

В выпуске:

Россия

- Банк России понизил ставку рефинансирования на 25 б.п. до 7,75%, - оказав медвежью услугу российскому бизнесу
- Денежный рынок хранит молчание...

Мир

- Ставки 3M Libor достигли максимума с июля 2009 г.
- Fitch подтвердило свершившийся факт и снизило кредитный рейтинг Испании до AA+
- EUR/USD тестирует новое дно - 1,2144, и это не предел...

Россия

- Банк России понизил ставку рефинансирования на 25 б.п. до 7,75%, - оказав медвежью услугу российскому бизнесу

ЦФ РФ принял решение снизить ставку рефинансирования, а также остальные ставки размещения и привлечения средств на 25 б.п. с 1 июня 2010 г. Исключением стало более сильное снижение (на 50 б.п.) депозитной ставки на неделю – до 2,75%, а также сохранение на текущем уровне 2,5% ставки однодневного депозита. Снижение ставки стало уже четвертым за этот год и давно ожидалось рынком. Однако наряду с традиционным обоснованием своих действий – замедляющейся инфляцией – денежные власти указали на обеспокоенность нестабильностью «внешнеэкономической конъюнктуры» и «неустойчивость наметившегося восстановления кредитной активности и экономического роста». На наш взгляд, курс Банка России на снижение процентных ставок единственно верен в сложившихся макроэкономических условиях.

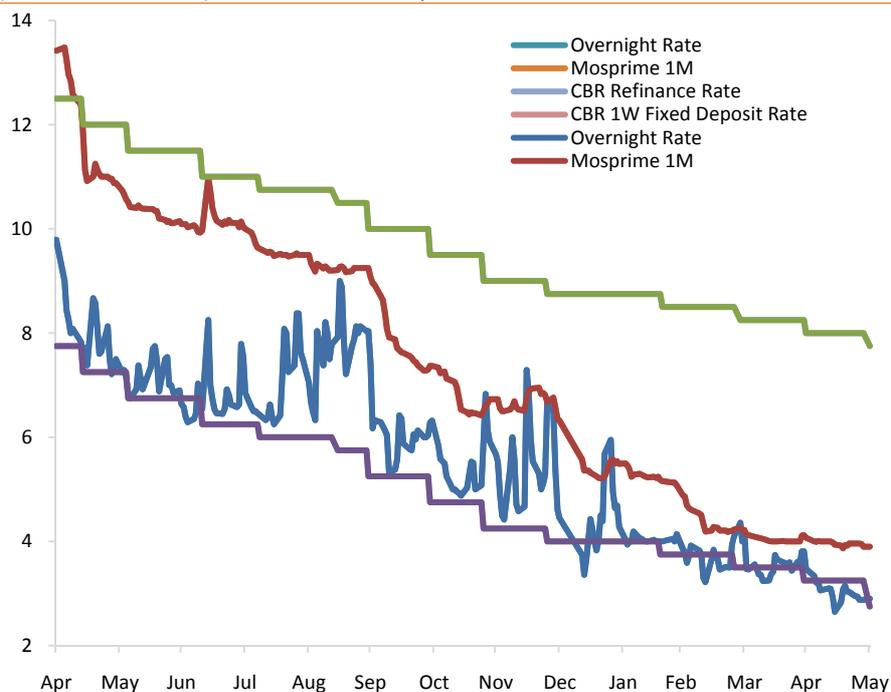
Вместе с тем, в тотальном снижении ставок ЦБ мы видим и значимые недостатки, создающие проблемы как для финансовой системы в целом, так и для корпораций.

1. На наш взгляд, является ошибочным очередное снижение ставок по ломбардным аукционам и прямому РЕПО до 5%, а также снижение ставок по депозитам, что создает предпосылки для возникновения «пузыря» на долговом рынке и увеличивает переток ликвидности от залогового кредитования в сторону более рискованного рынка облигаций. Банки используют ломбардные аукционы и РЕПО ЦБ РФ в качестве «кредитного плеча» для повышения доходности своих портфелей облигаций. Мы считаем, что проводимое снижение ставок по этим инструментам противоречит долгосрочным планам Банка

России по наращиванию кредитования и увеличивает рыночные риски банковской системы в целом.

2. Планомерное снижение ставки рефинансирования на фоне существенно более медленного снижения ставок по кредитам для средних российских предприятий несет негативный эффект для бизнеса в рамках существующего налогового учета. Предприятия могут относить на себестоимость проценты по рублевым кредитам, ставка по которым превышает ставку рефинансирования не более, чем на 10%. Таким образом, после последнего понижения ставка по кредитам для целей налогового учета не должна превышать 8,53% годовых. Возникает риторический вопрос, много ли в России предприятий, занимающих в рублях под столь низкую ставку, и есть ли банки, которые готовы массово обеспечивать кредитование под такой процент? Таким образом, теоретически уменьшая процентную нагрузку на экономических субъектов, государство фактически увеличивает налоговый пресс, перераспределяя «сэкономленные» средства от банков в пользу бюджета за счет искусственного увеличения налога на прибыль.
3. Еще одним негативным следствием снижения рублевых ставок является, как ни парадоксально, рост привлекательности валютных кредитов. Согласно налоговому законодательству, предприятия могут относить на себестоимость проценты по валютным кредитам, ставка по которым не превышает 15%. Такие налоговые «диссонансы» в законодательстве толкают предприятия на авантюры с привлечением валютных кредитов и принятие валютного риска даже в случае сопоставимого уровня процентных ставок в рублях и отсутствия валютной выручки.

Динамика ставок ЦБ РФ и денежного рынка



- *Денежный рынок хранит молчание...*

Буря, бушующая на денежном рынке в Европе и США, пока еще не затронула Россию. В течение мая ставки МБК находились на сравнительно низком уровне, практически «не замечая» мировых событий. Остатки средств на корсчетах и депозитах в ЦБ остаются высокими, указывая на избыток ликвидности в банковском секторе. Банки осторожно наращивают кредитование экономики, сохраняя значительные резервы ликвидности на своих балансах, что обусловлено низким качеством кредитных портфелей большинства финансовых организаций.

Решение ЦБ РФ о снижении ставок по депозитным операциям окажет давление на ставки денежного рынка, которые опустятся к обозначенным ЦБ уровням 2,5-2,75%, однако это не принесет большой радости никому. Банки недополучат доходы от размещения, однако это вряд ли позволит им существенно увеличить аппетит к риску и направить деньги в более долгосрочные активы. Наибольшим эффектом от решения ЦБ будет рост вложений в инструменты банка России (ОБР), краткосрочные (до года) ОФЗ и облигации квазисуверенных компаний.

Российский рынок достаточно хорошо защищен от влияния внешних факторов благодаря отлаженному механизму рефинансирования, однако, в случае падения цен на нефть Brent существенно ниже 70 долл. и сохранения их на этом уровне в течение нескольких недель, чувствительность денежного рынка к внешней конъюнктуре увеличится и возникнет риск как роста ставок, так и ослабления валютной корзины.

График. Brent vs basket/RUB

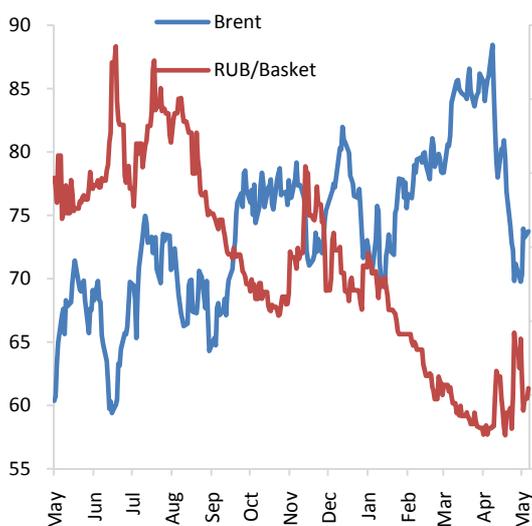
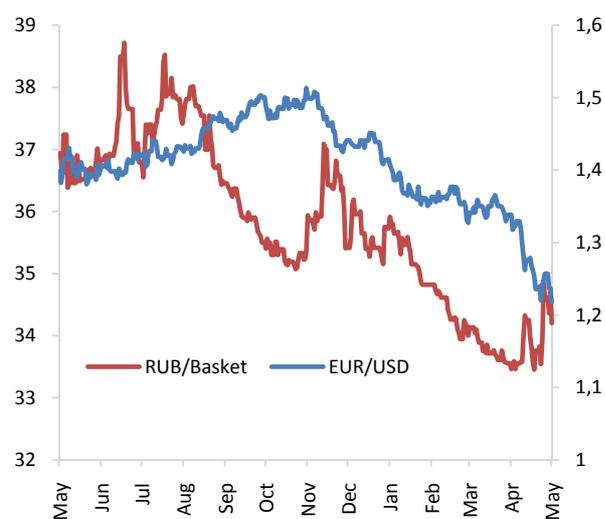


График. USD/RUB vs basket/RUB



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Мир

- *Ставки 3M Libor достигли максимума с июля 2009 г.*

Сильный рост ставок Libor на денежном рынке и всплеск волатильности (VIX) до максимальных значений (45,8 п., 20/05/10) с апреля 2009г. – вероятно, завершающий аккорд периода «благоденствия» и сверхдешевых денег в мировой экономике.

По итогам мая, 3MLibor вырос на 20 б.п. (или 57%) до 0,54%, вернувшись к уровню конца апреля 2010 г. При этом стоимость денег в Европе 3MEURLibor лишь незначительно увеличилась. Расхождение динамики стоимости денег в евро и долларах наводит на мысль, что именно рынок долларовой ликвидности стал ключевым фактором, повлекшим майские перипетии на финансовых рынках. Проблемы еврозоны на этом фоне являются важным поводом, но не

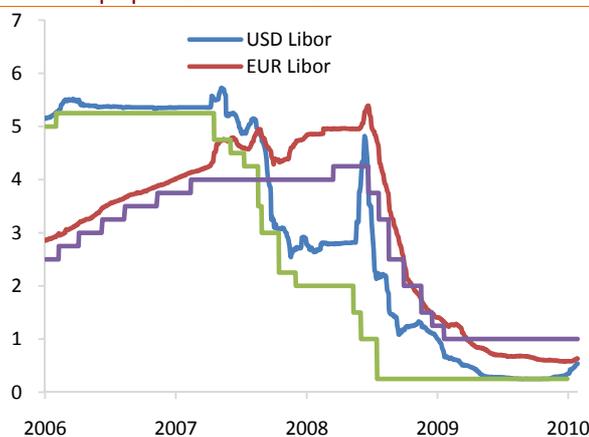


причиной «бурления» рынков. В противном случае мы бы увидели резкий взлет стоимости EURLibor, однако 3MEURLibor вырос за май только на 3 б.п. до 0,63%.

Также мы видим причину происходящих событий в существенно большей обеспеченности европейской экономики деньгами, нежели экономики США. Краткосрочные рыночные процентные ставки в Европе находятся на существенно более низком уровне, чем ставки ЕЦБ, что подтверждает высокую устойчивость банковского сектора Еврозоны вне зависимости от политических передряг и проблем с бюджетным дефицитом. В то же время, долларские краткосрочные ставки более чем в два раза превышают ставку Федеральных Фондов (Fed Rate), указывая на сохраняющиеся проблемы в банковском секторе США и высокую зависимость от кредитов ФРС.

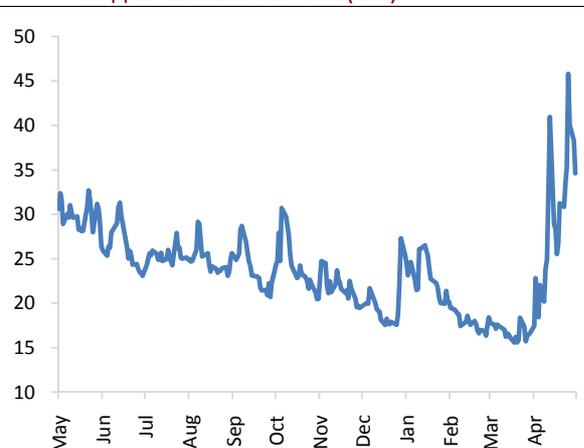
Мы полагаем, что Libor временно стабилизируется на достигнутых уровнях в июне, однако последствия роста ставки будут оказывать давление на мировые финансовые рынки еще долго. По оценкам Bloomberg, к ставке 3M Libor привязаны активы на сумму около 360 трл. долл.; таким образом, даже при сохранении ставки на текущем уровне заемщики будут вынуждены заплатить на 1,26 трлн. долл. больше (оценка МДМ Банка) в годовом выражении по сравнению с мартом 2010 г.

График. Libor3M vs EURlibor3M



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Индекс волатильности (VIX)



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

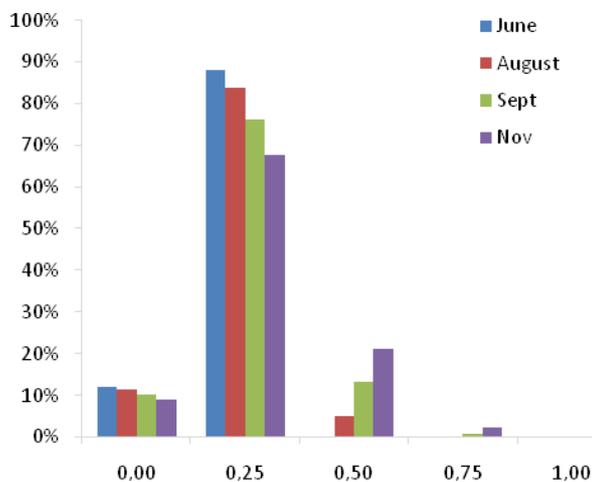
Майские потрясения на всех без исключения финансовых рынках в значительной степени связаны с ожидаемым снижением предложения ликвидности со стороны ФРС США. Денежные власти США вполне обоснованно считают избыточную ликвидность главным виновником нестабильности и возрастающих колебаний на финансовых рынках, и сжатие ликвидности уже не за горами. В результате проводимой экспансионистской политики, ФРС превратился из кредитора «последней инстанции», к которому обращаются в крайнем случае, в основного «спонсора», стимулирующего спекулятивный рост активов.

На наш взгляд, плавный отход от экспансионистской политики будет проводиться в первую очередь путем ограничения перечня инструментов, под залог которых финансирует банки Федеральный Резерв, и продажи купленных ранее активов. Эту позицию занимает как Бен Бернанке, обозначивший в своем февральском выступлении необходимость возврата к политике стимулирования денежного предложения только за счет казначейский обязательств, так и глава ФРБ Сент-Луиса Джеймс Буллард, заявивший еще 26 марта 2010г, после завершения программы выкупа проблемных активов (TARP), о необходимости продажи купленных ФРС активов. На этом фоне, риск негативного влияния собственно увеличения ставки Федеральных фондов на экономический рост и состояние финансовых рынков чрезмерен и вряд ли будет осуществлен до IV квартала 2010г согласно ожиданиям участников.

С другой стороны ЕЦБ не только не собирается в ближайшее время снижать темпы проводимой

экспансионистской политики, но и расширяет ее за счет программы выкупа обязательств корпораций и стран еврозоны, испытывающих бюджетные затруднения.

Вероятность изменения ставок в США



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Прогноз повышения ставки ФРС по опросам Bloomberg

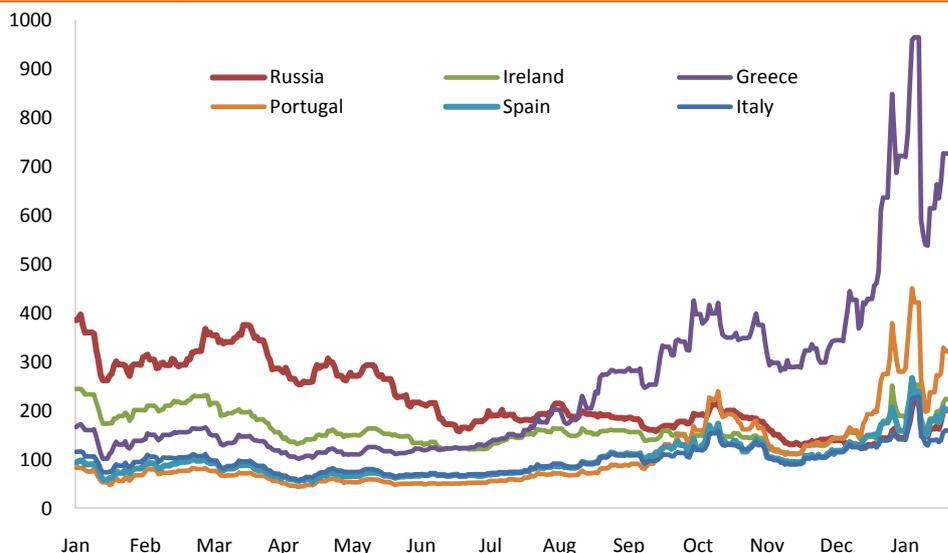
Период	2 кв. 2010	3 кв. 2010	4 кв. 2010	1 кв. 2011
Ставка ФРС	0,25%	0,25%	0,5%	0,75%

Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

- *Fitch подтвердило свершившийся факт, снизив кредитный рейтинг Испании до AA+*

FITCH последним из рейтинговых агентств понизило рейтинг Испании на одну ступень до AA+, что повлияло на продажи EUR/USD и фиксацию прибыли на фондовых рынках перед выходным днем в США и Великобритании. Однако, за внешним шумом, событие давно уже было заложено участниками в цены активов, на что указывает вялая реакция CDS5Y Испании, даже подешевевших по итогам мая до 210 пунктов. Реальное положение экономики Испании и накал страстей по поводу её состояния, на наш взгляд, сильно разнятся. Учитывая достаточно устойчивое положение Испанской экономики (уверенное восстановление промышленного производства и положительный рост ВВП), мы полагаем, что стоимость финансовой страховки (CDS) на испанские долги снизится до уровня начала мая - 160 б.п.

Динамика CDS стран PIIGS



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

- *EUR/USD тестирует новое дно -1,2144, и это не предел...*

Май был наполнен испытаниями для единой европейской валюты. Беспокойство инвесторов относительно устойчивости экономик стран еврозоны одновременно с ростом долларовых ставок Libor обвалили Евро/доллар до минимального с июня 2006 г. уровня. Выплата текущих обязательств по долгам Греции и создание европейского фонда взаимопомощи объемом EUR750 млрд. не смогли остановить тенденцию к снижению евро. Начинает набирать вес мнение о том, что проблемные страны еврозоны будут вынуждены реструктурировать свои обязательства вследствие несбалансированности их экономик и слабого экономического роста, что увеличит риски вложений в их суверенные долги. Хотя это мнение имеет под собой твердую почву, на наш взгляд, объем сформированного фонда достаточен, чтобы обеспечить необходимую этим странам поддержку.

Технически валютная пара приблизилась к многолетнему уровню сопротивления 1,21, и с высокой вероятностью спекулянты могут усилить атаки на этот уровень. Однако мы полагаем, что центральные банки в случае спекулятивной атаки проведут скоординированную серию валютных интервенций. В противном случае, пара евро/доллар может снизиться до 1,15-1,13 в ближайшие месяцы.

Динамика EUR/USD, месячный график



Источник: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

 Константин Рогов
 Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг

 Виниченко Илья
 Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

Продажи долговых инструментов

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Роберто Пеццименти	+7 495 787 94 52

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
------------------	------------------------------

Операции РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
Илья Ненайденко	Ilya.Nenaidenko@mdmbank.com

Операции с векселями

Ларин Андрей	Andrey.Larin@mdmbank.com
--------------	--------------------------

Торговля и продажи на рынке акций

Хусаинов Альберт	Albert.Khusainov@mdmbank.com
Ромодин Максим	Maxim.Romodina@mdmbank.com
Семенов Артур	Artur.Semenov@mdmbank.com
Ворожейкина Анастасия	Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

Брокерское обслуживание

Ильина Анна	Anna.Ilina@mdmbank.com
Бердин Игорь	Igor.Berdin@mdmbank.com

Начальник департамента по работе на финансовых рынках

 Тураев Сергей
 Sergey.Turaev@mdmbank.com

МБК

	Рубль/доллар	FX (твердые валюты)	Деривативы
Киквидзе Давид	Михаил Сполохов	Оборин Владислав	Янукевичус Михаил
David.Kikvidze@mdmbank.com	Mikhail.Spolokhov@mdmbank.com	Vladislav.Oborin@mdmbank.com	Michail.Janulevicius@mdmbank.com

Аналитическое управление

Михаил Зак	Mikhail.Zak@mdmbank.com	Начальник аналитического управления Анализ рынка облигаций Анализ рынка акций	+7 495 795 2521 доб. 2410
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com		
Дмитрий Конторщиков	Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com		

Редакторская группа

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.

© 2010, 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, опубликовывать, 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.