

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

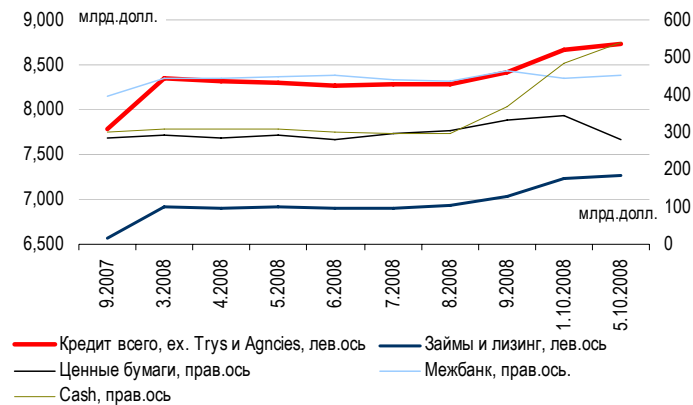
Ловушка для оптимистов. Или пессимистов?

Опять 1%! Этого очень не хотел Б.Бернанке, который всегда был вынужден оглядываться на не самый позитивный опыт своего знаменитого предшественника – ведь именно на слишком либеральную политику А.Гринспена теперь охотно «вешают всех собак». Однако FOMC проголосовал за решение о снижении *snfdrb* на 50 б.п. в полном составе. Что не удивительно.

Инфляция на этот раз была, естественно, упомянута лишь вскользь – ожидается ее снижение. Замечательно, однако, другое: в своем заявлении FOMC сообщает буквально, что данный шаг (снижение ставки на 50 б.п.), вместе с другими «чрезвычайными мерами по поддержанию ликвидности» и проч., должен *со временем* помочь вернуться к умеренному (скромному; *modest*) экономическому росту. Тем не менее, специально подчеркивает ФРС, риски для роста сохраняются. Эксперты отмечают, что это – неожиданно пессимистичное заявление для такого призванного поддерживать оптимизм органа, как Federal Reserve. Следует также отметить, что на депозитах в ФРС (аналог наших депозитов в ЦБ) к моменту принятия решения уже находилось около 280 млрд.долл. – этой суммы избыточной ликвидности вполне хватило бы на то, чтобы держать ставки на низком уровне и без «команды» Fed. Ну, назовем это так: все уже было готово к снижению ставки.

Моментальная критика ФРС совершенно предсказуемо – эти идеи муссировались и ранее – сосредоточилась на двух направлениях: а) это повторение чреватой «пузырями» политики времен Гринспена, б) это – прямая дорога в «ловушку ликвидности» (*liquidity trap*), когда у ФРС, которая, как мы видим из ее заявления, почти не останется в руках инструментов для стимулирования экономического роста, если снижение ставки тоже не поможет. В самом деле, все мыслимое и неммыслимое почти сделано: от ввода в действие специальных инструментов рефинансирования TAF и TARP до валютных свопов теперь уже с ключевыми развивающимися рынками (на которых воспряла Азия). Более того, вскоре после известного пакета в 700 млрд.долл., предназначенного для поддержания финансовой системы и выкупа «плохих бумаг», возможно, будет одобрен пакет гарантий на ипотечные кредиты объемом 500 млрд.долл. («материально» это, правда, означает расходы на уровне 50 млрд.долл.), который наконец-то обращен непосредственно к первоисточнику кризиса – неплатежеспособным конечным заемщикам.

Шаг за шагом кредит в банковской системе начал потихоньку возрастать. В марте 2008 г. объем кредитов, выданных банками США, составлял 9.5 трлн.долл. (с сезонной поправкой), в июне 2008 г. – 9.37 трлн., 15 октября – 9.9 трлн. Впрочем, вот – более подробная картина; особо интересующий нас вид активов представлен темно-синей линией: (см. след.страницу)



Источник: ФРС

Несмотря на заметное на многих финансовых рынках оживление, кое-откуда поступают не слишком приятные новости. Так, например, стоимость аккредитивов для участников внешней торговли сильно возросла, превышая подчас 10% от стоимости контракта, и эти инструменты вообще стало сложно найти в нужное время. Такого рода неприятности приводят к сокращению внешней торговли во всем мире. Это – уже вполне катастрофичное явление, и поэтому срочные меры по размораживанию кредитного рынка, находящегося под давлением кризиса доверия, просто жизненно необходимы. В этой связи свопы ФРС с некоторыми развивающимися рынками, особенно с Ю.Кореей – очень неплохая новость.

Следует отметить, что рост фондовых индексов последнего времени, сопровождаемый другими привычными признаками некоторого оживления аппетита к риску (падение доллара, иены, рост цены нефти и т.п.), не должен, вероятно, придавать инвесторам слишком бурного оптимизма. Предыдущие оживления, сопровождавшие, например, bailout Фанни и Фредди или AIG, были скоротечными и сходили «на нет», как только оказывалось, что это – еще отнюдь не конец игры. И даже не начало конца.

Конечно, ситуация теперь в значительной степени иная, чем несколько месяцев тому назад: объем помощи финансовой системе мира достигает уже 4 трлн.долл., подзабытые международные институты вновь активны, а ФРС проявляет просто чудеса проактивного подхода, открывая, в частности, своп-линии с банками развивающихся экономик (только-только об этом зашла речь – и вот уже конкретные действия). Однако, даже если принять к сведению гипотезу о том, что, если не слишком догматично опираться на прошлый опыт, американским акциям осталось падать не так уж глубоко, потенциал для падения все еще сохраняется, причем, согласно некоторым консервативным гипотезам (построенным на основе изучения истории поведения реального – с учетом инфляции – P/E в период рецессий), это падение может (временно) достичь чуть ли не 30% от текущих значений. А это – очень большой риск.

В любом случае, разворот нефинансового сектора еще даже не просматривается, а единственный не подвергаемый сомнению прошлый опыт показывает, что стабильный рост начинается на финансовых рынках примерно за полгода до «дна» рецессии в реальной экономике. Остается только верить в то, что на сегодня премия за риск в цене акций уже достаточно велика.

В завершение: российские золотовалютные резервы показали на неделе, окончившейся 24 октября, довольно впечатляющее, на первый взгляд, падение: на 30 млрд.долл. Теоретически, едва ли не до половины этого снижения может быть объяснено изменением обменного курса евро/доллар (рост доллара к евро за неделю – около 6%, доля активов в евро в составе резервов – около 45% и т.д., что приводит нас к величине 14.5 млрд.долл.). Впрочем, как мы не раз говорили, ныне задача выявить движение резервов после введения рыночного принципа их оценки стала весьма нетривиальной. Если мы поверим в переоценку на уровне почти 15 млрд., то остальное могло быть очень даже просто продано на рынке спекулянтам, только теперь несколько сбавившим пыл, не столько из-за активности ЦБ, вынужденного все же заботиться о ликвидности, сколько из-за коррекции доллара на forex. Тогда для предполагаемого перевода средств ВЭБу не остается почти ничего или очень мало, и деньги ему, возможно, были перечислены позже. Так или иначе, но в этом падении резервов нет ни большой неожиданности, ни шока. Нормальный результат для не вполне нормальной ситуации.

Характеристики обменного курса рубля

29.10.08	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	27.0979	-0.75	+10.0	+7.3	+16.2
USD ETC Tod	27.0666	-0.86			
USD ETC Tom	27.0342	-0.97			
EURO TOD	34.4259	+0.76	-3.68	-5.4	-6.3
RIBER bid	27.0853	-0.84	9.78	7.05	16.12
ask	27.0907				
Своп TodTom, пилс	66		USD/EUR кросс-курс		1.2719
0.45 EUR + 0.55 USD	30.3783	-0.04	+2.5	+0.3	+3.5

Объем торгов ММВБ

29.10.08	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,500.6	+19.4	1,380	1,408
USD ETC Tom	5,106.1	+26.4	5,018	4,264
ММВБ долл., всего	6,606.7	+24.7	6,398	5,673
EURO TOD	80.9	+50.8	68	56

Курсы мировых валют

	29.10.08	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(.)-%		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2469	1.2469	+0.00	-15.86	-24.77
USD/JPY	96.4	96.420	+0.00	+7.84	+10.90
GBP/USD	1.5586	1.5586	+0.00	-16.07	-26.81
CHF/USD	0.8609	0.8609	+0.00	-6.65	-10.92

Индикаторы рублевой ликвидности

	29.10.08	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	499.4	-44.2		594	653
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	238.8	-8.2		147	136
MosPRIME o/n	8.58		+16	8.90	7.42
MosPRIME 1m	16.34		+13	11.68	8.78
MosPRIME 3m	16.91		-13	12.20	9.41

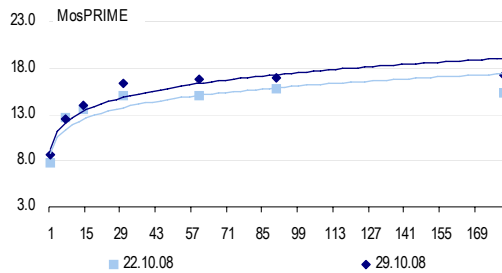
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 29.10.08			Предыдущ.день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	27.7729	4,475	21.7	27.8121	4,867	23.5	-180
1 мес.	27.7815	4,561	23.2	27.8530	5,276	26.4	-320
3 мес.	28.8007	14,753	25.2	28.9329	16,075	27.2	-200
6 мес.	29.6994	23,740	21.1	29.9074	25,820	22.7	-160

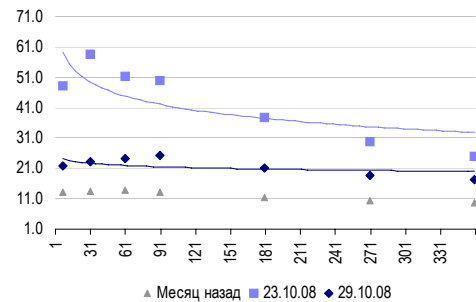
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На	Неделю назад	Изм., б.п.	На	Неделю назад	Изм., б.п.
	29.10.08	назад		29.10.08	назад	
2 года	2.804	2.723	8.1	1.58	1.61	-3
3 года	3.230	3.090	14.0	1.97	1.97	0
5 лет	3.836	3.657	17.9	2.73	2.66	7
10 лет	4.371	4.136	23.5	3.85	3.73	12

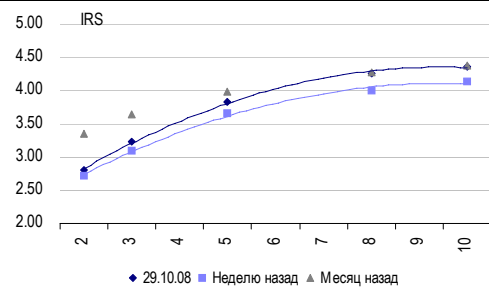
Кривая ставок MosPRIME



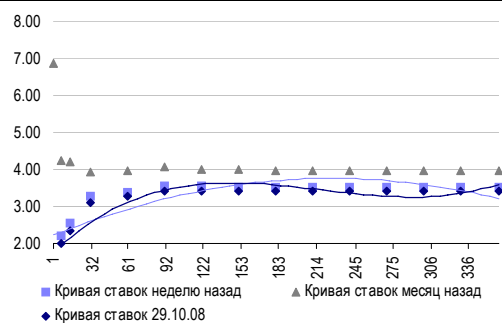
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



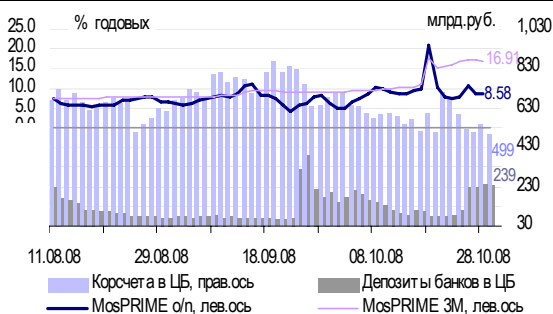
Кривая IRS USD



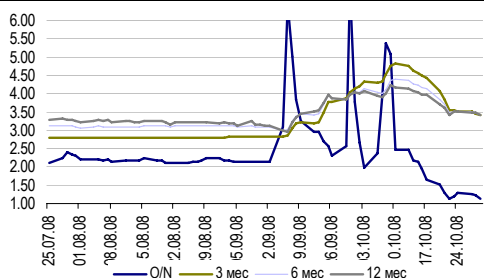
Кривая ставок LIBOR USD



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 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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.