

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

О бесполезном и неизбежном

Пока мы принимали участие в некоторых важных публичных мероприятиях (из-за чего наши обзоры не выходили в свет в течение двух последних дней), ситуация на глобальных рынках показала новый поворот... Полагаем, что ясно, какой: раз употребляется слово «новый», значит, конечно – к худшему. Проблемы нарастают буквально как снежный ком. DJIA после довольно длительного периода консолидации провалился ниже 8000 пп., нарисовав тем самым новый снижающийся тренд; последнее, впрочем, технически нуждается в дополнительном подтверждении, но выглядит сегодня более чем вероятным. Чем сильнее рецессия «вгрызается» в реальный сектор, тем глубже рынки погружаются в «медвежью» зону. Огромный размах наступающей рецессии уже показал себя: не хватало еще банкротства американских гигантов-автопроизводителей*, чтобы довершить и без того печальную картину. Имя этой картины известно слишком хорошо – deleverage.

* Возможное банкротство крупнейших автомобильных компаний США уже вызывает довольно ожесточенные споры, и не только с точки зрения того, достойны эти компании государственной помощи или нет, пока их CEO летают на частных самолетах. Дело в том, что спасение GM или Chrysler может вызвать споры в рамках ВТО о соблюдении конкурентных правил. В неприятной ситуации сегодня оказались и китайские производители авто, которые вполне резонно могут также рассчитывать на государственную помощь: чем они хуже американцев, в самом деле? «Мировая конкурентная среда будет искажена,» – говорят современные рыночные пуристы. Однако совершенно понятно, что сегодня, несмотря на необходимость глобального ответа, в некоторых отраслях каждый спасается, как может, и судьбы мировых бюджетов, как никогда, в руках лоббистов и/или тех, кому путь спасения национальной экономики представляется однозначным – тех, у кого нет вопросов относительно того, как использовать бюджеты, резервные фонды, SWF и проч. государственные сбережения.

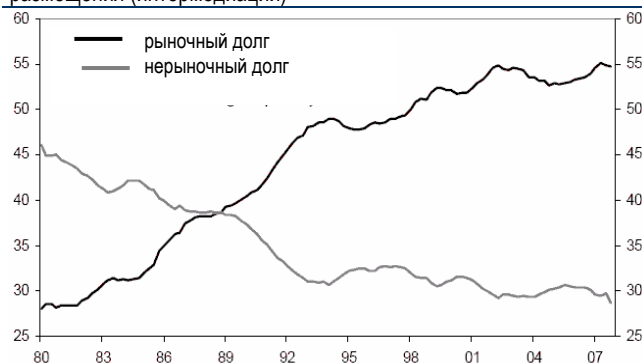
Хотя картина под названием deleverage имеет прецеденты в галерее мировой экономики, масштаб нынешней впечатляет. По оценкам МВФ, активы глобальной банковской системы (в странах ОЭСР) должны сократиться на 10 трлн.долл. – это весь объем так называемой «теневой банковской системы». В том числе, активы хедж-фондов, начав с уровня 2 трлн.долл. и снизившись сегодня до 1.6 трлн., возможно, упадут в конце концов до 1 трлн.долл., что при нынешних темпах их снижения займет около полугода.

Совсем недавно – смешно вспомнить! – экспертное сообщество всерьез рассуждало сперва о том, выберется ли кризис за границы subprime mortgage. Общий объем subprime'a, выпущенного с 2005 по 2007 гг., составил около 1.42 трлн.долл. При этом почти 80% (восемьдесят процентов) такой категории долга были «переупакованы» в пулы с рейтингом AAA (господа из рейтинговых агентств, ау!). Затем стали судить о том, выльется ли кризис за пределы ипотеки, затем – в реальный сектор, который некоторое время чувствовал себя поразительно хорошо, затем – в emerging markets. Случилось и то, и другое, и третье, и четвертое.

Сегодня колоссальные размеры глобального финансового сектора повлекли огромные проблемы, которые, в свою очередь, показали, что зависимость реальной экономики от банков и небанковских финансовых учреждений стала критически высокой. На фоне рынков, пребывающих в неэффективном состоянии, реальный сектор не имеет никаких шансов избежать рецессии. Стремительно возросшая доля рыночного долга делает эту ситуацию сегодня еще более острой. В частности, спрэд (к US Tгys) долговых обязательств уровня junk, выросший с 250 б.п. в середине 2007 г. до почти 2000 б.п. сегодня, делает

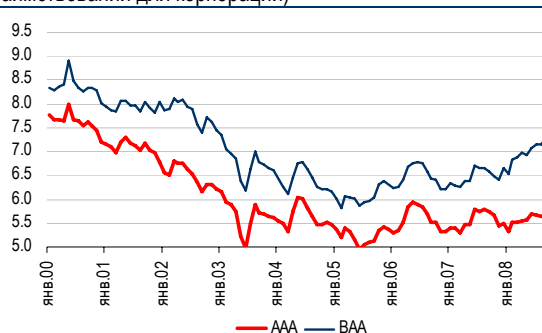
вложения в акции просто бессмысленными – если бы кто-то ныне смотрел на такого рода сопоставления с какой-либо более серьезной целью, чем довольно праздный интерес!

Доля американского долга нефинансового сектора по способам размещения (интермедиации)



Источник: Morgan Stanley

Реальная доходность корпоративных облигаций в США (стоимость заимствований для корпораций)



Источник: St. Louis Fed

Может быть, это кому-то покажется удивительным, но события на разных рынках в различных частях света, в разных экономиках удивительно похожи по своей сути. Ухудшение качества активов из-за ценовой волатильности раскручивает спираль делевереджа виток за витком. При этом, как мы знаем, объемы вливаний ликвидности в банковскую систему ОЭСР исчисляются триллионами долларов (и, кстати, уже почти триллионами рублей). Отчего это не работает в той мере, на которую рассчитывали центральные банки мира? В значительной степени это связано с тем, что ухудшение ситуации на рынках имеет сегодня циклический характер, и, пока путь уничтожения активов для приведения леввереджа к более приемлемым значениям не будет пройден, ситуацию крайне сложно развернуть. Как мы сказали только что, это – спираль.

По известной формуле $L = A/E$, где L – коэффициент леввереджа, A – активы финансовой организации, E – ее капитал. В то же время, $E = A \cdot V$, где V = value at risk, VAR (данная формула показывает, что капитал финансового института стремится соответствовать принимаемому риску). Следовательно, $L = 1/V$, т.е. леввередж обратно пропорционален риску (См. Greenlaw, Hatzius, Kashyap, Shin. *Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown*. University of Chicago, 2008). Таким образом, уровень леввереджа процикличесен: когда рынки находятся в хорошем состоянии, ликвидность высока, активы показывают рост цен, леввередж банковской (теневой банковской) системы растет. И наоборот. Поэтому сегодня с активной стороны баланса сокращение активов неизбежно, как бы центральные банки ни снижали ставки и ни обеспечивали высокие объемы репо, свопов и т.д. Эта ликвидность будет возвращаться на депозиты центральных банков и в T-bills, пока процесс уничтожения активов, ставших плохими, не исчерпает себя. К сожалению, это уничтожение кредита влечет за собой ухудшение качества новых активов, и т.п.

Каковы выводы из происходящего? Нужно больше «помогать» циклу, а не только смягчать ситуацию и идти таким образом против цикла! Это означает осознание необходимости расчистки завалов, образующихся после сдувания «пузырей». Важнейшей, хотя и неприятной, задачей является, вероятно, скорейшее отделение неустойчивых и неплатежеспособных банков от платежеспособных, массовый перевод клиентов из первых в последние, возможно, через продажу первых последним. Затем требуется капитализация последних, чтобы они могли реструктуризировать и (частично) списать плохие и безнадежные долги как можно скорее. Затем речь может идти о восстановлении кредитного процесса «на расширенной площадке».

Однако это не означает, что рынку следует отказываться в короткой ликвидности, ничего не предпринимать со ставками и не открывать новых инструментов рефинансирования. Нехватка ликвидности может убить немало вполне (потенциально) платежеспособных субъектов, которым тривиально не хватит наличности в нужный момент. При этом следует понимать, что такие меры, как государственная поддержка

стратегически важных отраслей, играют роль «парашюта» для экономики, но не решают проблемы в корне. Безусловно, со временем спрос со стороны поддерживаемых отраслей поможет и банковской системе быстрее восстановиться, однако это произойдет не ранее положенного срока и даже в чем-то может исказить общую картину цикла в данный момент времени.

Применительно к России все это усложняется задачей сохранения и, по возможности, преумножения не столь значительных внутренних частных накоплений, во многом замещенных ранее иностранными заимствованиями российских банков и компаний. По совершенно очевидной логике, сокращение этих относительно небольших внутренних сбережений потребует либо еще более стремительного расходования государственных фондов, либо просто приведет к краху финансовую систему, а вместе с ней – и всю экономику, т.к. заместить их будет просто нечем. Именно такое положение вещей делает для РФ девальвацию последним из возможных средств борьбы с кризисом, *ultima ratio*.

Кроме этого, переориентация банковской системы со своего прежнего вектора, направленного на постоянное расширение кредита в широком смысле слова (когда за спиной были сверхликвидные международные рынки), на вектор *капитализации и аккумуляции внутренних сбережений* является единственно правильной на сегодня стратегией с макроэкономической точки зрения. Мировая практика – при всех ее издержках – показывает, что инновационная экономика не может в основной своей части основываться ни на чем ином, кроме инвестиций, обеспечиваемых финансовой системой, состоящей из конкурирующих институтов, в большинстве частных. Нынешние недостатки системы будут постепенно устранены (потом, конечно, проявятся новые – что поделаешь), но указанный принцип останется неприкосновенным.

Характеристики обменного курса рубля

20.11.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	27.5715	+0.47	+11.9	+5.8	+12.9
USD ETC Tod	27.5610	+0.43			
USD ETC Tom	27.5594	+0.41			
EURO TOD	34.4955	-0.46	-3.49	-1.9	-4.3
RIBER bid	27.5788	+0.50	11.78	6.10	12.94
ask	27.5855				
Своп TodTom, пилс	110	USD/EUR кросс-курс			1.2516
0.45 EUR + 0.55 USD	30.6815	-0.02	+3.5	+1.8	+3.5

Объем торгов ММВБ

20.11.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,271.0	-20.7	1,450	1,413
USD ETC Tom	5,201.1	+7.2	4,906	4,482
ММВБ долл., всего	6,472.1	+0.3	6,356	5,895
EURO TOD	94.2	-0.8	77	59

Курсы мировых валют

	20.11.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-.),%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2566	1.2588	-0.18	-5.96	-17.00
USD/JPY	96.0	96.550	+0.59	+5.61	+12.67
GBP/USD	1.4810	1.5055	-1.65	-15.65	-25.60
CHF/USD	0.8194	0.8255	-0.74	-6.04	-10.91

Индикаторы рублевой ликвидности

	20.11.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	751.3	72.7		580	645
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	228.6	40.2		254	163
MosPRIME o/n	7.92		-333	10.37	8.65
MosPRIME 1m	20.83		+33	16.99	11.31
MosPRIME 3m	21.50		+33	17.92	11.99

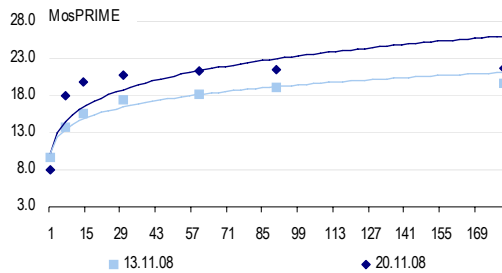
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 20.11.08			Предыдущ.день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	28.6036	10,361	46.1	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1 мес.	28.9581	13,906	62.0	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
3 мес.	31.6289	40,614	61.4	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6 мес.	34.0026	64,351	49.5	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

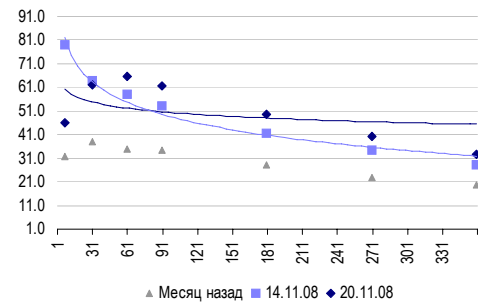
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 20.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.	На 20.11.08	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.975	1.192	-21.7	0.98	1.20	-23
3 года	1.167	1.500	-33.3	1.17	1.52	-36
5 лет	1.882	2.278	-39.6	1.88	2.30	-42
10 лет	3.013	3.652	-63.9	3.01	3.72	-70

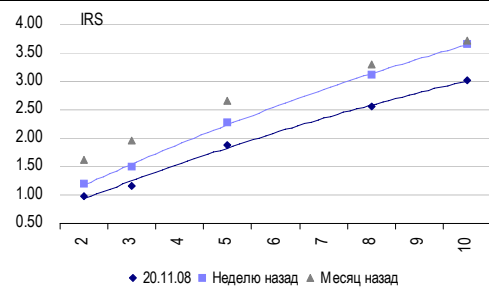
Кривая ставок MosPRIME



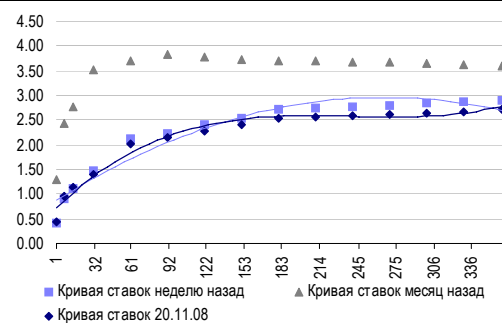
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



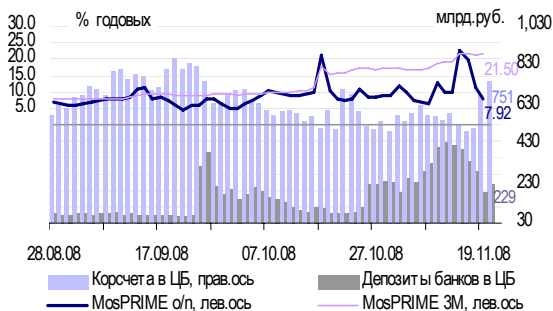
Кривая IRS USD



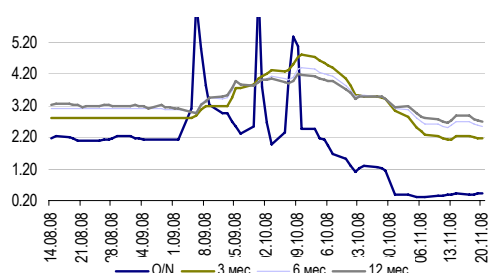
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 10 ноября		Вторник, 11 ноября		Среда, 12 ноября		Четверг, 13 ноября		Пятница, 14 ноября	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка	7.17		7.22		8.18		8.17		8.17	
	объем	91,398.5	102,609.1	83,411.1	91,416.4	153,117.3	83,427.6	150,395.2	153,151.7	147,405.0	150,428.9
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка	7.52		7.53		8.58		8.51		8.48	
	объем	1,962.9	5,734.9	2,615.3	1,963.3	3,266.2	2,615.8	1,871.2	3,267.0	40,912.5	1,871.6
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение										
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв. ставка							11.12.08 6.12			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв. ставка							11.02.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	11.02.09		17.12.08							
	объем предложения	100,000		100,000		38,836		15,500			
	ср.взв. ставка	10.23		9.89							
	ставка отсеч.	9.91		9.50							
	объем спроса размещено	176,335 94,227		58,210 58,210							
Аукцион ЖКО	дата выкупа										
	объем предложения										
	ср.взв. ставка										
	ставка отсеч.										
	объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-7			
	дата выкупа							16.03.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв. ставка							не сост.			
	объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			11.02.09							
	ср.взв. ставка			8.74							
ОФЗ/ГКО	выпуск										
	объем предложения										
	привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	-53,400		-4,100		-23,500		+38,100		-58,100	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+37,400		+83,500		+25,900		-19,000		-11,900	
Итого. прямое репо *	объем	93,361.3	108,344.0	86,026.4	93,379.7	156,383.5	86,043.4	152,266.4	156,418.6	188,317.5	152,300.5

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 17 ноября		Вторник, 18 ноября		Среда, 19 ноября		Четверг, 20 ноября		Пятница, 21 ноября	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв. ставка	8.17		8.26		8.17		8.17			
	объем	178,826.1	147,504.0	193,344.1	178,866.1	186,964.2	193,387.9	166,410.1	187,006.1		166,447.3
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв. ставка	8.47		8.56		8.50		8.50			
	объем	20,290.8	40,941.0	22,644.6	20,295.5	4,684.4	22,649.9	483.0	4,685.5		483.1
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв. ставка объем погашение			8.76 131.1 25.11.08							
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия ср.взв. ставка							18.12.08 6.60			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия ср.взв. ставка							18.02.09 не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	20.05.09		24.12.08						03.12.08	
	объем предложения	150,000		300,000			243,813			550,000	
	ср.взв. ставка	12.99		11.72							
	ставка отсеч.	12.52		10.75						10.50	
	объем спроса размещено	393,889 143,074		181,803 181,803							
Аукцион ЖКО	дата выкупа							03.12.08			
	объем предложения						8,000	8,000			
	ср.взв. ставка							9.25			
	ставка отсеч.							9.10			
	объем спроса размещено							26,076 8,000			
Обратное репо	предлагаемый актив							ОБР-7			
	дата выкупа							16.03.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв. ставка							не сост.			
	объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			1.2008; 18.02.09							
	ср.взв. ставка			8.55; 9.50							
ОФЗ/ГКО	выпуск										
	объем предложения										
	привлеченный объем										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	вид платежа возможный объем	1/2 акцизов, аванс. ЕСН									
Отток (-) / приток (+) на корсчета ЦБ	объем	-30,800		+10,300		+167,800		+72,700		-86,500	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-71,700		-44,300		-105,500		+40,200		+43,400	
Итого. прямое репо *	объем	199,116.9	188,444.9	215,988.7	199,161.6	191,648.7	216,037.7	166,893.1	191,691.6		166,930.5



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@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

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.