

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

### Ненужные потери или необходимая жертва

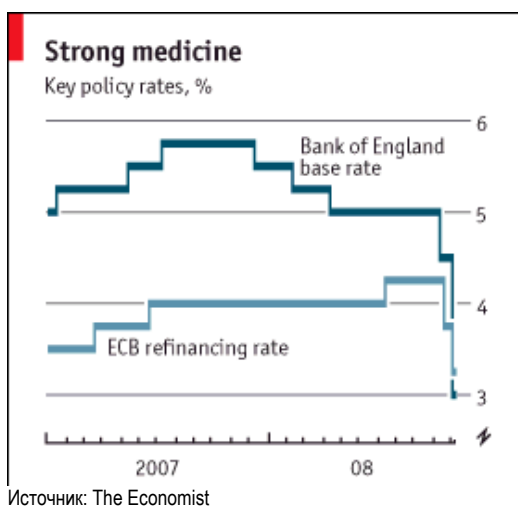
Конец этой недели выдается, на счастье, не очень выразительным. Невыразительным? Это после выборов в США, возобновления падения акций и рекордного понижения ставок в Европе? Даже при том, что впервые за 10 лет существования ЕМУ ставка Банка Англии оказалась ниже ставки ЕЦБ, пусть всего на 25 б.п.? Ну, это разве что для локальной сенсации... Про будущие деяния Б.Обамы мы пока говорить ничего не будем по причине того, что эти свершения еще предстоят, а анализировать возможные действия нового президента – дело не вполне наше. Невыразительность в другом, и падение акций тому порукой: ничего принципиально нового на рынках не произошло. Нет, конечно, случилось довольно многое, но ровно ничего не изменило ощущений игроков и экспертов, как их совершенно не впечатлила гонка снижения ставок в Европе и лишь довольно вялую реакцию вызвала победа Обамы (чего не скажешь о журналистах и политологах).

Европейского «антиралли» ставок на рынке ждали и, более того, полагают, что будут новые снижения, несмотря на явное – и такое привычное – нежелание ЕЦБ реагировать и далее в необычной для него агрессивной манере на ухудшение экономической конъюнктуры. Сейчас снижениями никого не удивишь. Все так привыкли к обилию стимулирующих мер, что еще одна, даже столь резкая, вызывает лишь весьма осторожную реакцию.

Давайте посмотрим на это наглядно:

«Сильное лекарство»? Или еще один анальгетик в ряду многих других? Не удивительно, что на рынке реакция сдержанная и откликов в экспертном сообществе на это событие немного:

DJIA опять «взялся за свое» и вчера снизился. Однако технически это выглядит не очень впечатляюще: в среднесрочной перспективе пока больше похоже на консолидацию в рамках долгосрочного медвежьего рынка:



Слепок с экрана Bloomberg (ECO) – иллюстрация глубины падения американской экономики на этой неделе. Падения, которое уже никого не удивляет. Только рост производительности труда, что называется,

trough thick and thin, дает основания говорить, что после того, как ураган пронесется, экономика Штатов, вопреки злопыхателям, будет иметь все шансы оставаться самой динамичной в мире:

Date	Time A M	Event	Period	Survey	Actual
11/04	10:00	Factory Orders	SEP	-0.8%	-2.5%
11/04	17:00	ABC Consumer Confidence	NOV 2	-50	-48
11/05	07:00	MBA Mortgage Applications	OCT 31	- -	-20.3%
11/05	07:30	Challenger Job Cuts YoY	OCT	- -	78.9%
11/05	08:15	ADP Employment Change	OCT	-102K	-157K
11/05	10:00	ISM Non-Manf. Composite	OCT	47.0	44.4
11/06	08:30	Nonfarm Productivity	3Q P	0.7%	1.1%
11/06	08:30	Unit Labor Costs	3Q P	3.0%	3.6%
11/06	08:30	Initial Jobless Claims	NOV 1	477K	481K
11/06	08:30	Continuing Claims	OCT 25	3743K	3843K
11/06		ICSC Chain Store Sales YoY	OCT	0.7%	-0.9%

Как Вы могли заметить, доллар сейчас не укрепляется, несмотря на то, что падение акций в США и мире должно было бы означать новые волны бегства от рисков. Однако крайне низкие ставки в США, с LIBOR o/n на уровне 0.2-0.4% (!), невероятно низкие доходности на коротком конце кривой US Tys и IRS говорят о том, что даже бегство от рисков имеет свои естественные пределы. В паре EUR/USD – примерно такая же консолидация, как в акциях. Одновременно японская иена продолжает свой рост, указывая на особенности рынка этой валюты, где в прошлом carry trades принимали наибольший размах, означая продолжение репатриации в Японию ее валюты.

В РФ сохраняется ситуация, при которой рубль остается под давлением. ЦБ, продавший по его собственным данным, за октябрь около 39 млрд.долл., продолжает предоставлять в рынок ликвидность, которой, судя по отзывам участников рынка и показателям объема средств на депозитах в ЦБ достаточно, и она частично продолжает поступать на валютный рынок, несмотря на неприятные для спекулянтов заявления монетарных властей.

Впрочем, покупки валюты действительно несколько снизились в последние дни, хотя бивалютная корзина упорно остается возле «оффера» Центробанка. Поскольку А.Кудрин и А.Улюкаев одновременно заявили о том, что пик оттока капитала миновал, возможно, монетарные власти проявляют терпение: пожар скоро должен выгореть сам по себе. С другой стороны, ЦБ, помнится, обещал рассмотреть индивидуальные лимиты банков при доступе к беззалоговым аукционам – будущему основному источнику среднесрочной ликвидности на рынке – в зависимости от валютных позиций участников.

Возможно, кстати, кое-кто, кто хотел сыграть против рубля (в т.ч., в реальном секторе), не рассчитав свои разрывы в пассивах по срокам, уже оказался наказан. Может быть, кто-то еще будет наказан. По крайней мере, очень похоже, что монетарные власти текущее сокращение резервов не очень-то нервнрует. А.Дворкович сегодня еще раз заявил, что никакой девальвации рубля до того печального момента, когда дефицит текущих операций РФ станет устойчивым, не будет. Дефицит текущих операций может случиться уже в 2009 г., добавил А.Дворкович, не претендуя, конечно, на то, что именно этот год станет началом упомянутого «устойчивого» дефицита. Кстати, МВФ прогнозирует на следующий год цену нефти выше 70 долл. за барр.

Позвольте привести здесь – к слову – несколько тезисов, которые мы изложили в статье для журнала CBonds Review, посвященной *минусам* девальвации. Подчеркнем: не необходимости вовсе, при любых обстоятельствах, ее избежать, а ее негативным эффектам, которые игнорируются сторонниками «сугубо рыночного» подхода, напieraющими на полезность девальвации:

«Да, девальвации 1998 года нельзя было избежать. Но вопрос сегодня стоит иначе: насколько на самом деле были позитивны ее последствия?

Времена изменились (по сравнению с периодом 1998-2003 гг.). Кажется, в последние годы мы пытались построить экономику, основанную на инвестициях, а не на дешевом импортозамещении, не так ли? Кажется еще, что в течение многих посткризисных лет росли все важные макроэкономические показатели, кроме склонности к сбережениям, которая так и осталась на уровне 20-25% доходов при непозволительно краткосрочном их характере... Разве мы не получили в итоге нашу ахиллесову пяту: банковскую систему, которая не имела достаточно долгосрочных сбережений для построения несколько более защищенной от внешних неприятностей экономики? Не должны ли мы быть «благодарными» отчасти событиям 1998 г. за внешний корпоративный долг на уровне 500 млрд.долл.? Наконец, не находите ли вы, что девальвация рубля в 1998 г. принесла стране что угодно, но только не вожденную диверсификацию экономики? А, напротив, начатки диверсификации возникли только после того, как эффект девальвации себя исчерпал, а на повестке дня, напротив, встал вопрос об укреплении рубля? При этом «традиционные» экспортеры как раз настойчиво лоббировали ослабление российской валюты!

Кстати, нужна ли нашим экспортерам более высокая рентабельность за счет более низких затрат в долларовом (евро) выражении, или возможны все же другие пути поддержания их эффективности? Если в этой связи нас волнует судьба корпоративного долга кого-то из экспортеров, то не стоит ли как следует взвесить, что нам будет дороже: сохранение – и преумножение – доверия к национальной валюте, или этот самый долг, который, как подсказывает опыт, есть способы урегулировать, пусть и с некоторыми потерями. Все же: если девальвация-таки случится, не увеличится ли от этого ваше долговое бремя?

Избыточные золотовалютные резервы – тоже диспропорция... До каких пределов имеет смысл за них держаться? Не является ли нынешняя ситуация тем случаем, когда резервы стоит потратить, чтобы сохранить доверие к собственной валюте...»

## Характеристики обменного курса рубля

06.11.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	26.9114	-0.01	+9.2	+2.8	+14.4
USD ETC Tod	26.8935	+0.01			
USD ETC Tom	26.9200	+0.09			
EURO TOD	34.6428	+0.30	-3.07	-2.5	-5.0
RIBER bid	26.8775	-0.06	8.94	2.76	14.30
ask	26.8837				
Своп TodTom, пипс	109		USD/EUR кросс-курс		1.2881
0.45 EUR + 0.55 USD	30.3807	+0.16	+2.5	-0.0	+3.5

## Объем торгов ММВБ

06.11.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	924.3	-23.9	1,414	1,407
USD ETC Tom	3,514.8	+12.6	5,045	4,341
ММВБ долл., всего	4,439.2	+2.4	6,459	5,749
EURO TOD	58.5	-25.3	71	57

## Курсы мировых валют

	06.11.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2997	1.2997	+0.00	-3.72	-18.64
USD/JPY	98.0	99.030	+1.01	+2.66	+10.48
GBP/USD	1.5800	1.6030	-1.46	-9.97	-23.39
CHF/USD	0.8507	0.8603	-1.13	-2.53	-10.93

## Индикаторы рублевой ликвидности

	06.11.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	586.9	39.0		578	654
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	232.7	-28.4		154	136
MosPRIME o/n	9.83		-200	9.70	7.75
MosPRIME 1m	16.71		-8	13.30	9.50
MosPRIME 3m	16.95		-8	13.64	10.08

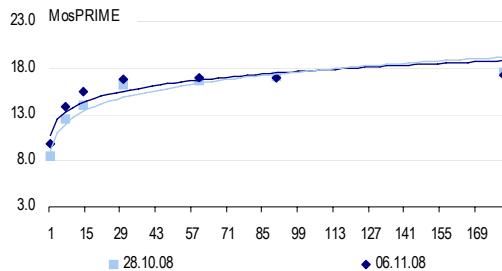
## Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 06.11.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	27.3099	4,353	20.3	27.4389	5,643	25.9	-560
1 мес.	27.5104	6,358	30.2	27.5565	6,819	32.2	-200
3 мес.	28.9325	20,579	33.2	29.0768	22,022	35.4	-220
6 мес.	30.3003	34,257	28.3	30.2994	34,248	28.4	-10

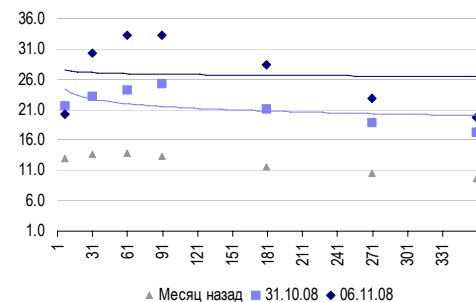
## Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 06.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 06.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	2.351	2.664	-31.3	1.28	1.56	-28
3 года	2.825	3.125	-30.0	1.68	1.98	-30
5 лет	3.498	3.797	-29.9	2.47	2.81	-34
10 лет	4.113	4.432	-31.9	3.70	3.97	-27

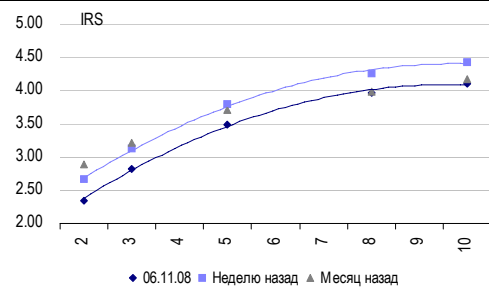
## Кривая ставок MosPRIME



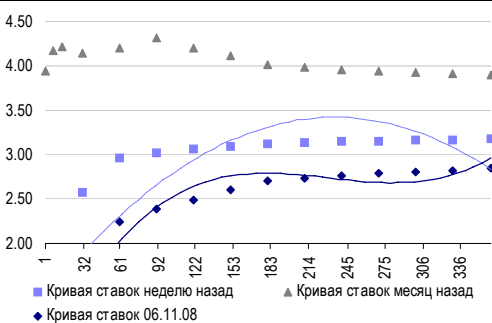
## Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



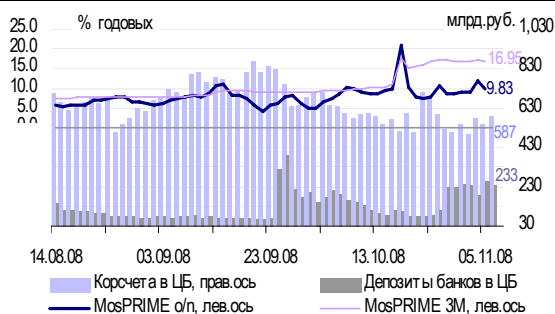
## Кривая IRS USD



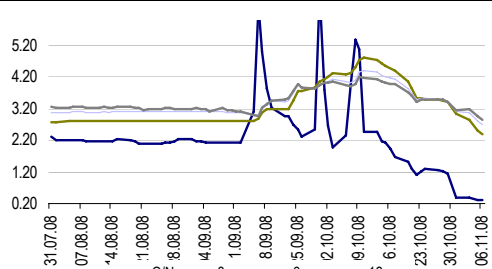
## Кривая ставок LIBOR USD



## 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 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.