

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

### Активы на следующий день

Если накапливать количество, оно со временем переходит в качество, гласит один из законов диалектики, особенно популярных у марксистов. Возможно, в сегодняшних условиях, когда основным инструментом по спасению финансового сектора от кризиса стала национализация (или полунационализация), это звучит с некоторой иронией, однако, на наш взгляд, весьма пригодно для характеристики сложившихся обстоятельств. В самом деле, если в экономику, точнее, в банковскую систему вливаются триллионы долларов, но при этом пока почти не предпринимаются иные меры кардинального характера, направленные на самую суть проблемы, то уповать следует именно на указанный диалектический закон перехода количества в качество.

Итак, 1.8 трлн.долл. – это цена спасительных мер в странах еврозоны, не считая всяческих расширенных инструментов ЕЦБ; 700 млрд.долл. – меры правительства США (т.н. TARP), без учета огромной линейки дополнительных инструментов рефинансирования ФРС, которые, вдобавок, продолжают время от времени изобретательно пополняться.

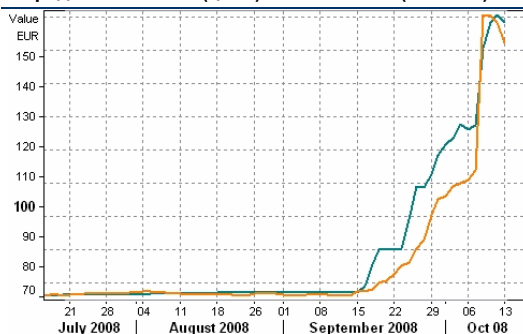
Однако средства, предназначенные для спасения банков, и инструменты рефинансирования – совершенно различные с точки зрения фундаментальных последствий вещи. Хотя бы потому, что орудия «тяжелого калибра», вроде TARP, являются долгосрочными вливаниями и ложатся на плечи бюджетов соответствующих экономик.

Напомним в этой связи, что совокупный дефицит бюджета зоны евро на конец 2007 г. составлял 55 млрд.евро, 0.6% ВВП, что, конечно, немного, и сильно различается по странам региона: например, бюджетный дефицит Франции сегодня – 66 млрд.евро (за 8 мес. 2008 г.), более 3% ВВП, Италии – около 12 млрд.евро, 0.8% ВВП. Пресловутый дефицит бюджета США на конец года оценивался в сентябре 2008 г. – до введения в действие TARP – примерно в 450 млрд.долл., тогда как планы обоих кандидатов в президенты, по оценкам, и так вели к дальнейшему росту дефицита выше 500 млрд.долл.

Кстати, порядок доходов бюджета США за год: 2.6 трлн.долл. (2007 г.). Доходы бюджета Франции – около 230 млрд.евро. Многоотриллионная поддержка финансового сектора и рынков – чувствительная нагрузка...

*Первая реакция на согласованные меры ОЭСР: индикаторы рынков должны проделать еще очень большой путь, чтобы доказать, что эти шаги действительно произвели существенное воздействие на рынки; тем более, что они еще только будут проведены в жизнь:*

Спрэды LIBOR-Fed (циан) и LIBOR-ECB (желтый)



US Tny-10 (синий) и DJIA (красный)



Источник: Reuters, МДМ-Банк

США сейчас делают первый ход: 125 млрд.долл. Минфина будут направлены в капитал 9-и крупных банков в обмен на привилегированные акции и еще 125 млрд. – другим финансовым институтам, поменьше. Мера по-прежнему вызывает принципиальные споры, но оставим их в стороне, т.к. на эту тему уже достаточно много сказано. Вопрос состоит в следующем: к чему все это может привести в конце концов?

1. Глобальная рецессия: удастся ли ее избежать? Ответ, в целом, ясен: скорее всего, нет. Многоотриллионные вливания ликвидности в той или иной форме, как мы говорили, предназначены лишь для поддержания *на плаву* финансовой системы, понесшей огромные убытки и декапитализированной, но не решают *вопросы развития и роста разбалансированной экономики*. Совершенно очевидно, что один из главных уроков кризиса на сегодняшний день – это переоценка рисков, которая приводит к их значительно более осторожному восприятию. Бурный рост и финансового сектора, и всей экономики развитых стран, построенный на левевердже, вряд ли будет возможен, как минимум, в ближайшие годы.

В Соединенных Штатах главный двигатель экономического развития – постоянно расширяющийся конечный спрос – был также выстроен на кредите и является, по сути, едва ли намного менее левеверджированным, чем, скажем, инвестиционные банки. Процесс делеверджа там продолжится, вероятно, долго, особенно если учесть, что власти США пока не внемлют призывам экономистов и не стремятся решительно опуститься на уровень конечного заемщика с целью реструктуризировать и списать безнадежные долги. По крайней мере, предпринимаемые здесь усилия фрагментарны и носят все тот же характер выкупа «плохих активов».

В августе чистое изменение общего объема кредитов в США составило минус 8 млрд.долл., сократившись впервые с 1998 г., а в абсолютном исчислении – на максимальную величину, как минимум, за 30 лет.

При этом миф о decoupling развивающихся рынков как альтернативном двигателе мировой экономики, похоже, безнадежно уходит в прошлое, что особенно ярко заметно на примере некоторых стран Азии, Восточной и Центральной Европы (не исключая РФ), а чуть менее выражено – на примере Китая. Но и в последнем случае, вероятно, еще не все последствия рецессии в ОЭСР проявили себя полностью.

2. Инфляция: будет ли она высокой и далее? Сегодня на этот вопрос отвечают в большинстве отрицательно, несмотря на то, что формальные показатели роста цен в разных частях света находятся все еще на очень и очень высоких уровнях, будь то ЮАР, Индия, Россия или зона евро. Тем не менее, скорее всего, на фоне падения цен на сырье и глобального замедления экономики, роста безработицы и сокращения корпоративных прибылей эта угроза действительно отступает. При этом те инъекции ликвидности, которые мы наблюдаем сегодня, вряд ли вскоре дойдут до рынков товаров и услуг и оживят их – первый абзац этого краткого экскурса был именно об этом. По крайней мере, если исходить из той логики, что инфляцию порождает конечный спрос, который оказывается все более под ударом, инфляционную угрозу можно перевести в разряд второстепенных.
3. Кто пострадает больше: Европа или Штаты? (Заранее просим прощения у Азии...) Господствующее мнение выражается – на фоне рыночной волатильности, случающейся по тем или иным конкретным поводам – в динамике курса EUR/USD. Преобладает мнение о большей опасности для экономики Европы, несмотря на то, что пока дефицит бюджета в Штатах многократно превышает европейский, долг невероятно велик, а дефицит счета текущих операций платежного баланса, вероятно, будет в дальнейшем сокращаться медленнее, чем ранее, из-за снижения, в частности, т.н. факторных доходов: доходов от инвестиций за рубежом и оплаты труда. Американские компании будут зарабатывать меньше в стагнирующей мировой экономике, а финансовые корпорации (финансовый сектор – это около 20% ВВП США, просто для информации) стремительно – и, пожалуй, надолго – потеряют свою сверхприбыльность по очевидным причинам, которые вряд ли стоит объяснять особо.

В то же время, стоимость коррекции экономики, вероятно, будет выше в Европе из-за ее известной негибкости, в том числе в социальной сфере, в связи с чем стоимость сокращения активности в реальном секторе будет выше, чем в Штатах. К тому же, реформы «социалки» в Европе, начатые не

так давно и так болезненно, еще не завершены. Экономика же Штатов, в частности, через действия Минфина и ФРС, наглядно демонстрирует в последний год, что в ней работают мощные механизмы и инструменты, находящиеся в руках готовых к действию людей. Таковые меры если и не отменяют сохраняющихся фундаментальных дисбалансов и, возможно, не всегда направлены в корень возникших проблем, то, по крайней мере, демонстрируют волю руководства к преодолению кризиса.

Безработица в зоне евро составляет сегодня 7.4% трудоспособного населения против 6% в США. Возможно, что безработица в США в ходе рецессии вырастет до 8%, в Европе – до 9-9.5% или выше.

4. Что произойдет с нашей экономикой? Вчера мы продемонстрировали еще на одном коротком примере (рубль против воны), что фундаментально Россия показывает в чувствительных точках нынешнего кризиса – обеспеченность внешнего долга резервами и валютными доходами – заметно более сильные цифры, чем, скажем, Южная Корея. Рубль, в частности, является значительно более устойчивой валютой с фундаментальной точки зрения, чем большинство валют стран Центральной и Восточной Европы и даже некоторых стран Азии. Но есть и другие стороны проблемы, увы.

Еще одной важной и сильной стороной российской экономики в кризисных условиях является, как ни странно, сырьевая структура ее экспорта («вечные ценности»), которая обеспечивает более-менее стабильный приток валюты в страну в любых условиях, кроме «экстремальных» (1997-1998 гг.), но, к сожалению, в связи с ценовой конъюнктурой на мировых рынках, вскоре, похоже, она потребует обратных действий на другой стороне «баланса»: сокращения потребления в целях сохранения позитивного сальдо баланса текущих операций, главной нашей ценности. Все наши блага и большая часть нашей устойчивости происходят отсюда. Сумеем ли мы сохранить жизненно важный профицит при стоимости нефти ниже 70 долл. за барр. – открытый на сегодня вопрос.

Слабой стороной России является то, о чем мы не раз говорили: отсутствие долгосрочных частных, а следовательно, диверсифицированных, сбережений. Они сегодня замещаются государственными резервами. Будущее российской экономики – и ее относительно небольших финансовых рынков – в очень значительной степени зависит от того, насколько эффективно страна сумеет распорядиться спасительными на сегодня деньгами Минфина в общем объеме около 5 трлн.руб. (резервный фонд + фонд благосостояния) и собственно ЗВ резервами ЦБ, эквивалентными примерно 9 трлн.руб.

К сожалению, слабость России и в следующем: это – ее относительно низкая инвестиционная привлекательность, ставшая очевидной после беспрецедентного обвала рынков, превзошедшего в этом печальном отношении соперников-конкурентов. В условиях, когда борьба за инвестиционный и заемный капитал очевидно обострится после того, как глобальные рынки станут вновь доступны, у РФ здесь может обнаружиться неприятный недостаток конкурентоспособности из-за уровня корпоративного управления и подобных проблем.

*Выводы из всего этого:*

1. Доллар имеет шанс оставаться сильным против евро, однако его продвижение вверх заметно затруднено сохраняющимися долгосрочными и огромными дисбалансами американской экономики. Похоже, что в ближайший год мы действительно не увидим значения на уровне 1.45 долл. за евро и выше, и даже вероятно падение европейской валюты ниже 1.30, в направлении 1.20 долл. на фоне «бегства к качеству» и репатриации средств в США из-за определенной глобализационной «ремиссии», вызванной кризисом
2. Вопрос о процентных ставках денежного и долгового рынка противоречив. Можно сказать, что мы в этом отношении находимся на распутье... С одной стороны, очень вероятным сценарием является дальнейшее снижение ставок центральных банков ведущих мировых экономик. Не исключено даже агрессивное действие со стороны ФРС, несмотря на явное нежелание Б.Бернанке снижать ставку до «гринспеновских» уровней (1%), что является значением на границе liquidity trap. Тем не менее,

проблема инфляции (и рыночных пузырей, кстати) на сегодня отодвинута так далеко на задний план, насколько это возможно. Поэтому нельзя исключить и дальнейшего смягчения денежной политики.

Одновременно возросший уровень риска может способствовать продолжению «бегства к качеству», что вызовет снижение ставок по всей кривой гособлигаций стран ОЭСР. Таким образом, ставки могут уйти вниз: по доллару на уровень от 1% overnight до 3-4% на дальнем конце кривой.

Однако есть и противоположная гипотеза, основанная на возможности резкого роста бюджетных дефицитов в индустриальных странах из-за мер государственной поддержки финансового сектора и общего обостренного восприятия рисков, которое воцарилось на рынках и в мировой экономике в целом, вероятно, на долгое время, несмотря на огромные инъекции ликвидности. Эта гипотеза говорит как раз в пользу роста ставок в дальнейшем, особенно на длинном конце кривой, а также кредитных спрэдов и о сопутствующих потенциальных неприятностях для реального сектора и экономик развивающихся стран. Заметим: обе эти гипотезы могут неплохо реализовываться на практике одновременно в разных составляющих: снижение ставок на безрисковой кривой будет полностью – а то и с лихвой – компенсировано ростом спрэдов. Эта, «не особенно золотая», середина нам кажется очень и очень вероятной на горизонте ближайшего года.

3. К несчастью для РФ, цены сырьевых товаров могут продолжить снижение и/или зафиксироваться на относительно низком уровне (например, ниже 100, или даже 90 долл. за барр. нефти) на длительное время из-за делевереджа, раскручивания спекулятивных операций и глобальной рецессии. Увы, не исключен временный провал этих цен «на эмоциях» до вовсе неприятных величин: ниже 70 долл. по нефти и т.п.
4. Все это вместе наносит урон прибылям компаний, особенно финансового сектора, для которых возможное увеличение спрэдов между безрисковыми и рискованными доходностями, а также вероятное движение кривых не сулит ничего особенно хорошего (из-за ужесточения рискованной политики, сжатия клиентской базы и уменьшения доступных для инвестиций активов), а, кроме того, вредит доходности таких инструментов, как акции, особенно развивающихся стран (из-за общего уменьшения аппетита к риску).



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 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.