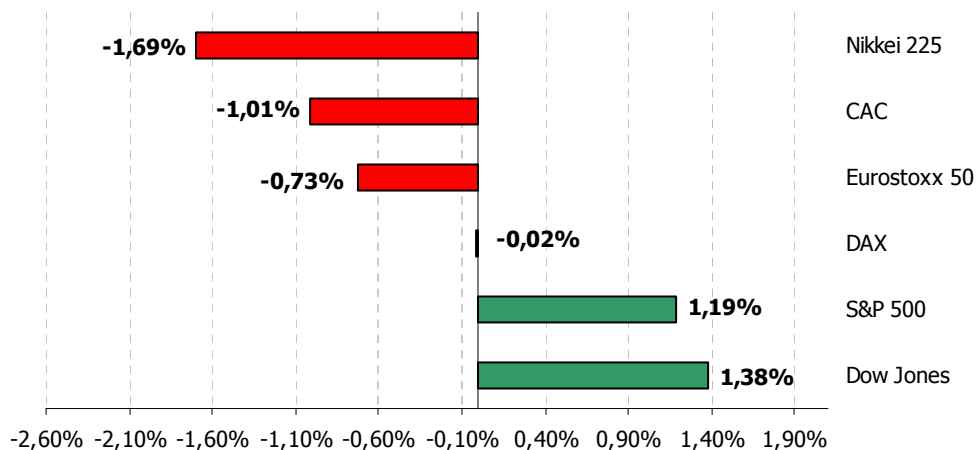


*В фокусе: заседания финансовых властей*

Результаты недели

На прошедшей неделе индексы развитых рынков торговались разнонаправлено. Основное внимание было приковано к ВВП США за второй квартал 2008 года и блоку важных показателей рынка труда и благосостояния населения.

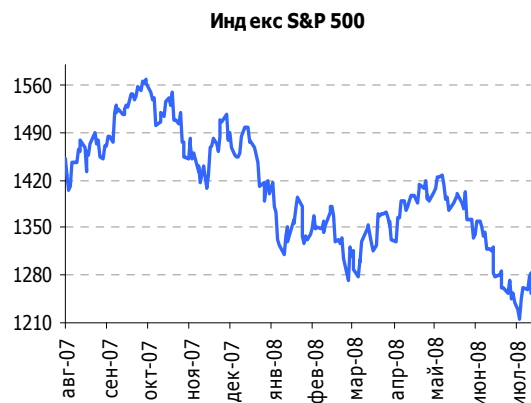
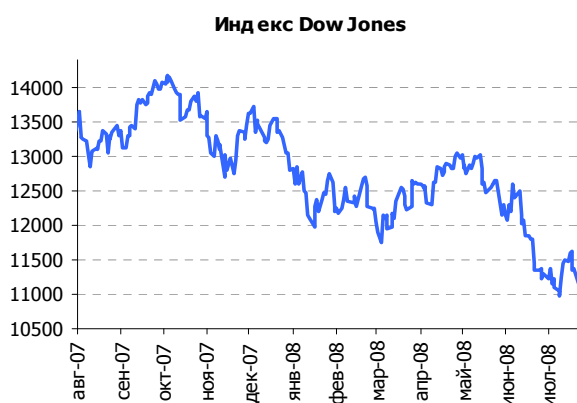
Динамика индексов за неделю (%)



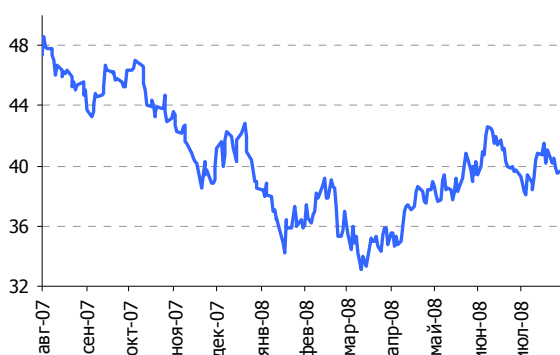
### США

В фокусе внимания инвесторов на прошедшей неделе находился важнейший экономический показатель США – ВВП за второй квартал. Изначально аналитики ожидали, что значение составит 2,3%, хотя сам показатель вырос лишь на 1,9%, чем разочаровал инвесторов.

Динамика индексов американского рынка



**Доходность 10-летних Казначейских Облигаций США**



**Дефицит превысит ожидания**

Дефицит бюджета США в следующем фискальном году (с 1 октября) может составить \$482 млрд, что на \$75 млрд больше, чем прогнозировали ранее. Увеличение разрыва бюджета произошло за счет роста расходов (на \$168 млрд) на стимуляционный пакет населения и продолжение войны в Афганистане и Ираке.

На прошлой неделе Международный Валютный Фонд заявил, что пока конца кризиса не видно и стоит ждать ухудшения, прежде чем наметится разворот. Но МВФ оказался неспособен просчитать реальную глубину кризиса, до последнего настаивая на том, что он не заденет экономику и финансовый сектор. В апреле 2008 года организация оценила потери от финансового кризиса на уровне \$1 трлн.

**Merrill Lynch: выжить, но при этом погубить других**

Merrill Lynch продает проблематичные активы и привлекает \$8,5 млрд.

**Детали**

1. Продажа проблематичных активов подразумевает продажу активов, обеспеченных ипотечными кредитами (CDOs) с целью «подчистить» свой баланс. Списав \$46 млрд за всю историю кризиса, компания хочет избавиться от основных источников потенциальных списаний. Стоимость портфеля CDOs, который будет продан, составляет \$30,6 млрд. Продажа активов на рынке является проблематичной, так как активы обесцениваются изо дня в день: чем дольше активы находятся на балансе банка, тем на больший объем списаний банк себя обрекает. Покупателем части активов станет частная аффилированная компания Lone Star, при этом вся сделка (продажа активов стоимостью \$30,6 млрд) обойдется в \$6,7 млрд, то есть за каждый доллар компания-инвестор заплатит всего 22 цента. Эта же сделка будет профинансирована Merrill Lynch на 75% (более \$5 млрд).
2. Одновременно банк планирует разместить \$8,5 млрд новых обыкновенных акций. Эта мера позволит привлечь новые средства, но при этом «размочет» стоимость существующих акции на 38%. Сингапурская государственная инвестиционная компания Temasek приобретет \$3,4 млрд от суммы новых акции. Temasek уже является одним из крупнейших акционеров Merrill Lynch. Однако в этой сделке есть очень интересный нюанс: Merrill Lynch предоставляет инвестору ценовую протекцию. Например, Temasek купил ранее акции Merrill на \$5 млрд по цене \$48 за акцию. В случае продажи акций Temasek получит те же \$48 за акцию, а продав их на рынке по текущей стоимости, получит на \$21,7 больше от цены покупки (29 июля акции Merrill Lynch закрылись на уровне \$26,3 за акцию) и сможет покрыть свои риски. Это обойдется Merrill еще в \$2,5 млрд.

Еще 750 000 обыкновенных акций приобретет менеджмент банка.

Издержки Merrill Lynch могут также быть связаны с предстоящей оплатой (\$500 млн) услуг страховой компании Security Capital Assurance, которая является гарантом облигаций Merrill. На балансе Merrill Lynch остается еще \$8,8 млрд в обязательствах, обеспеченных долгом. Из них \$7,2 млрд – застрахованы: \$6 млрд страховщиками с высоким рейтингом (по заверениям представителей банка) и \$1,1 млрд компанией MBIA, рейтинг которой был понижен в начале июня.

#### Плюсы:

Положительный эффект от реализации данного плана может быть только в долгосрочной перспективе (под долгосрочной перспективой я подразумеваю как минимум два года). Merrill пытается вычистить свой баланс и начать восстанавливать свой бизнес без лишнего груза. Безусловно, лучше сейчас потратить \$5,7 млрд, чем списать более \$30 млрд в течение двух последующих кварталов. Если Merrill удастся выжить при тех издержках, которые ожидают банк в течение ближайших кварталов в условиях кризиса, то он уже через год снова станет интересен инвесторам.

#### Минусы (возможные риски):

Merrill Lynch может стать примером для всего финансового сектора. У банка, вероятно, получится выжить с возросшими издержками, а многие другие компании и без инвесторов не выживут, и заплатить столько не смогут, чтобы этих инвесторов привлечь. Инвесторы знают, что у них есть возможность купить за 22 цента то, что фактически стоит один доллар. Поэтому инвесторы не заходят рисковать своими средствами за меньшие деньги. Но ведь не каждый банк может себе позволить такое привлечение, которое сейчас реализует Merrill Lynch. На практике, это может усугубить положение некоторых банков.

С точки зрения статистики самым ожидаемым показателем недели стал ВВП США за второй квартал 2008 года. Опубликованное значение оказалось ниже ожиданий аналитиков, что несколько разочаровало участников рынка. Экономика США в период с апреля по июнь выросла на 1,9% при ожидании 2,3%. Основными факторами роста стали выплаченные населению чеки из стимуляционного пакета на сумму \$80 млрд и рост экспорта США.

Второй квартал стал первым кварталом за последние 6 лет, в котором был зарегистрирован самый быстрый рост располагаемых доходов населения. При этом были пересмотрены значения предыдущих показателей. Так, рост ВВП США в первом квартале был пересмотрен на 0,9% (с 1,0%), а ВВП за четвертый квартал 2007 года был пересмотрен до -0,2% (с 0,6%) и является первым кварталом с отрицательным ВВП со времен последней рецессии.

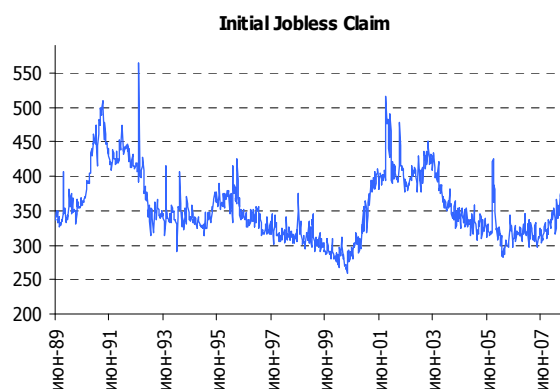
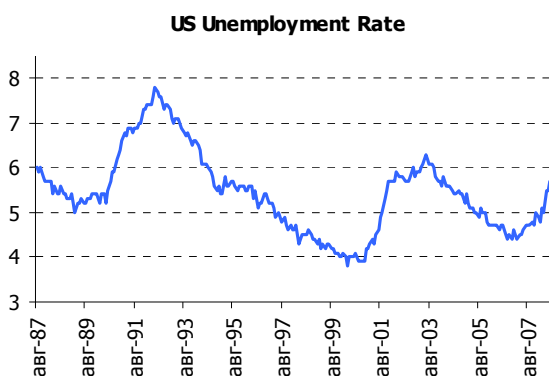
Внутренний спрос, один из ключевых факторов экономики, упал на 0,5%, а импорт снизился на 6,6%.

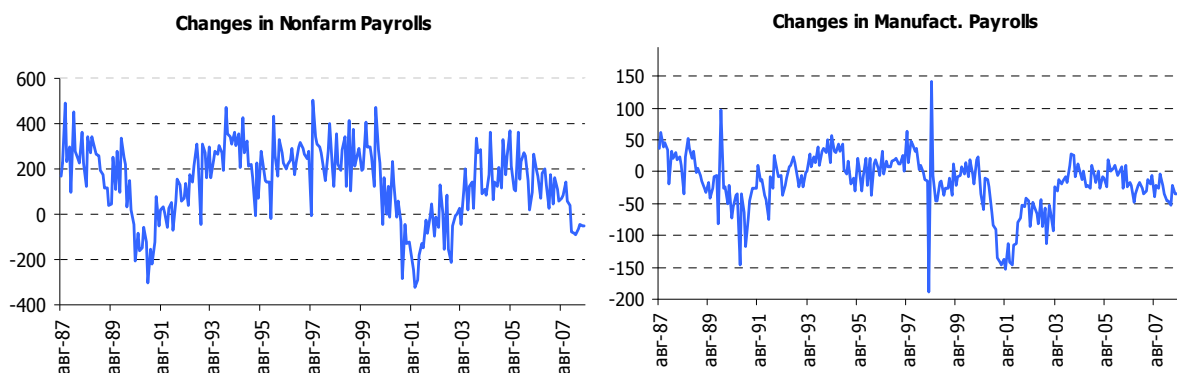
Составляющая ВВП	Изменение (%)	Эффект на ВВП (%)
Продажа товаров, произведенных в США (Главным образом, за счет экспорта)	+3,9	
Реальные располагаемые доходы населения	+11,3	
Реальные потребительские расходы	+1,5	+1,1
Из них:		
- Расходы на товары долгосрочного пользования;	-3	
- Расходы на товары недолгосрочного пользования;	+4	
- Расходы на услуги (самый медленный темп за последние 7 лет)	1,1	
Инвестиции в основной капитал	+2,3	+0,25
Из них:		
Бизнес-инвестиции в строительство	+14,4	
Расходы на оборудование и программы (максимальное снижение за 4 года)	-3,4%	
Инвестиции в рынок недвижимости	-15,6	-0,6
Товарно-материальные запасы	-\$62 млрд	-1,9
Экспорт (максимальный эффект на ВВП с 1980)	9,2	+2,4
Импорт (максимальное снижение с 2001 года)	-6,6	
Государственные расходы	3,4	+0,7
Из них:		
Федеральные расходы	6,7	
Государственные и муниципальные расходы	+1,6	

Безработица-максимум за 4 года

Опубликованные значения показателей рынка труда оказались смешанными. Еженедельные заявки на пособия по безработице достигли уровня 448 тысяч в неделю (с 14 по 20 июля). Уровень безработицы резко вырос до максимального значения с марта 2004 года, составив 5,7%, что опережает прогнозы на 0,2%. На этом фоне показатели изменения рабочих мест в несельскохозяйственном и промышленном секторах оказались лучше ожиданий. Рынок труда по большинству показателей уже находится в рецессии, поэтому незначительные отклонения не стоит расценивать как смену тенденции.

По трем из четырех показателей рынка труда наблюдается устойчивая тенденция роста безработицы





Продление сроков проведения аукциона

Федрезерв объявил о ряде мер, направленных на дальнейшее поддержание уровня ликвидности в банковской сфере. В связи с этим ФРС объявила о некоторых изменениях в мерах по стабилизации состояния финансового сектора:

- ✓ Продление кредитования посредством Primary Dealer Credit Facility (PDLF) и Term Securities Lending Facility (TSLF) до 30 января. Оба вида кредитования были введены в марте, а их доступность должна была истечь в сентябре.
- ✓ Увеличение объема Term Securities Lending Facility (TSLF) на \$50 млрд. Изначально по этому виду кредитования предлагалось \$200 млрд.
- ✓ В дополнение к 28-дневным аукционам Term Auction Facility (TAF) добавляется 84-дневный аукцион (с 11 августа).
- ✓ Увеличение валютных аукционов ФРС совместно с ЕЦБ с \$50 млрд до \$55 млрд.

Расшифровка понятий:

- ✎ Primary Dealer Credit Facility (PDLF) – в традиционном понимании, кредит overnight, предоставляемый первичным дилерам (ограниченное количество банков) в обмен на залог ценных бумаг, которые приемлемы для рынка открытых операций, плюс корпоративные, муниципальные и обеспеченные ипотекой ценные бумаги с инвестиционным рейтингом (т.е. выше C).
- ✎ Term Securities Lending Facility (TSLF) – вид аукциона, по которому первичные дилеры получают от комитета по открытым операциям казначейские ценные бумаги (казначейские векселя, ноты и облигации), предлагая в качестве залога ценные бумаги, в частности обеспеченные ипотечными кредитами с наивысшим рейтингом. Проведение аукциона началось в марте 2008 года и осуществляется на конкурентной основе.
- ✎ Term Auction Facility (TAF) – вид аукционов, доступ к которым предоставляется депозитным институтам. Это традиционный вид аукциона. Изначально кредиты предоставлялись сроком на 28 дней, теперь к текущей схеме добавляются аукционы на 84 дня. С декабря 2007 года аукцион проводится в два раза в месяц, но объем регулируется ФРС (в декабре – 25 млрд, с марта - \$75 млрд)

Оценка действий ФРС

С декабря 2007 до 28 июля 2008 года ФРС предоставил банкам \$1,11 трлн (!): \$885 млрд через обычный вид аукциона Term Auction Facility и \$200 млрд через Term Securities Lending Facility. Помимо этого банки получили \$355 млрд благодаря привлеченным инвестициям. При этом банки списали \$476 млрд, то есть фактически за каждый списанный доллар компании финансового сектора получили три доллара свежих средств.

Банкам оказалось недостаточно поддержки ФРС в течение семи последних месяцев для восстановления своих балансов. Продление аукционов ФРС дает банкам еще 6 месяцев, возможно, не в последний раз. За этим ходом ФРС можно вновь разглядеть реальность – в ближайшие 6 месяцев банки будут нуждаться в дальнейшем финансировании и поддержке ФРС, и улучшения ждать не стоит.

Федрезерв продолжает применять все тот же подход: ранее для поддержки рынка ФРС использовала учетную ставку, делая кредиты более доступными для банков. Однако снижение ставки привело к росту инфляционного давления, да и сама ставка была снижена настолько, насколько позволял ее уровень (с 5,25% до 2% за 9 месяцев). Очевидно, использование этого инструмента себя исчерпало. Впредь ФРС перейдет на аукционы и будет использовать их до тех пор, пока будет продолжаться кризис финансового сектора.

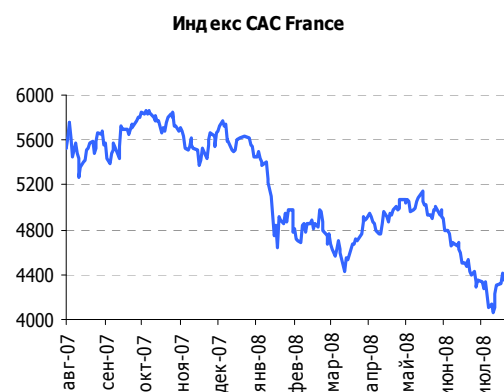
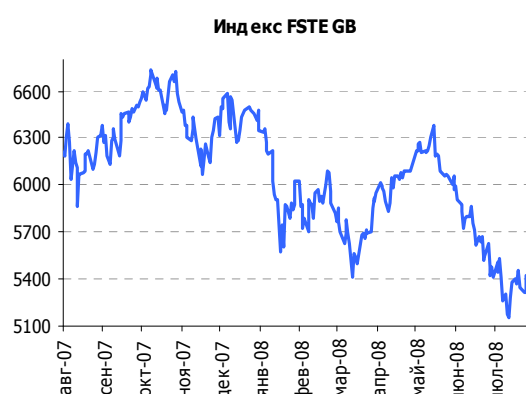
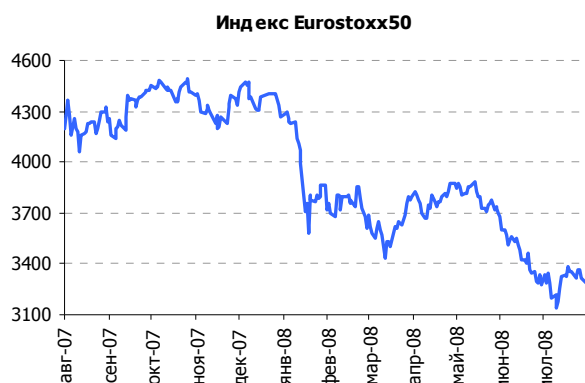
**Реакция рынка** Новость о продлении кредитования банков Федрезервом была воспринята положительно, как и следовало ожидать. Инвесторы получили от ФРС важный психологический посыл, а в текущей ситуации особенно важна концентрация положительных новостей об участии финансовых властей США: принятие законопроекта о рынке недвижимости, продление аукционов для банков и спасение Freddie Mac и Fannie Mae. На ближайший месяц это может оказать поддержку фондовому рынку США, именно ту, которую мы наблюдали в конце марта (введение новых видов аукционов Primary Dealer Credit Facility и Term Securities Lending Facility, спасение Bear Sterns и законопроект, направленный на поддержание потребления США). История вновь повторяется, но с новыми названиями.

При этом стоит обратить внимание на то, что положительная реакция рынка постепенно сходит на нет. Аналогичную ситуацию мы наблюдали при снижении учетной ставки и позже, в связи с мартовскими событиями.

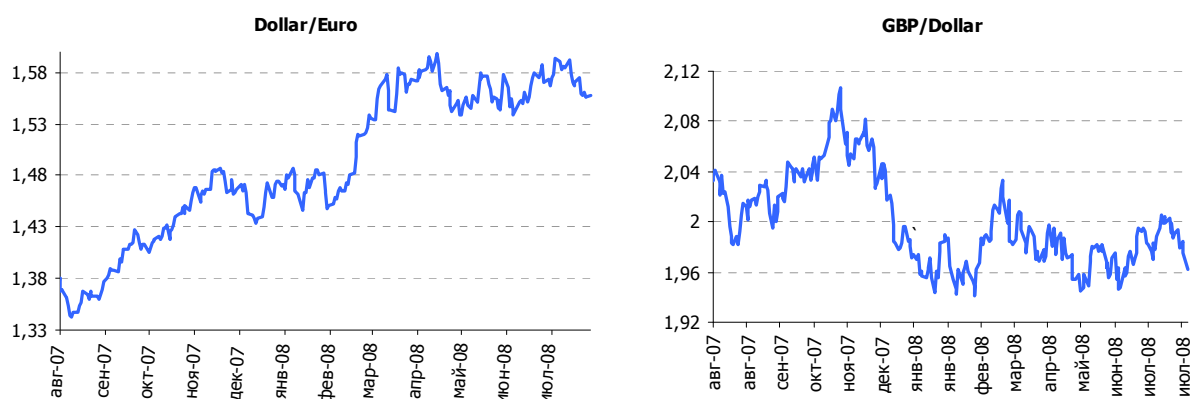
## Европа

Индексы европейских площадок находились в разнонаправленной динамике, следуя за внешними факторами.

**Динамика индексов европейского рынка**



Динамика основных пар валютного рынка



Из корпоративных новостей, в фокусе внимания участников рынка оказался отчет Deutsche Bank, доход которого снизился на 64%, составив 649 млрд евро или 1,27 евро на акцию, после дохода в размере 1,78 млрд евро или 3,6 евро на акцию в аналогичном периоде 2007 года. Во втором квартале 2008 года банк списал 2,3 млрд евро (или \$3,6 млрд).

В Еврозоне уровень инфляции – максимум за 16 лет!

Инфляция Еврозоны в июне составила 4,1%, оказавшись на максимальном уровне за последние 16 лет. Год назад аналитики предполагали, что уровень инфляции удастся сдержать на уровне 2%.

Цены на дома в Великобритании и за год потеряли 30%

Цены на недвижимость Великобритании снизились до уровня 1991 года, а потребительская уверенность находится на минимальном уровне за последние десять лет. Темпы роста промышленный сектор замедлился до минимального уровня за последние 12 лет, подтверждая приближение экономики Великобритании к рецессии.

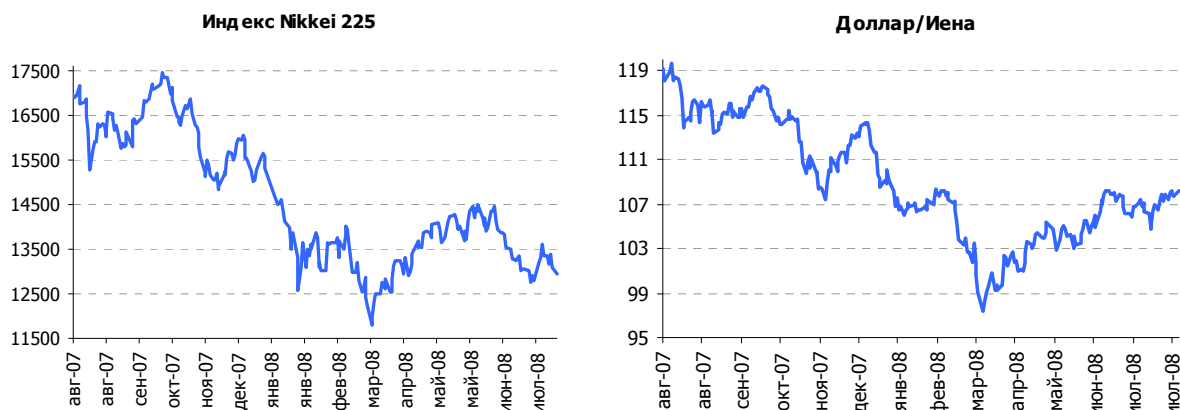
Доход HSBC во втором квартале сократился на 29%, показав самый низкий тем роста с 2001 года. Основной причиной снижения стали вложения в ценные бумаги американского рынка, обеспеченные ипотечными кредитами.

Показатель бизнес-климата Еврозоны в июле снизился до уровня сентября 2005 года, составив 0,21 пункт. При этом потребительская и экономическая уверенность демонстрируют дальнейшее снижение уровня доверия. Уровень безработицы Еврозоны в июне составил 7,3% при ожидании 7,2%, а значение показателя потребительских цен выросло относительно прошлого месяца и составило 4,1%.

## Япония

Японский рынок на протяжении прошедшей недели находился преимущественно в снижении на фоне внутренних негативных новостей и влияния внешних факторов.

Динамика индексов японского рынка



Уровень безработицы Японии в июне вырос до 4,1%, оказавшись на максимальном уровне с сентября 2006 года. Коэффициент покрытия рабочих мест в июне опустился до 0,91. Это значит, что на каждого из 100 человек, которые ищут работу, приходится лишь 91 место, в то время как еще месяц назад этих мест было 92.

Промышленное производство Японии в июне оказалось хуже ожиданий, снизившись до 2%, минимального уровня с 2006 года.

## Предстоящая неделя

В фокусе комментарии финансовых властей.

Предстоящая неделя окажется насыщенной преимущественно комментариями финансовых властей, так как в ближайшие дни состоятся заседания сразу трех банков – Федерального Резерва, Банка Англии и ЕЦБ.

Мы не ожидаем изменений в денежно-кредитных политиках центральных банков, но отдаем предпочтение комментариям представителей финансовых властей. Вероятно, что ни представители Федерального Резерва, ни ЕЦБ, ни Банка Англии не рассматривают возможность изменения учетных ставок в ближайшие месяцы, однако их оценка текущей ситуации может привлечь внимание инвесторов.

Предстоящие события

Дата	Время мск	Событие	Текущая ставка	Ожид	Степень важности (0-3)
05.08.2008	22:00	Заседание Федеральной Резервной Системы	2,0%	2,0%	3
07.08.2008	15:00	Заседание Банка Англии	5,0%	5,0%	1
	15:45	Заседание Европейского Центрального Банка	4,25%	4,25%	2

Представители ФРС сконцентрируют внимание на усилиях, предпринятых в ходе последнего месяца. Спасение государственных ипотечных компаний, продление сроков аукционов и принятие законопроекта о рынке недвижимости в краткосрочной перспективе может способствовать стабилизации на рынках и смягчению глубины экономического замедления. Г-н Бернанке может подчеркнуть, что Федрезерв на многое готов ради стабилизации рынков, это также оказывает положительное влияние на экономическое состояние.

Однако сейчас риски инфляции находятся на одном уровне с рисками замедления экономики, и здесь в последний месяц наблюдается относительное затишье, связанное с коррекцией цен на нефть. В среднесрочной перспективе это может несколько смягчить инфляционное давление и снизить риски инфляции, как для экономики США, так и для Еврозоны.

Важнейшая статистика США предстоящей недели

Дата	Время	Показатель	Период	Ожид.	Пред.	Ед. изм.
04.08.2008	16:30	Личные доходы	июн	-0,2	1,9	%
	16:30	Личные расходы	июн	0,5	0,8	%
	16:30	Очищенные личные расходы на потребление	июн	0,2	0,1	%
	18:00	Фабричные заказы	июн	0,7	0,6	%
05.08.2008	18:00	Индекс деловой активности непромышленного сектора	июл	48,0	48,2	пункт
06.08.2008	16:30	Первичные обращения за пособиями по безработице	3-авг	413	448	тыс.
	16:30	Всего обращений за пособиями	27-июл	-	3 282	тыс.
08.08.2008	16:30	Производительность несельскохозяйственных секторов	2 кв	2,6	2,6	%
	16:30	Стоимость единицы выпущенной продукции	2 кв	1,2	2,2	%
	18:00	Оптовые запасы	июн	0,6	0,8	%

Важнейшая статистика Еврозоны предстоящей недели

Дата	Время	Показатель	Период	Ожид.	Пред.	Ед. изм.
04.08.2008	12:30	Индекс уверенности инвесторов	авг	-	-9,3	%
	13:00	Индекс цен производителей	июн	0,9	1,2	%
05.08.2008	12:00	Индекс ожиданий менеджеров по закупкам сектора услуг	июл	48,3	48,3	%
	12:00	Индекс ожиданий менеджеров по закупкам (совокупный)	июл	-	47,8	%
	13:00	Розничные продажи	июл	-0,6	1,2	%

Мы советуем обратить внимание на предстоящий отчет Freddie Mac.

Совсем недавно Федрезерв спас компанию от фактического банкротства, и поэтому сейчас его отчет окажется показательным для инвесторов.

Расписание отчетов

Рынок	Дата	Время мск	Компания	Ожид. (EPS-\$/акцию)	Пред. (EPS-\$/акцию)	Степень важности (0-3)
США	06.08.2008	До отк	Freddie Mac	-0.56	1.02	3
		После	AIG	0.74	1.77	2
	08.08.2008	-	MBIA	-1.22	1.57	1
Еврозона	06.08.2008	09:00	BNP Paribas	2.02		1
		-	Commerzbank	0.47		0
	07.08.2008	09:00	Allianz SE	3.25		0
		-	Barclays	0.24		1
	08.08.2008	-	Royal Bank of Scotland	0.15		0

**ООО «АТОН»**

105062, Россия, Москва, ул. Покровка, д. 27, стр. 6  
Тел.: (495) 777-88-78  
web-адрес: [www.aton-line.ru](http://www.aton-line.ru)

**Департамент по работе с клиентами****Андрей Циренин**

Директор департамента по работе с клиентами  
[open@aton-line.ru](mailto:open@aton-line.ru)  
(495) 777-88-73

**Аналитическое управление****Андрей Верников**

Начальник аналитического управления, стратегия,  
«Газпром»  
[Andrey.Vernikov@aton-line.ru](mailto:Andrey.Vernikov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2640

**Илья Ильин**

Долговой рынок  
[Ilya.Ilyin@aton-line.ru](mailto:Ilya.Ilyin@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2641

**Вячеслав Буньков**

Нефтегазовый сектор  
[Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru](mailto:Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2642

**Андрей Бутенко**

Электроэнергетический сектор  
[Andrey.Butenko@aton-line.ru](mailto:Andrey.Butenko@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2643

**Инга Фокша**

Макроэкономика, западные рынки  
[Inga.Foksha@aton-line.ru](mailto:Inga.Foksha@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2644

**Наталья Выгодина**

Технический анализ  
[Natalia.Vigodina@aton-line.ru](mailto:Natalia.Vigodina@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2645

**Труфанов Андрей**

Ассистент аналитика  
[Andrey.Trufanov@aton-line.ru](mailto:Andrey.Trufanov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2677

**Евгений Носов**

Технический анализ  
[Eugenyi.Nosov@aton-line.ru](mailto:Eugenyi.Nosov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2646

**Ксения Аношина**

Аналитик по общей ситуации на рынке,  
потребительский сектор  
[Kseniya.Anoshina@aton-line.ru](mailto:Kseniya.Anoshina@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2647

**Елена Шишкина**

Развивающиеся, товарные рынки  
[Elena.Shishkina@aton-line.ru](mailto:Elena.Shishkina@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2648

**Денис Попов**

Банковский сектор, денежный рынок, российская  
макроэкономика  
[Denis.Popov@aton-line.ru](mailto:Denis.Popov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2649

**Ирина Скворцова**

Телекоммуникационный сектор  
[Irina.Skvortsova@aton-line.ru](mailto:Irina.Skvortsova@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2675

**Ольга Митрофанова**

Металлургический сектор, машиностроение  
[Olga.Mitrofanova@aton-line.ru](mailto:Olga.Mitrofanova@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2676

**Паплинов Роман**

Ассистент аналитика  
[Roman.Paplinov@aton-line.ru](mailto:Roman.Paplinov@aton-line.ru)  
(495) 777-88-78 доб. 2679

© ООО «АТОН», 2008. Все права защищены. Несанкционированное распространение, копирование и изменение настоящего документа, полностью или частично, в отсутствие письменного разрешения ООО «АТОН» запрещено.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительно частным суждением специалистов ООО «АТОН» и носит справочный вспомогательный характер. Любые инвестиции в объекты, упоминаемые в настоящем документе, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или неприемлемыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об инвестировании в какие-либо ценные бумаги или иные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе, необходимо обладать значительными знаниями и опытом в финансовых операциях, в вопросах оценки преимуществ и рисков, связанных с инвестированием в тот или иной финансовый инструмент. ООО «АТОН» не несет ответственности за любые убытки, возникшие вследствие использования содержания настоящего документа в практической деятельности, а также за достоверность любой информации из внешних источников, правомерно использованной в составе настоящего документа, и любые последствия использования этой информации.