

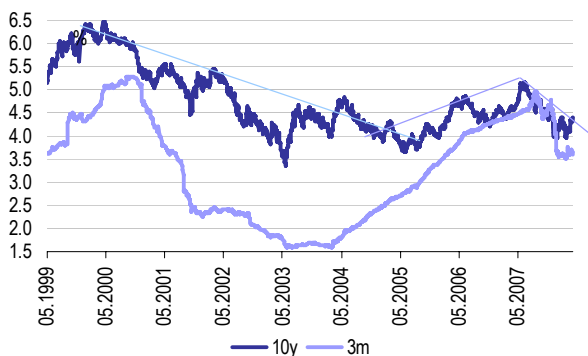
Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com

## «Праздник» не на нашей улице: текущие уроки кризиса

### ЗАБЛУЖДЕНИЯ НЕДАВНЕГО ПРОШЛОГО

Еще недавно – не более полугода назад (или чуть более того) – весьма авторитетные экономисты говорили о том, насколько важна проактивная позиция центральных банков, особенно ФРС, в условиях не всем тогда до конца понятного и прочувствованного кризиса. При этом в их словах сквозила уверенность в том, что такая позиция непременно принесет свои плоды, и реальный сектор, и рынки вернут утраченную уверенность в течение максимум 2-х-3-х кварталов. Под «проактивной позицией ФРС» подразумевалось, разумеется, агрессивное снижение ставки рефинансирования. Никто тогда не предполагал, что ФРС применит значительно более широкий спектр мер, и, тем более, что это не будет долгое время приносить тех плодов, на которые рынки могли бы рассчитывать.

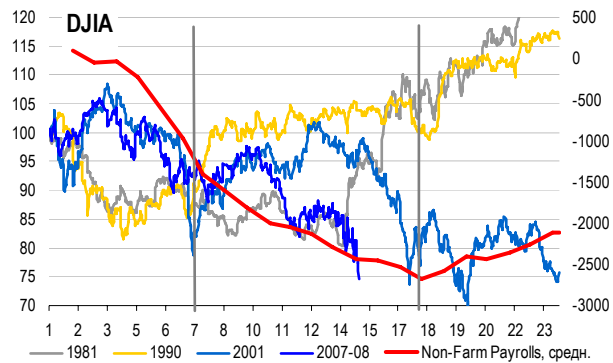
*Стоимость денег (доходность инструментов денежного рынка) на рынке снижалась в последний год в т.ч. усилиями центральных банков мира, но кризис получил самое жестокое развитие: ниже приведен график агрегированных 3-х месячных и 10-и летних ставок USD, EUR, GBP, AUD и CHF. Предшествующий кризису рост ставок на коротком, а потом и дальнем конце кривой в течение 3.5 лет оказался достаточным для того, чтобы экономика леввереджа пошатнулась и начала свертываться:*



Источник: МДМ Банк

По мере того, как становилось все более ясно, что кризис имеет прямое отношение не столько к ликвидности в смысле доступности денег на рынке, сколько к платежеспособности конечного заемщика (да и финансовых посредников тоже: от большей части благодаря деривативам и структурным продуктам), в центре внимания оказался вопрос о, так сказать, «форме» или траектории движения экономики в течение начавшегося рецессионного цикла. Иными словами, о будущем экономическом восстановлении и сложности препятствий на его пути. Говорили о рецессии в форме буквы W («двойное дно»), в форме буквы U (более мягкий вариант) и даже о депрессии – в форме L. Все эти предположения основывались, как обычно бывает в таких случаях, на прошлом опыте, который оказался, как никогда, не универсален.

*Прежние рецессии отражены на следующем графике через усредненное значение объема pop-farm payrolls: «оптимистичные» 1981 и 1990 гг., когда рост акций возобновлялся задолго до достижения «дна» и рецессия 2001 г., когда по экономике и рынкам был впервые нанесен сильнейший удар уже в условиях глобальной экономики, лопнул первый серьезный пузырь на рынке активов. И в том, и другом случае позиция ФРС имела огромное значение в восстановлении рынков. Кризис 2007-2008 гг. внешне очень похож по «траектории» на 2001 г., но на деле глубже и имеет свои заметные отличия:*



Источник: МДМ Банк

### СПЕЦИФИКА МОМЕНТА

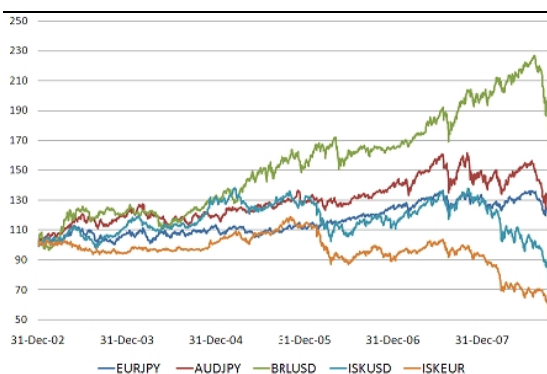
Почему проактивные, экстенсивные меры ФРС не работают или работают плохо, и рынок остается практически свернутым, а цены большинства популярных активов продолжают стремительное падение:

1. В основе происходящего – делевередж. По неоднократно упоминавшимся (в т.ч., нами) причинам иного способа, другого двигателя роста американской экономики, чем тот, что сейчас дает столь заметные сбои, не существовало уже с начала 90-х гг. США (и ФРС в частности) были обречены на удешевление и расширение кредита, либерализацию глобального рынка активов и ориентированы на рост с помощью кредитного плеча. Делевередж вызван глубочайшим кризисом этого способа развития экономики, который в конце концов привел к главному глобальному дисбалансу современности: недостатку сбережений в США, против его избытка в странах материального производства и экспорта, в т.ч. в России. Как ранее отмечалось, для исправления этого дисбаланса необходимо, чтобы, как минимум, конечное потребление в Штатах снизилось с 72% ВВП до величины ниже 70% (среднее за 25 лет), что означает сокращение примерно на 750 млрд.долл. в абсолютном выражении. Пока этого не произошло, и отношение конечного потребления к ВВП США остается на уровне около 71%.

*Делевередж, ведущий к свертыванию carry trades и «игры» на сырьевых товарах и акциях развивающихся рынков (Россия тут опять совсем не уникальна):*

**Наиболее популярные для carry trades валютные пары**

**Индекс S&P сырьевых акций развивающихся стран**



Источник: <http://blogs.cf.r.org/setser/2008/10/06/the-damage-spreads/>

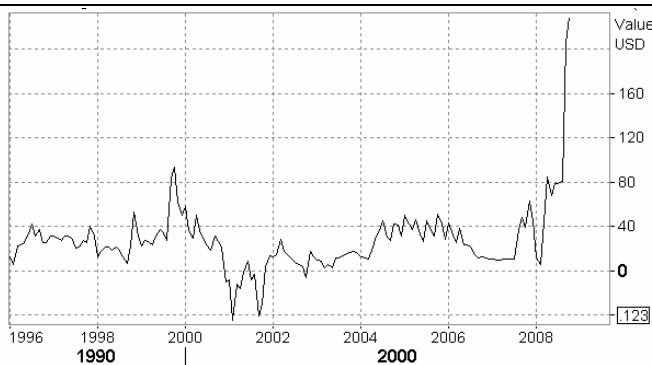
Источник: Reuters

2. В указанных условиях возникает закономерный вопрос: на что именно рассчитывает ФРС, пытаясь стимулировать рост экономики? Какого эффекта она стремится добиться, используя свои инструменты (см. таблицу в конце обзора)? Если предыдущий двигатель экономического роста оказался негодным, у участников рынка, а не только экономистов, как минимум, подспудно должно присутствовать сомнение: возможно ли и, главное, нужно ли еще одно повторение событий 2001 г.? Ответ на этот вопрос таков: ФРС пытается сперва решить тактические проблемы, «развязать» рынок кредита,

превратившийся в сплошную пробку, закрывающую движение средств между банками и между финансовым и реальным секторами экономики, и еще не приступила к действительно системным решениям. Если только она – или кто-то еще – вообще представляет себе сегодня, какими они должны быть. При этом – и в этом кардинальное отличие ФРС под управлением Б.Бернанке – Fed всеми силами пытается избежать роста целевой ставки, добавляя ликвидность всеми прочими способами. Отчасти эта игра лицемерна, однако она выдает понимание Федрезервом пороков прежней экономики леввереджа.

3. Это – кризис, носящий глобальный характер, в котором, однако различные участники оценены *несправедливо*. США, ранее активно проводившие принципы глобализации в жизнь (пока это было выгодно для корпораций: факторные доходы счета текущих операций США выглядят так, словно это – страна нетто-кредитор, а не должник), ставят сегодня препятствия на пути капитала из стран с избыточными сбережениями: арабских стран и Китая. Это, безусловно, имеет некоторый политический смысл, однако с макроэкономической стороны проблемы это очень неправильно, потому что для исправления главного дисбаланса страны с избыточными сбережениями должны их тратить, причем желательно в США и прочих странах с недостаточными сбережениями. Последние действия РФ по предоставлению кредита Исландии есть один из «полушагов» в верном направлении с глобальной точки зрения. Не говоря уж о том, что Исландия, на наш взгляд – очень неплохая история на шкале «риск/доходность» для повышения возврата на инвестиции государственных резервов РФ. А «полушаг» – потому что «шагом» было бы *приобретение нефинансовых активов*.
4. **«Mr.McFear».** Либерализация рынков привела в условиях кризиса к кризису доверия, как только рынки потеряли так называемую «эффективность». При этом Европа, зона евро в этом отношении оказалась, как бывало и ранее, в худшем положении, чем США. Во-первых, потому, что нескоординированные меры европейских ЦБ и обычная, довольно инертная позиция ЕЦБ – постоянный «камень на шее» рынков в их трудные минуты; во-вторых, потому что европейские банки оказываются в глазах рынков значительно менее прозрачными, чем их американские коллеги. В настоящее время общий объем убытков банков от кризиса по всему миру составляет почти 590 млрд.долл., из которых 334 млрд. приходится на США и 227 – на Европу. Однако считается, что раскрытие убытков в Европе идет гораздо медленнее и менее охотно, чем в США, при том, что средний уровень леввереджа американских банков (20) считается почти вдвое более низким, чем в Европе (возможно, что такое удивительное соотношение связано с большими забалансовыми обязательствами «американцев»).

Так или иначе, но глобальный межбанковский рынок скорее мертв, чем жив в течение почти всего 2008 г., и периодически возникают ясно артикулируемые сомнения относительно адекватности LIBOR. Что, кстати, напоминает знаменитый кризис доверия 2004 г. в РФ с той лишь разницей, что тогда в РФ не было аналога LIBOR – MosPRIME. Да и вообще подобного обилия инструментов денежного рынка... Впрочем, сейчас в РФ присутствуют оба фактора: есть MosPRIME и есть... кризис доверия, версии 2.0. В таком состоянии любые объемы ликвидности, отправляемые в систему, остаются замороженными на счетах крупнейших банков-дилеров, будь-то ФРС или ЦБ РФ.



Источник: Reuters

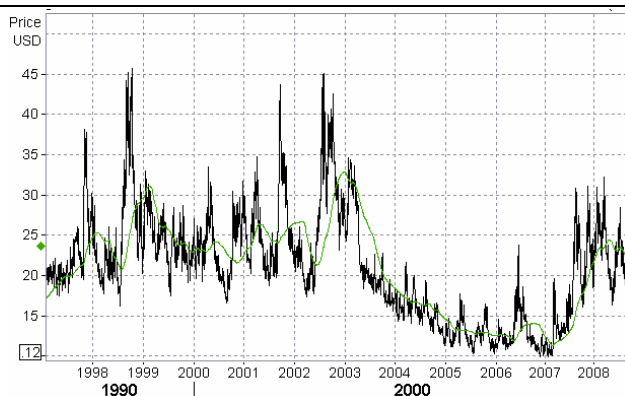
На графике выше отражен невероятный, рекордный спрэд LIBOR-Fed, отчасти обуславливаемый накоплением ликвидных резервов в конце года, что, однако, тоже является проявлением кризиса доверия (нет смысла приводить спрэд LIBOR-OIS, который выглядит ничуть не лучше).

По выражению президента PIMCO Б.Гросса, «Nothing to fear, but McFear itself» («Нечего бояться, кроме самого г-на Страх»). Это, безусловно, некоторое преувеличение, гипербола, однако глядя на P/E DJIA около 13 и 6 (!) – для РТС, невероятные спрэды корпоративных облигаций даже высокого качества, суверенные спрэды разных стран, включая Россию, и проч. рыночные индикаторы, наблюдая одновременно объемные инъекции ликвидности по всему миру (см. таблицу в конце документа), приходишь к выводу об очень высоком весе г-на McFear... Это фактор, который будет очень непросто преодолеть, и для чего, возможно, потребуются неординарные меры.

В итоге мы сегодня имеем дело с практически не имеющим прямых аналогов, как минимум, по масштабам, невероятно глубоким кризисом, основанным на серьезнейших фундаментальных причинах, который уже привел прямым к рецессии в большинстве стран ОЭСР и ведет к серьезному замедлению экономики развивающихся стран. Идея о decoupling потерпела крах, в т.ч. в России. Аналогии с кризисами в Лат.Америке или кризисом savings & loans в США достаточно бледны.

Этот кризис, по некоторым оценкам, проходит ныне свою глубочайшую фазу, по крайней мере, в той части, которая непосредственно относится к *финансовому сектору*, и которая проявляется, в частности, в бегстве средств из банков, стремительном делевередже банковской системы и росте числа дефолтов и крахов банков. К сожалению, реальный сектор разворачивается слишком медленно, и, следовательно, неприятности в нем еще только накапливаются. Этот кризис может иметь большее количество «провалов», чем рецессия в форме буквы «W».

*«McFear itself»*: индекс волатильности VIX, после довольно долгого периода «упорствования», больше не оставляет сомнений в глубокой рецессии:



Источник: Reuters

Очевидно, что в ходе кризиса в течение достаточно длительного времени с глобальной точки зрения наиболее рискованными активами будут сырьевые товары и активы рынков развивающихся стран, а наиболее привлекательными – долговые бумаги крупнейших стран ОЭСР, прежде всего, государственные, акции США и, позднее, зоны евро, среди валют – при общей высокой волатильности наиболее привлекательным – и дефицитным – в среднесрочной перспективе, вероятно, остается доллар США, который, тем не менее, может считаться фундаментально переоцененным на уровнях выше 1.30 за евро. Избежание рисков, вероятно, останется самой важной тенденцией на рынках в течение ближайшего полугодия.

**ПРИЛОЖЕНИЕ: МЕРЫ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ КРИЗИСУ НА ЗАПАДЕ И В РОССИИ (ХРОНОЛОГИЯ)****Запад: проактивная позиция****Россия: действия и намерения (выделены серым)**

1.	2 пол. 2007 г. ФРС ввела в действие Temporary Liquidity Facility (TAF; временное окно ликвидности) для депозитариев	
2.	2 пол. 2007 г. ФРС ослабила регулирование в части сделок с покрытием	
3.	2 пол. 2007 г. ФРС, ЕЦБ и др. стимулируют использование окна дисконта для депозитарных организаций, срезая ставки дисконта и расширяя залоговый список	
4.	2 пол. 2007 г. ЦБ Англии, США, Японии, еврозоны, Швейцарии и др. делают инъекцию ликвидности в систему для сглаживания пика ставок	
5.	1 кв. 2008 г. Банк Англии снижает ставку на 25 б.п. в феврале, также поступает Банк Канады; ФРС снижает ставку по фондам и дисконт несколько раз; Япония, ЕЦБ не предпринимают ничего.	
6.	7 марта: ФРС начинает операции длинных репо	
7.	11 марта: ФРС создает окно TSLF (Tys в обмен на ABS) в объеме 200 млрд.долл. в облигациях для первичных дилеров. Также увеличены лимиты и сроки конверсионных свопов с ЕЦБ и Банком Швейцарии	
8.	16 марта: ФРС снижает дисконт, открывает дисконтное окно для первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility, PDCF) и финансирует покупку Bear Stearns, увеличивает срок дисконтного кредита с 30 до 90 дней	
9.	17 марта: ФРС расширяет ломбардный список TSLF (7), который теперь включает «упакованный» ипотечный долг и бумаги, привязанные к коммерческой недвижимости	
10.	ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, ЦБ Швейцарии создают специальные окна, совершают между собой свопы в декабре 2007 г. и марте 2008 г.	
11.	21 апреля: Банк Англии создает инструмент Special Liquidity, в рамках которого банки могут своповать ипотечные бумаги рейтинга AAA (кроме обеспеченных деривативами и долгами из США) на gilts на срок до 3-х лет. Банк Новой Зеландии делает то же самое. Банк Австралии покупает ипотечные бумаги.	
12.	2 мая: ФРС увеличивает лимиты аукционов для банков, расширяет список TSLF (7) обеспеченными активами бумагами уровня AAA/Aaa, увеличивает лимиты свопов для ЕЦБ, Банка Швейцарии	
13.	13 июля: ФРС открывает дисконтное окно для Фредди и Фанни	
14.	30 июля: ФРС продлила сроки действия PDCF (8), TAF(1) до 30 января 2009 г. ФРС выставляет на аукцион опционы на требования по TSLF (7) в объеме 50 млрд.долл. ФРС собирается проводить аукционы TAF на 84 дня, помимо имеющихся 28 дней. ФРС временно увеличивает лимит на своп с ЕЦБ до 55 млрд.долл.	
15.	Согласно новому закону о восстановлении рынка жилья и экономики, Минфин США получает право приобретать новые ипотечные бумаги на открытом рынке	
16.	7 сентября: Минфин берет под контроль Фредди и Фанни.	
17.	14 сентября: ФРС расширяет залоговый список PDCF (8) и TSLF (7), делает аукционы TSLF более частыми и принимает еще ряд мер регулятивного характера (относительно трехсторонних репо с филиалами банков).	15 сентября: ЦБ увеличивает лимиты репо до 430 млрд.руб. с 170-350 млрд.руб. Минфин поднимает лимит размещения средств бюджета на депозиты в 2 раза - до 1232 млрд.руб. с 625 млрд.руб.
18.	16 сентября: ФРС впервые предоставляет средства нефинансовым институтам (AIG). Центральные банки делают инъекции ликвидности, снижают ставки.	16 сентября: ЦБ смягчает условия репо и предоставления денег под залог: отменен дисконт по операциям репо с ОФЗ и ОБР (10 млрд.руб. доп.ликвидности), повышен коэффициент залога для кредитов и векселей
19.	17 сентября: Минфин осуществляет дополнительное финансирование ФРС	17 сентября: начинается помощь Минфина и ЦБ крупнейшим банкам: Минфин увеличил лимиты размещения бюджетных средств для Сбербанка – до 754 млрд.руб., для ВТБ - до 269 млрд.руб., для Газпромбанка - до 104 млрд.руб. Предлагается продлить сроки размещения таких депозитов до >90 дней. Общий лимит размещения вырастет примерно на 300 млрд.руб. до 1514 млрд.руб.

		<p>ЦБ снижает все отчисления в ФОР на 4% до конца года, повышает с 1.10 коэффициент усреднения до 0.6 с 0.55.</p> <p>ЦБ снижает ставки по ломбардным кредитам, операциям репо по фиксированной ставке и валютным свопам. Повышены размеры поправочных коэффициентов по нерыночным активам</p>
20.	18-29 сентября: крупнейшие ЦБ мира создают и расширяют линии свопов для краткосрочного фондирования в долларах. Банки некоторых развивающихся стран снижают ставки. Банки Австралии, Новой Зеландии, ОАЭ открывают окна рефинансирования. TAF (1) увеличен. ФРС открывает линию в 50 млрд.долл. на фонды денежного рынка.	<p>18 сентября: президент Д/Медведев объявляет, что государство предусмотрит возможность использования для «поддержки фондового рынка» 500 млрд.руб. Позднее уточняется, что речь пойдет о скупке с рынка акций госкомпаний - Газпрома, Роснефти, ВТБ и Алросы. Из бюджета будет выделено 250 млрд.руб. в этом году и, «при необходимости», такая же сумма в следующем</p> <p>18 сентября: определяются контуры налоговой реформы: налоговые меры оцениваются в 0.2 проц.п.ВВП в 2009 г. и 0.15-0.3 – в 2010 г., более 1000 млрд.руб. и 890-1780 млрд.руб., соответственно.</p> <p>18 сентября уточняются меры поддержки: АИЖК получит от государства 60 млрд.руб. в капитал для расчетов по ипотечным кредитам банков, Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк, должны выдать рынку в виде кредитов еще 60 миллиардов рублей.</p>
21.		21 сентября: Минфин увеличивает объем предложения на аукционе бюджетных средств до 600 млрд.руб. с 400 млрд.руб., допустив к аукциону 28 банков вместо 3-х планировавшихся
22.		22 сентября: правительство РФ объявляет о намерении ввести с 1 октября 3-х месячную рассрочку платежей НДС, которые в октябре могли отвлечь у банков более 500 млрд.руб.
23.		23 сентября: Агентство по страхованию вкладов снижает с 1 октября взносы банков в фонд страхования вкладов на >23%, повышает максимальный размер возмещения по вкладам до 700 тыс.руб. с 400 тыс.руб., а размер, в рамках которого возмещается 100% вклада, в 2 раза, до 200 тыс.руб.
24.		29 сентября: Владимир Путин объявляет, что разрешит ЦБ выдавать кредиты банкам без залога, а также компенсировать некоторым из них риск убытков от операций на межбанке. Позднее пояснено, что платить за риски будет ВЭБ Сбербанку, ВТБ и Газпромбанку, а точную методику подготовят позднее. ВЭБу на эти цели будет выделено дополнительно 75 млрд.руб. в капитал из 250 млрд.руб., рассчитанных изначально на скупку акций. Беззалоговые кредиты будут рассчитаны на срок до полугода.
25.		29 сентября ВЭБ получает право рефинансировать внешние долги компаний и банков РФ в сумме до 50 млрд.долл.
26.	3 октября: план Полсона (TARP) принят, ФРС может платить проценты по резервам банков.	30 сентября: ФСФР решает приостанавливать торги при падении техиндексов до 5%, а не до 8%, как раньше, и разрешает биржам продлевать торговые сессии на 1 час до 19:00.
27.		1 октября: власти говорят, что могут допустить к операциям репо ЦБ инвесткомпаний, которым для этого придется согласиться с дополнительным регулированием со стороны ЦБ
		7 октября: Решено выделить банкам 950 млрд.руб. сроком не менее чем на 5 лет для поддержания долгосрочной ликвидности.
	<p>Что хотят видеть эксперты от ФРС и Минфина США, чтобы их действия стали, наконец, более эффективными:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Снижение ставки;</li> <li>2. «Triage»: сортировку финансовых институтов по критерию платежеспособности;</li> <li>3. Оценку долгов конечных заемщиков, реструктуризация, списание безнадежных долгов – ключевое звено проблемы;</li> <li>4. Рекапитализацию банков в обмен, например, на привилегированные акции или варранты (частично включено в TARP);</li> <li>5. Полную, 100% (blanket) гарантию по всем вкладам;</li> <li>6. Прямое фондирование теневой банковской системы;</li> <li>7. Прямое фондирование реального сектора, например, через покупку векселей;</li> <li>8. В дальнейшем: жесткое регулирование всей финансовой системы, пересмотр положений Basel II в части нормативов рисков и т.п.</li> </ol>	

Источники: Reuters, <http://www.rqemonitor.com/>, МДМ Банк



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
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 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 разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.