

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

## «Кто Вы, г-н Обама?» и насколько это важно до Нового Года

Если уж сразу брать быка – который уже неделю гуляет по рынкам (слава Богу, что не по «полю» коротких ставок!) – за рога, то, безусловно, в первую очередь привлекают внимание комментарии о том, что ралли на рынке акций (наилучшем индикаторе аппетита к риску) может теперь продлиться чуть ли не до инаугурации нового президента США, то бишь до января 2009 г. Пожалуй, однако, если подобного рода прогнозы имеют право на жизнь, то их внутренний мотив – либо чисто психологический, либо глубокое убеждение в том, что а) самое плохое позади; б) что бы ни ожидало мировую экономику в будущем, цены активов упали уже достаточно и настолько, чтобы можно было и скорректироваться. Собственно, если коротко, то источник подобного ощущения наиболее полно и емко отражен на следующем графике:

Продажи домов в США, всего, ежемесячно, тыс.штук:



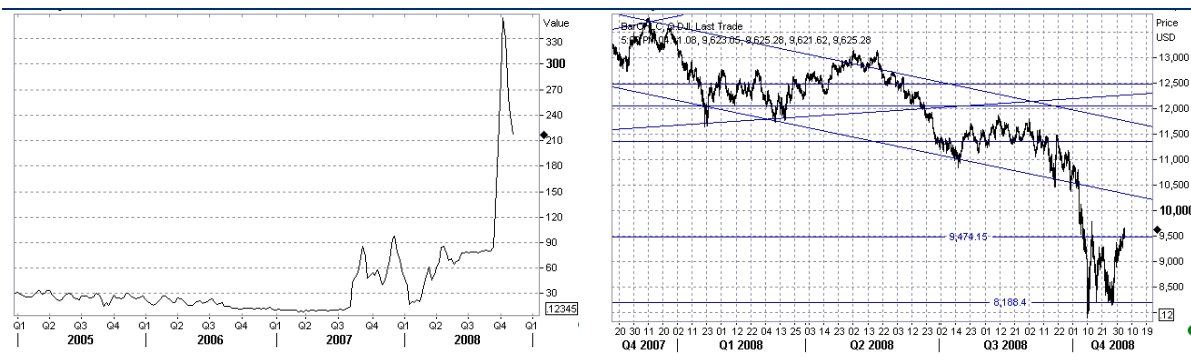
На протяжении последних нескольких недель мы не раз возвращались к теме перехода количества в качество, имея в виду тот факт, что триллионы долларов, направляемые в экономику, то есть в основном в банковскую систему, должны рано или поздно оказать свое лечебное воздействие. Какое-то время отсутствие хоть сколько-нибудь значимого положительного эффекта, как водится в подобных случаях, вызывало злорадную реакцию оживившихся противников всякого либерального подхода к решению экономических проблем. Затем, однако, количество начало свою ожидаемую трансформацию – в качество. Причем «качество» стало возникать на фоне массивных спасательных программ в еще одной ипостаси: сначала JPMorgan, а затем Citi и BOA взяли за реструктуризацию плохих ипотечных долгов.

FYI: Если кому-то интересно, как именно они это делают / пытаются делать, то вот упрощенный пример. Федеральная комиссия по страхованию вкладов (FDIC), которая управляет сегодня обанкротившимся банком Indy Mac, действует по довольно простой формуле: ежемесячные выплаты по ипотеке не должны превышать 38% дохода заемщика. Если снижение процентной ставки не дает нужной цифры, срок кредита увеличивается до 40 лет. Если и это не помогает, то должникам разрешают платить проценты лишь на часть основной суммы. Некоторые из этих мер ограничены во времени. Проблему представляют собой а) займы, упакованные в пулы, в которые инвестировали сторонние инвесторы, и условия по которым не подлежат изменению без консенсуса последних, б) займы, по которым не известны доходы должников (!). У Indy Mac таковых оказалась четверть, причем лишь 15% из этого числа откликнулись на призыв «спасателей» выйти с ними на контакт. Можно себе представить, в каком состоянии находился этот рынок, служивший фундаментом для огромной башни производных и структурных продуктов! Не зная об этом простительно было, пожалуй, лишь резидентам развивающихся рынков, которые смотрели на эту триллионную машину лишь с благоговейным трепетом. Во-первых, блеск триллионов слепит, во-вторых, можно было, не думая о чужой – и чуждой – экономике, поупражняться в такой красивой математике, чуть-чуть оторванной от реальности...

Результаты ожидавшегося перехода количества в качество, безусловно, не могут не впечатлить на краткосрочном временном горизонте:

LIBOR-OIS спрэд упал почти на 200 б.п., динамику ставок LIBOR см. на странице графиков в конце документа; за неделю LIBOR 3m упал на 60 б.п., а o/n – на все 85 б.п., до уровня 0.4%. Не самый приятный уровень из-за близости к ловушке ликвидности, но это мы тут не обсуждаем:

DJIA радует инвесторов после долгого падения хотя бы вот этим... Не очень убедительно? Однако столь уверенного роста рынка акций более 6-и дней подряд не наблюдалось с августа:



Любопытны изменения на кривой доходности US Trys и IRS:

10-летка рисует ярко выраженный среднесрочный тренд роста доходности, который сохранялся весь квартал, несмотря на колебания бегства от рисков: «спасибо» будущему огромному дефициту бюджета:

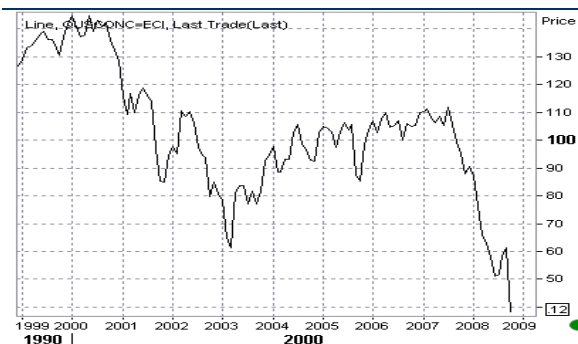
Бегство в качество затронуло короткий конец кривой, который, вдобавок, падает из-за агрессивного снижения ставок. Уровни уже вполне «японские», что добавит трудностей Обаме. Кривая переживает весьма серьезный рост угла наклона:



Понятно, что поведение доллара, нефти и прочих хорошо знакомых всем активов коррелирует в полной мере с происходящим на рынке акций США вполне банальным образом – к некоторому (временному) облегчению ЦБ РФ. К сожалению, наш отечественный эффект от перехода количества в качество – низкие ставки на денежном рынке – все еще подготавливают почву для покупок доллара в надежде на продолжительное ухудшение платежного баланса и «нестойкость» Центробанка. К счастью, атаки на рубль в последнее время все же несколько ослабли. Так, А.Кудрин, например, считает, что отток капитала из РФ уже перевалил через свою высшую точку. Надеемся, что это и в самом деле так – для этого нужно всего лишь, чтобы худшее действительно было позади и на глобальном финансовом рынке (хотя «просто плохое» впереди – очень реально).

Действительно, на фоне прочих, нефинансовых индикаторов в такое продолжительное проявление глобального аппетита к риску, как до самой инаугурации Б.Обамы, верится с большим трудом. Если отвлечься от финансового сегмента экономики, реальная экономика мира погружается в глубокую и продолжительную рецессию:

Доверие потребителей (Consumer Confidence) упало катастрофически – иначе не скажешь:



Первоначальные требования пособий по безработице в угрожающей близости к рекорду прежней рецессии и, возможно, пойдут еще выше:



«Дурное дело» США и Европой не исчерпывается. Вторым «цилиндром» мирового экономического роста был Китай. Но и там, как мы не так давно показывали, тренды основных макроэкономических индикаторов показывают вниз. Кто-то скажет, что замедление, скажем, роста промышленного производства с 12% до 10% выглядит смехотворно на фоне падения темпов роста и даже сокращения производства в странах ОЭСР, однако надо учитывать, что КНР необходимо выдерживать темпы экономического роста выше 10% в год, чтобы трудоустроить 24 млн. человек ежегодно и перемещать полтора десятка миллионов нищих крестьян в промышленно развитые зоны для избежания социального и демографического коллапса. Замедление роста экономики КНР до 5-6% (что, кстати, вполне реально для РФ в следующем году), означало бы «жесткую посадку», говорит человек, которому трудно не верить сегодня – Н.Рубини, знаменитый *Doctor Doom* (Bloomberg создал специальную страничку, где собраны его высказывания.)

Это – то, с чем придется иметь дело Б.Обаме, президенту-антитезе команде Дж.Буша, неоконам и т.п. Поэтому и некоторый всплеск если не оптимизма, то воодушевления, по крайней мере, у ряда экспертов, вполне понятен, но и места для скепсиса более чем достаточно. «Антитеза» может и не стать таковой до логического предела.

Разумеется, аналитическое чтение на тему, сколько пунктов получил S&P500 в истории от демократов, а сколько от республиканцев, вряд ли стоит рассматривать иначе, чем забаву... Впрочем, если это интересно, то средний рост за 4 года правления демократов составлял 6.8% против 4.7% при республиканцах. Доллар по отношению к мировым валютам вел себя довольно хаотично с этой точки зрения, а облигациям было все равно...

В целом, пока то небольшое, что можно сказать о Б.Обаме с точки зрения экономии расходов, сводится к предположениям о том, что а) он готов идти на улучшение баланса бюджета ценой отмены налоговых льгот, сдерживания (возможно) затрат на оборону и т.п. Однако расходов на вытягивание экономики из рецессии не избежать никому. Вдобавок, Б.Обама не объявлял сроков, к которым он обещал сбалансировать бюджет; так что остается лишь надеяться, что его намерения не вымосят собой дорогу в «ад»; б) не станет поддерживать нефтяные компании в стиле г-на Буша и будет сторонником альтернативных источников энергии; в) будет способствовать более жесткому регулированию финансовой сферы (“No more FASB statements 159?”).

Таким образом, в целом, рынки, особенно валютный (с позиции USD), должны бы быть более позитивны по отношению к Б.Обаме (доллар имеет как бы шанс укрепиться, хотя и в отдаленной перспективе, доходности длинных облигаций – снизиться), а вот рынок нефти – наоборот. Дело за малым! Столкновением ожиданий, которые, как нам кажется, пока довольно эклектичны, и реальности, которая беспощадна. Риск того, что рынки находятся в состоянии всего лишь коррекции и не оттолкнулись еще от самого дна (rock bottom), весьма велик.

### Характеристики обменного курса рубля

31.10.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	27.0981	+0.00	+10.0	+6.8	+15.7
USD ETC Tod	26.9760	-0.33			
USD ETC Tom	27.0664	+0.12			
EURO TOD	34.3387	-0.25	-3.92	-5.9	-6.1
RIBER bid	27.0444	-0.15	9.62	6.62	15.52
ask	27.0506				
Своп TodTom, пилс	911		USD/EUR кросс-курс		1.2729
0.45 EUR + 0.55 USD	30.2892	-0.29	+2.2	-0.3	+3.2

### Объем торгов ММВБ

31.10.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,670.2	+21.2	1,400	1,405
USD ETC Tom	4,082.6	-10.7	5,046	4,294
ММВБ долл., всего	5,752.8	-3.3	6,446	5,699
EURO TOD	155.1	x 2.3	70	56

### Курсы мировых валют

	31.10.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2723	1.2469	+2.00	-10.58	-22.51
USD/JPY	98.3	96.420	-1.90	+7.52	+8.94
GBP/USD	1.6146	1.5586	+3.47	-10.17	-22.74
CHF/USD	0.8615	0.8609	+0.08	-3.39	-10.71

### Индикаторы рублевой ликвидности

	31.10.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	577.0	77.6		588	653
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	185.4	-53.4		148	136
MosPRIME o/n	9.00		+42	9.02	7.48
MosPRIME 1m	16.53		+19	12.07	8.96
MosPRIME 3m	16.98		+7	12.56	9.58

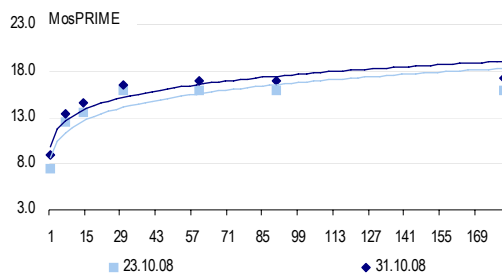
### Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 03.11.08			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	27.6272	5,226	24.2	27.6231	5,185	24.3	-10
1 мес.	27.7097	6,051	29.2	27.7181	6,135	29.8	-60
3 мес.	29.2604	21,558	34.9	29.2213	21,167	34.5	40
6 мес.	30.4657	33,611	28.1	30.3669	32,623	27.5	60

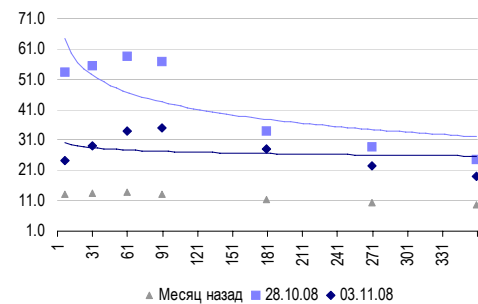
### Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 03.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 03.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	2.664	2.804	-14.0	1.44	1.58	-14
3 года	3.125	3.230	-10.5	1.86	1.97	-10
5 лет	3.797	3.836	-3.9	2.70	2.73	-3
10 лет	4.432	4.371	6.1	3.92	3.85	7

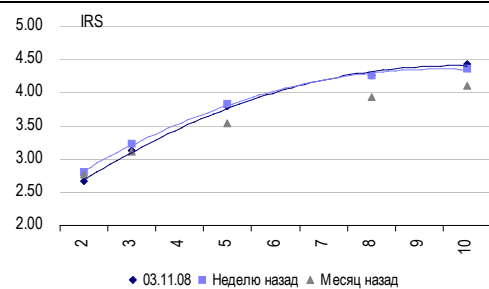
### Кривая ставок MosPRIME



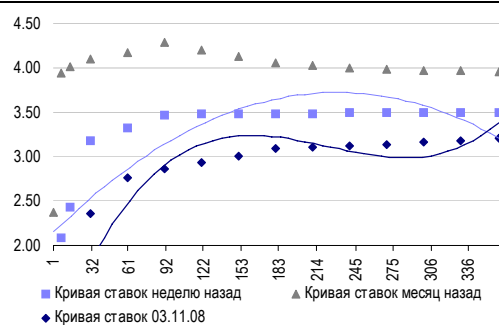
### Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



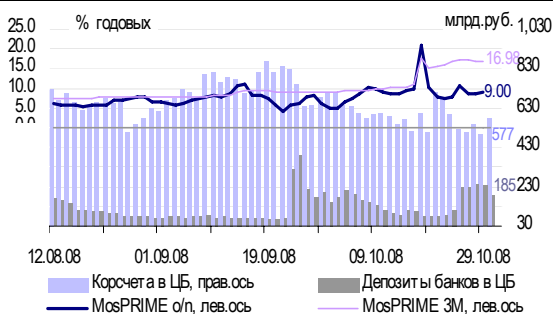
### Кривая IRS USD



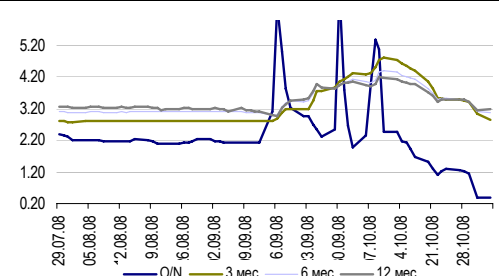
### Кривая ставок LIBOR USD



### 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.