банкротств не выходит за пределы «фона», характерного для последних трех месяцев (не более двух отзывов лицензий в неделю, причем у мелких банков)³.

Неоднозначным моментом прошедшей недели стали изменения на рынке корпоративных облигаций. С одной стороны, продолжаются корпоративные дефолты. С другой, их число существенно уменьшилось (на прошедшей неделе – один). К тому же, растет число успешных размещений (на прошедшей неделе - «Южная фондовая компания», «Недвижимость пенсионного фонда»).

Основной негативный момент - сложная ситуация с кредитованием реального сектора. Знаковые события – ухудшение финансового положения ряда крупных заемщиков в транспортном машиностроении («Уралвагонзавод» и др. вагоностроители), а также рост числа случаев перехода на баланс банковских групп крупных объектов недвижимости в рамках процесса урегулирования проблемной задолженности строительных и девелоперских компаний.⁴ Такие активы ухудшают показатели достаточности капитала банков, что мешает возобновлению кредитования.

¹ По итогам прошедшей недели «фьючерсная цена» бивалютной корзины, рассчитываемая по контрактам, заключаемым на рынке FORTS на сентябрь 2009 г., оказалась на 5.3% ниже уровня в 41 рубль, т.е. верхней границы технического коридора (см. Приложение).

² Согласно данным EPRF за период с 29.04 по 6.05 фонды инвестиций в развивающиеся рынки привлекли рекордный объем средств (3.7 млрд. долл.). В частности, фонды России и стран СНГ получили 81 млн. долл., что значительно больше среднего недельного показателя.

³ На прошедшей неделе была отозвана лицензия у одного небольшого банка («Поволжский немецкий банк»).

⁴ Банк Москвы и корпорация «Главстрой» договорились о передаче банку части проекта «Подольские просторы» в счет долга компании. Сбербанк в счет погашения кредита получил от «Капитал групп» часть комплекса «Город столиц». Компания MCG и Альфа-банк ищут покупателя на проект "Остров Истра".

В отличие от предыдущих недель в сфере **макроэкономики** не наблюдается тенденции к существенному улучшению. Ситуация по-прежнему оценивается как напряженная (см. Шкалу оценок).

К числу основных негативных сигналов следует отнести:

- вероятное сокращение выпуска, индикатором чего является существенное снижение индекса электропотребления, не связанного с календарным и климатическим факторами (см. Приложение). Следует отметить, что это падение, вероятно, связано с графиком выходных, который на многих предприятиях занял и межпраздничную неделю. Тем не менее, нельзя говорить о каких-либо признаках оживления производства;
- рост неплатежей со стороны ряда крупных предприятий транспортного машиностроения («Уралвагонзавод» и др. вагоностроители), что связано с сокращением закупок РЖД;
- сокращение инвестиционных программ энергетических компаний (урезание инвестпрограммы «Мосэнерго» на две трети и др.);
- продолжение снижения цен на московском рынке недвижимости с темпом около 2% в неделю, что начинает оказывать значимое воздействие на долгосрочную финансовую устойчивость ряда банков (см. выше).

К числу позитивных сигналов следует отнести:

- дальнейшее снижение численности безработных, зарегистрированных в региональных службах занятости, согласно данным Минздравсоцразвития (с 2.27 млн. чел. 29.04 до 2.26 млн. чел. на 06.05). Правда, по всей вероятности, это снижение связано с действием фактора сезонности;
- активизация процесса дедолларизации сбережений населения, о чем свидетельствует рост маржи по налично-обменным операциям на фоне укрепления курса рубля (см. Приложение);
- сохранение невысокого недельного уровня инфляции (0.2%).

На прошедшей неделе пришло сразу несколько новостей об улучшении ситуации **на мировых рынках**. В целом, было отмечено сразу несколько тенденций к временному улучшению на финансовых рынках при сохранении тяжелой макроэкономической ситуации.

Основными позитивными сигналами стали:

- существенное снижение спреда векселей Казначейства США и ставки LIBOR, вызванное притоком ликвидности связанное, по всей вероятности, с избытком предложения на мировом рынке межбан-

ковского кредита. Оптимистичным ожиданиям инвесторов также способствовали решения ЕЦБ и Банка Англии о дальнейшем смягчении кредитно-денежной политики⁵;

- на прошедшей неделе были опубликованы результаты стресс-тестов 19 крупных американских финансовых институтов, проведенные основными регулирующими органами. Эти тесты оценили потребности рекапитализации среди крупных банков, которые оказались существенно более оптимистичными, чем можно было ожидать⁶;
- произошло ощутимое улучшение ситуации на развивающихся рынках. По итогам прошедшей недели следует отметить решение Азиатского банка развития (АБР) об увеличении капитала в три раза - с 55 до 165 млрд. долл. По оценкам банка, это позволит увеличить кредитование в 2009-2011 гг. до 32 млрд. долл. в год. Кроме того, на прошедшей неделе EPRF зафиксировала рост притока средств портфельных инвесторов на развивающиеся рынки;
- существенное повышение цен на нефть (Brent), а также рост индекса Доу-Джонса (см. Приложение). Это связано с влиянием избыточной ликвидности, в настоящее время находящейся в мировой финансовой системе.

Вместе с тем, в развитых странах сохраняется неблагоприятная макроэкономическая ситуация. На прошедшей неделе был опубликован ряд макроэкономических данных, говорящих о сохранении тяжелой ситуации в экономиках развитых стран – в первую очередь, данные о росте уровня безработицы в США и зоне евро⁷.

Шкала оценок ситуации:

Благоприятная	10
	9
Удовлетворительная	8
	7
Напряженная	6
	5
Сложная	4
	3
Крайне негативная	2
	1

⁵ В течение прошедшей недели ЕЦБ принял решения о снижении ключевой ставки с 1.25% до 1% годовых и покупке обеспеченного долга стран зоны евро, номинированного в единой европейской валюте с июня. Предварительный объем составляет 60 млрд. евро (80 млрд. долл.).

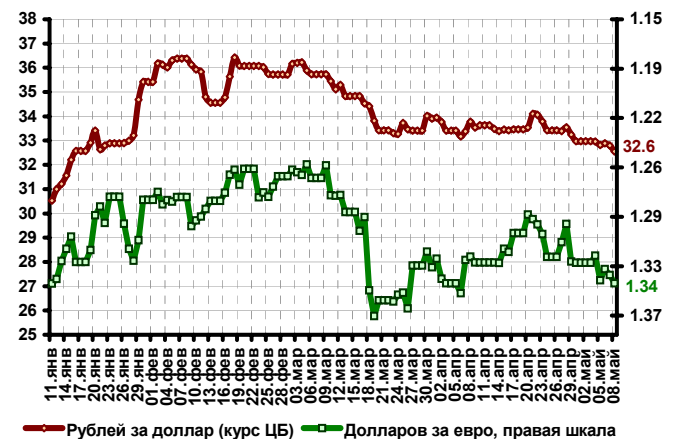
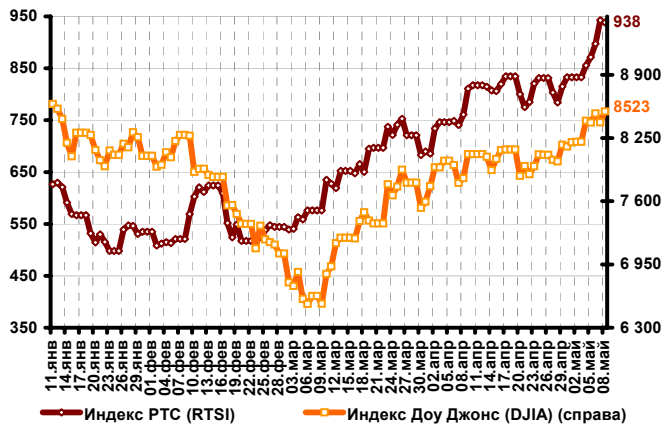
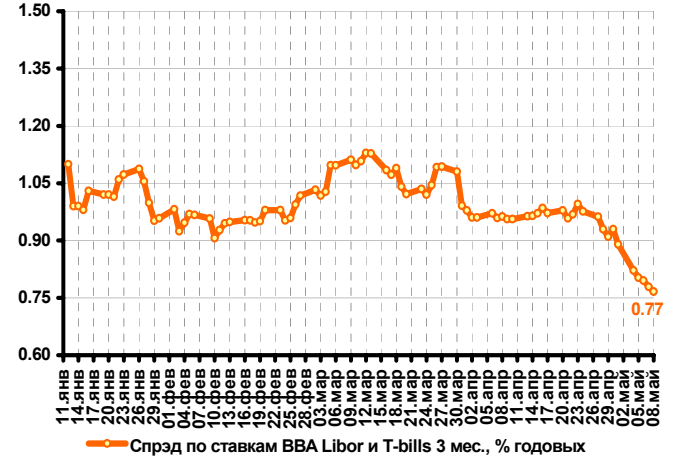
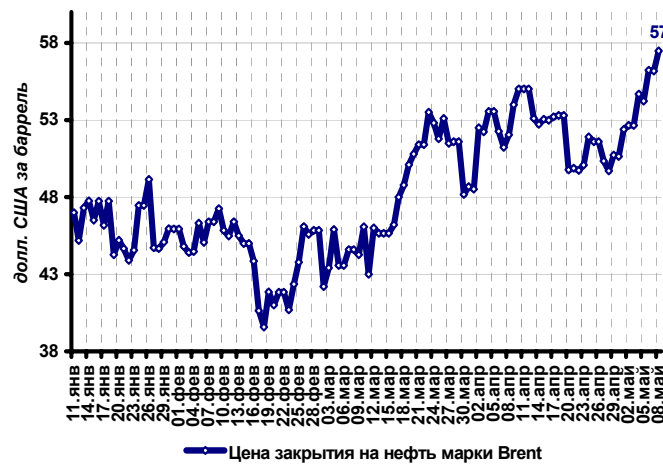
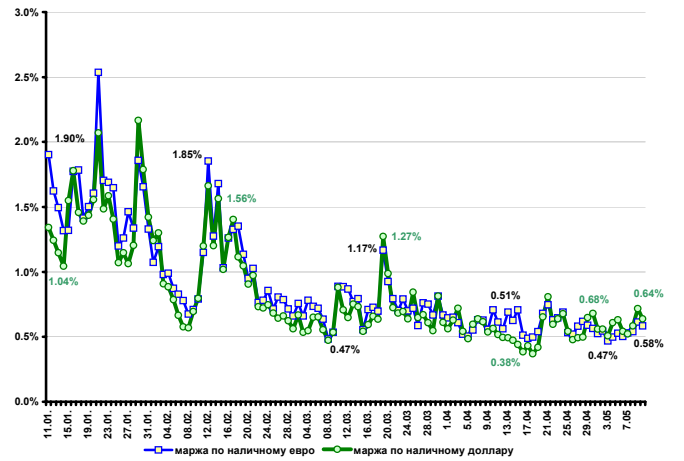
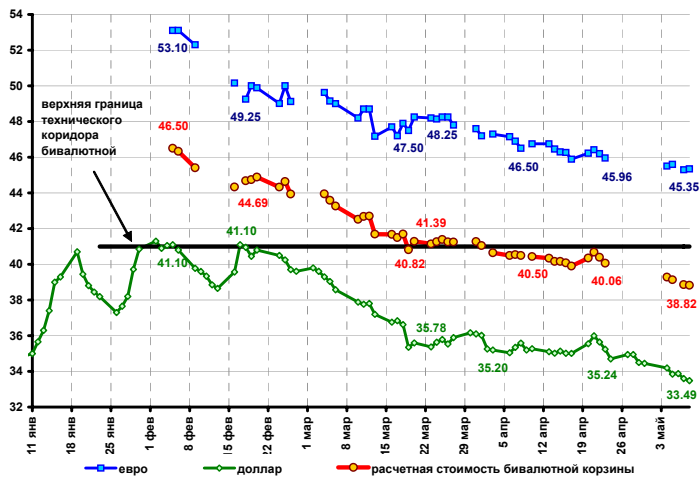
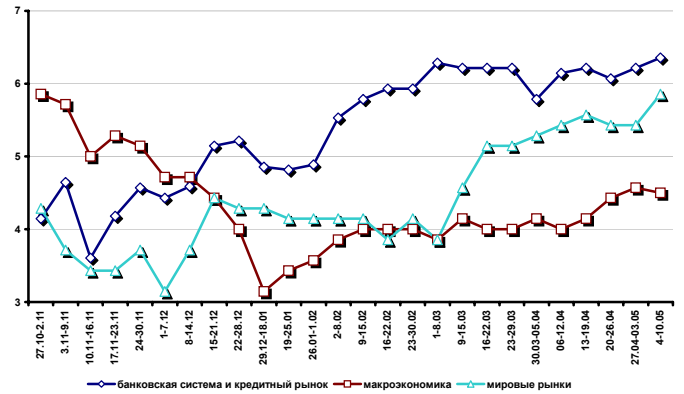
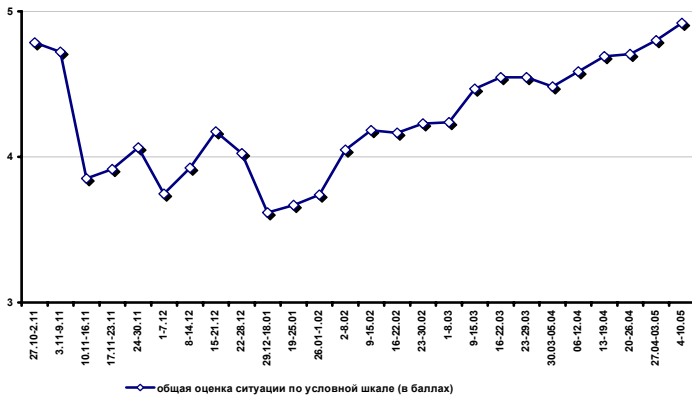
Одновременно Банк Англии расширяет программу покупки активов на 50 млрд. фунтов стерлингов (70 млрд. долл.) до 125 млрд. фунтов (175 млрд. долл.). В рамках этой программы Банк Англии покупает государственные облигации Великобритании.

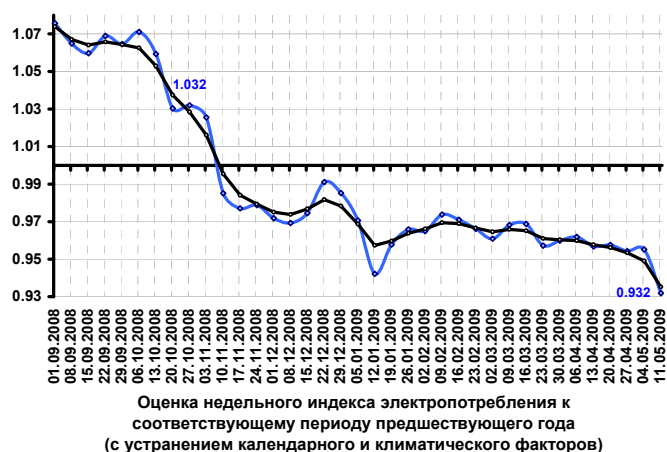
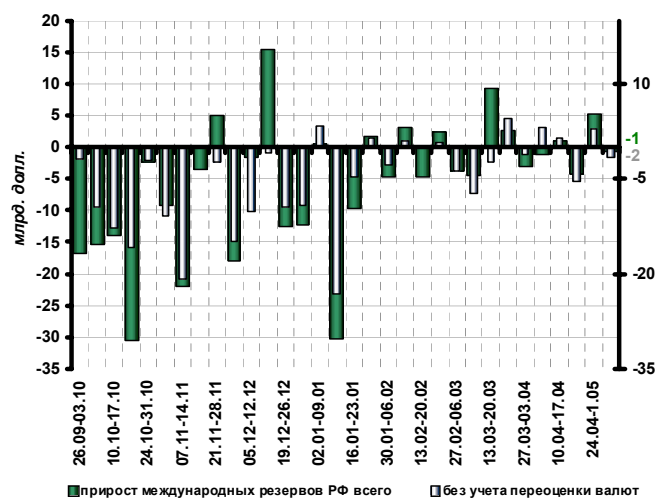
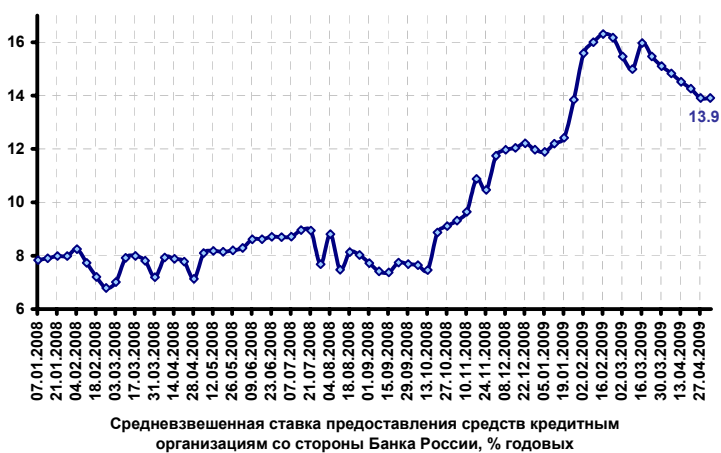
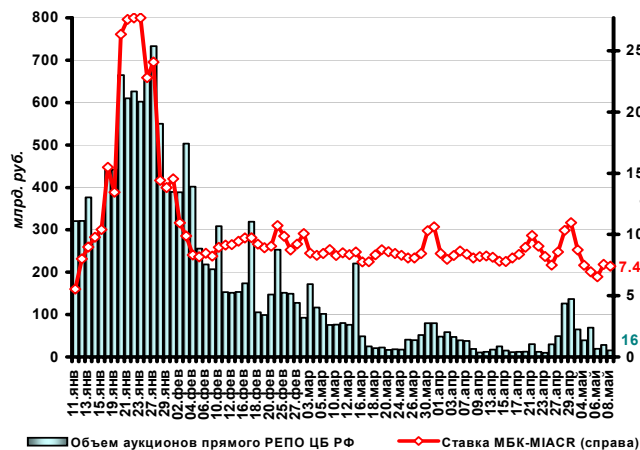
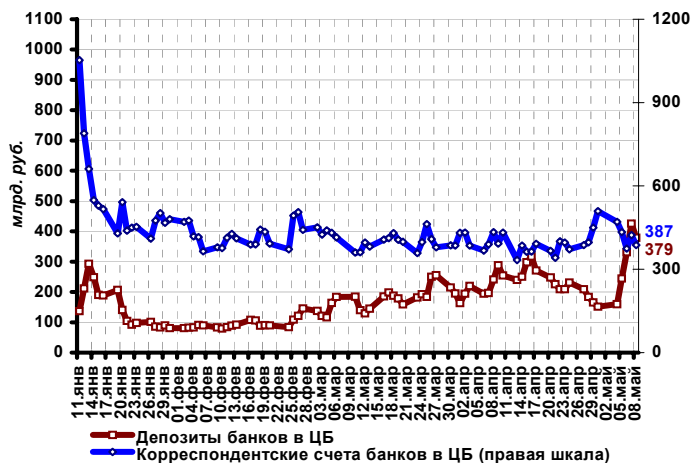
⁶ В результате стресс-тестов регуляторы определили, что 10 из 19 крупных банков нуждаются в пополнении капитала на общую сумму в 74.6 млрд. долл. Это разительно расходится с прогнозом профессора Н. Рубини, который ожидает (по выступлениям в марте) дефицита капитала американской банковской системы в 1.4 трлн. долл.

⁷ Уровень безработицы в США в апреле показал рост по сравнению с уровнем марта в 8.5% и февраля в 8.1%. В зоне евро в марте безработица составила 8.9% против 8.5% в феврале.

ИНДИКАТОРЫ КРИЗИСА		13-19.04	20-26.04	27.04-03.05	4-10.05	Комментарий (4-10.05)
ОБЩАЯ ОЦЕНКА СИТУАЦИИ (1-10)		5	5	5	5	
I	БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА И КРЕДИТНЫЙ РЫНОК	6	6	6	6	
1	Ликвидность	7	7	7	7	Рост объема ликвидных активов банков под влиянием увеличивающихся рублевых интервенций ЦБ РФ. Возникновение "избытка" ликвидности, размещаемого на депозитах банков в ЦБ РФ
2	Рынок МБК	6	6	6	7	Избыток ликвидности у "первого эшелона" банков, приведший к падению средних ставок МБК ниже ставок по безрисковому инструменту – депозитам в ЦБ РФ
3	Состояние портфеля кредитов - физические лица (динамика/неплатежи)	3	3	3	3	Соглашение между Сбербанком и GM по автокредитованию
4	Состояние портфеля кредитов - предприятия (динамика/неплатежи)	3	3	3	3	Переход крупных объектов недвижимости на балансы банковских групп в рамках урегулирования задолженности строительных и девелоперских компаний. Обострение проблем с заемщиками в транспортном машиностроении (УВЗ и др. вагоностроители).
5	Динамика вкладов и клиентских счетов	7	7	7	7	Стабильная ситуация. Поддержку оказывает фактор начала месяца
6	Валютная позиция и покупка иностранных активов	8	7	8	8	Продажа валюты резидентами. Приток краткосрочных внешних капиталов на фондовый рынок и рынки низкорисковых рублевых долговых инструментов - признаки формирования "пузырей" на этих рынках
7	Рефинансирование внешних долгов	7	7	7	7	Заявление А.Улюкаева о намерении ограничивать внешний долг банков
8	Рефинансирование внутренних долгов (корп.облигации и др.)	4	4	4	5	Снижение количества дефолтов ("Минплита-Финанс"), успешные размещения ("Южная фондовая компания", "Недвижимость пенсионного фонда")
9	Банкротства и убытки финансовых институтов	7	7	7	7	Отзыв лицензии у 1 мелкого банка (ПНБ). Подтверждение решения о предоставлении субординированных кредитов ВЭБа по 10 коммерческим банкам
II	МАКРОЭКОНОМИКА	4	4	5	5	
1	Выпуск и занятость	3	4	4	4	Стабилизация численности зарегистрированных безработных (данные Минздравсоцразвития) "-" - планируемые сокращения на ряде крупных заводов (Петросталь), ГАЗ; 4х дневная рабочая неделя на Форде; снижение грузооборота; сокращение выпуска, судя по динамике электропотребления
2	Реальные доходы и заработная плата	3	3	3	3	
3	Инвестиционные планы	3	3	3	3	Сокращение инвестпрограмм энергетических компаний ("Мосэнерго" и др.)
4	Инфляция	5	6	6	6	Невысокий уровень недельной инфляции (0.2%)
5	Цены на недвижимость	4	5	5	4	Снижение цен на недвижимость (-1.9%)
6	Неплатежи	3	3	3	3	"-" - ухудшение ситуации с платежеспособностью предприятий-поставщиков РЖД (УВЗ и др. вагоностроители). "+" - улучшение ситуации с платежеспособностью госпредприятий (судя по данным опросов ИЭШ)
7	Долларизация	8	7	8	8	Сброс наличной валюты населением, судя по динамике маржи по налично-обменным операциям
III	МИРОВЫЕ РЫНКИ	6	5	5	6	
1	Цены сырьевых рынков	5	5	5	6	Цены на нефть (Brent) выросли с 53 до 57 долл./бар.
2	Курсы валют	6	6	6	6	
3	Макроэкономика (США, ЕС, Китай, Япония)	3	3	2	2	Безработица в зоне евро в марте 8.9%, в США в апреле 8.9%
4	Развивающиеся рынки	5	5	5	6	Рост капитала АБР с 55 до 165 млрд. долл., одобрение МВФ кредитов Румынии и Польше
5	Денежные рынки (ликвидность)	9	9	9	9	Существенное падение TED spread (до уровней середины 2008 г.), снижение ставки ЕЦБ и переход к покупкам обеспеченного долга с июня, расширение покупок госдолга Банком Англии
6	Финансовые институты (банкротства, убытки)	6	6	6	7	Оценка ФРС потребности рекапитализации 10 из 19 крупных банков США в 75 млрд. долл.
7	Фондовый рынок (динамика)	5	4	5	5	Рост DJIA с 8350 до 8500

Приложение¹





¹ При построении графиков использованы следующие источники:

- ЦБ РФ;
- Росстат;
- Bloomberg;
- РТС;
- СОЕЭС;
- Finam.ru;
- Rbc.ru