

24 ноября 2008 ПОНЕДЕЛЬНИК

## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Владимир Малиновский  
v.malinovskiy@kf.ru

### Новый антикризисный пакет: стимулируем инвестиции и потребление

Пока буксует кредитование реального сектора через банковскую систему, правительство решило помочь компаниям тем способом, который позволяет им обойтись без привлечения посредников. Основой нового пакета стало снижение на 4 процентных пункта федеральной части ставки налога на прибыль. Кроме того, теоретически на столько же смогут понизить налог и субъекты РФ, в той части, которая приходится на отчисление в региональные бюджеты. Впрочем, многие ли областные администрации решатся на такой шаг в условиях прогнозов общего сокращения доходной базы в следующем году, остается под вопросом. Очевидно, что снижая налог на прибыль, государство рассчитывает, что таким образом удастся стимулировать рост инвестиций за счет собственных средств предприятий в условиях, когда внешнее финансирование инвестпрограммы затруднено. Эффект от снижения ставки планируется в размере порядка 400 млрд рублей – на столько похудеет федеральный бюджет в 2009 году, в то же время наверно не стоит ожидать, что объем инвестиций увеличится на сопоставимую величину.

Вторая часть налоговых послаблений касается физических лиц – до 2 млн рублей увеличен налоговый вычет при покупке жилья (причем имеет обратную силу, распространяется с 01.01.2008г.), кроме того увеличено пособие по безработице. Данные меры направлены, в части вычетов, на некое стимулирование приобретения жилья и частично увеличения потребления со стороны тех, кто уже приобрел квартиру с начала текущего года. Что касается пособия – видимо исходя из текущей тенденции об увеличении сокращений и прогнозов сохранения ее в ближайшей перспективе.

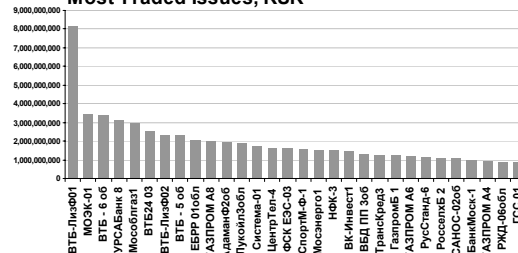
Кроме того, принимается еще ряд более адресных мер, направленных на поддержку ВПК и выкупа квартир у застройщиков.

### ВЭБ продолжает тратить гос средства на фондовом рынке, но не в облигациях

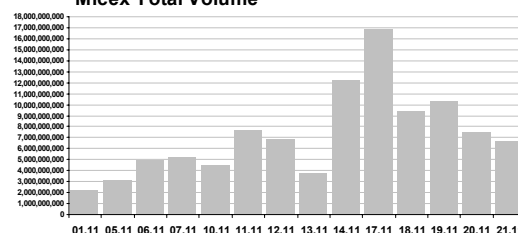
Объем средств, инвестированных ВЭБом в российский фондовый рынок, согласно комментариям, уже составил 90 млрд рублей. Стоит отметить, что на облигационном рынке, поддержки банка особо не отмечается, что возможно связано с тем, что значительных ценовых колебаний в последнее время не происходило, и соответственно в ней просто не было необходимости. В отличие от долгового сегмента, на акциях выход ВЭБа с покупками, в результате которых котировки бумаг, как правило, практически полностью отыгрывают дневное падение, отмечается практически ежедневно.

Уже потрачено более половины выделенных ресурсов, и, надежды на бурный ценовой рост облигаций, вызванный госпокупками, тают на глазах. Скорее всего, в лучшем случае, можно надеяться на биды ВЭБа в голубых фишках, да и только при условии, что падение котировок в этом сегменте усилятся.

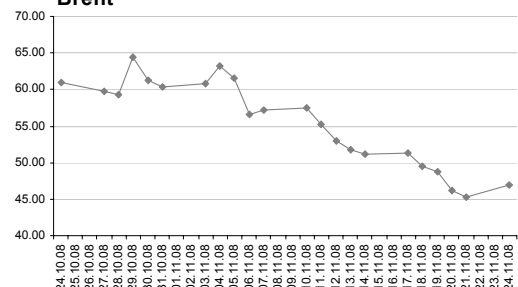
Most Traded Issues, RUR



Micex Total Volume



Brent



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Владимир Малиновский  
v.malinovskiy@kf.ru**Рыночного размещения РЖД не вышло, но уровень других фишек стал более адекватным**

На прошедшей неделе состоялось размещение девятого выпуска РЖД объемом 15 млрд рублей. И хотя эмитент рассчитывал на рыночное размещение, предложив инвесторам ставку с некоторой премией к сложившимся уровням, судя по количеству и структуре реальных сделок, основным покупателем бумаг стали организаторы размещения. Из 10 заключенных сделок объем одной составлял 8,9 млрд рублей (Сбербанк сообщил затем, что обеспечил порядка 60% размещения), еще двух - 2 млрд рублей каждая. Таким образом, если в размещении и поучаствовали сторонние инвесторы, то, скорее всего не более чем в 10% займа.

На текущей неделе РЖД повторяет размещение, предлагая бумагу с аналогичными параметрами (ставка купона не известна на момент написания обзора, но скорее всего будет установлена на том же уровне) тем же синдикатом организаторов. Скорее всего, схема размещения вряд ли будет существенно отличаться от той, что использовалась на прошедшей неделе.

Впрочем, нельзя сказать, что размещение прошло уж совсем без последствий для долгового рынка. Достаточно крупное предложение эмитента, чьи облигации входят в состав голубых фишек, с некоторой премией к уровням вторичного рынка вызвало коррекцию в ряде займов сектора, которые ранее торговались даже ниже среднего уровня доходности первого эшелона. Так, например сопоставимый по срочности с РЖД 09 выпуск Газпром А4 за неделю подешевел на 2 процентных пункта, его доходность выросла до порядка 12,80% годовых с 10,7% годовых ранее (РЖД 09 разместился под 13,96% годовых).

В целом, по итогам размещения можно констатировать крайне слабый спрос на первичные размещения на долговом рынке в настоящее время, даже к облигациям наиболее устойчивых эмитентов.

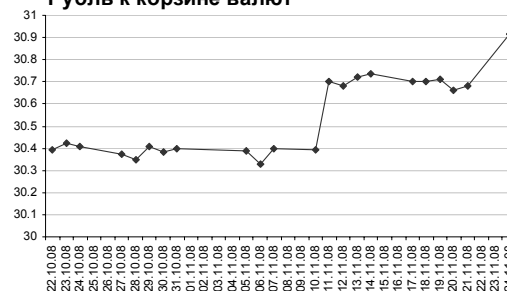
**Рубль падает вместе с резервами**

С утра в понедельник ЦБ расширил диапазон колебания курса рубля к бивалютной корзине валют еще на 30 копеек до уровня 31х. Таким образом, за последние две недели рубль потерял уже 60 копеек или чуть менее 2%.

Мы по-прежнему считаем, что постоянное ослабление рубля лишь подогревает интерес спекулянтов к игре против российской валюты, что значительно снижает тот позитивный эффект, на который и рассчитана девальвация, в том числе с точки зрения сохранения золотовалютных (международных) резервов РФ. Так согласно опубликованной информации на 14 ноября резервы составляли \$453,5 млрд, сократившись за неделю сразу на \$21,9 млрд.

Кроме того, как мы уже отмечали ранее, ослабление рубля при перспективе сохранения этой тенденции, оказывает негативное влияние на привлекательность рублевых инструментов со стороны нерезидентов. Хотя возможно это и не так актуально в настоящее время.

Рубль к корзине валют



Золотовалютные резервы \$ млрд



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Владимир Малиновский  
v.malinovskiy@kf.ru

## Налоги опять взвинтят ставки на МБК

Уплата акцизов, ЕСН на прошедшей неделе привела к краткосрочному, но достаточно бурному всплеску ставок на межбанковском рынке. Налоговые платежи продолжатся и на текущей неделе (25-го состоится уплата акцизов и НДС, 28-го налога на прибыль), что с высокой долей вероятности гарантирует проблемы с ликвидностью в банковской системе вплоть до декабря.

Дополнительным фактором сужения свободных денег может стать увеличение спроса на валюту после очередного ослабления рубля.

Стоит отметить, что стоимость более длинных денег - месячный или трехмесячный Mosprime поднялась и стабилизировалась на уровне порядка 20% годовых уже две недели назад и, по сути, отражает реальную стоимость денег в экономике. Кроме того, вспомним, что по заявлениям официальных финансовых властей, ставки порядка 14-15% годовых для первого эшелона компаний вполне адекватны. А значит в ближайшей перспективе, пока ЦБ продолжает бороться с уходом капитала в валюту, жить придется при достаточно высоких ставках. И это касается и банков, и соответственно предприятий.

## Инфраструктурные облигации. Что за зверь?

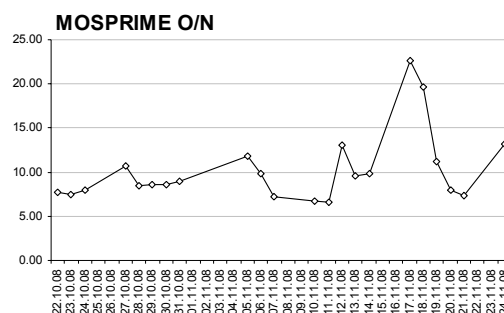
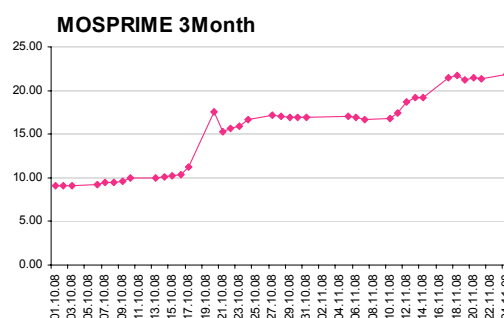
В последнее время идет достаточно много разговоров о выпуске государственными или приближенными к государственным компаниями инфраструктурных облигаций, счет уже идет чуть ли не на сотни миллиардов рублей. При этом, что же это такое, чем они будут отличаться от обычных облигаций, и самое главное кто их будет покупать, не совсем понятно.

По одной информации по этим облигациям могут предоставляться гарантии государства или одного из крупнейших банков. По другой – большая пятерка банков и будет покупать их за государственные деньги. Хотя чем в этом случае облигации будут отличаться от прямого кредитования также не совсем понятно.

Третьи (например, РусГидро) заявляют, что собираются размещать инфраструктурные облигации через Пенсионный фонд. Какая роль здесь отводится Пенсионному фонду не совсем понятно, но скорее всего – покупателя этих бумаг.

## Вести с полей

На текущей неделе список дефолтов пополнился четырьмя выпусками: Парнас-М, 2 (купон), ЭйрЮнион Эр Эр Джи, 1 (оферта) Спецстрой-2, 1 (купон), ИНПРОМ, 3 (оферта). При этом техническими сложностями объясняют неисполнение обязательств по займу Спецстрой-2, 1, запретом суда на исполнение оферты по ИНПРОМ, 3. По остальным двум займам неисполнение связано с отсутствием денежных средств, при этом ЭйрЮнион подал заявление в суд на признание компании банкротом. Что касается «Парнас-М», ситуация там более запутанная: в пятницу в СМИ появилась информация о том, что сделка по покупке компании, заключенная еще в сентябре буквально на днях расстроилась и компанию теперь собираются покупать по частям. Учитывая, что потенциальный покупатель занимал пост президента холдинга, и соответственно покинул его две недели назад, компании сейчас возможно просто не до облигаций, что естественно ни в коей мере их не оправдывает.



## СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Владимир Малиновский  
v.malinovskiy@kf.ru

### Внешний рынок: автопроизводители и Citigroup

Внешний рынок на прошедшей неделе «жил» новостями от крупнейших автоконцернов. Компании GM, FORD и Chrysler заявляли о бедственном положении дел в отрасли, и о необходимости предоставления им помощи государства. В ином случае, компании могут не справиться с текущими проблемами, вплоть до объявления себя банкротами.

Почти неделю американские власти обсуждали возможность предоставления компаниям \$25 млрд, однако к соглашению пока так и не пришли.

Негатива добавляла и выходящая макростатистика: объемы жилищного строительства продолжили сокращаться, все больше увеличивается число людей, впервые обращающихся за пособием по безработице.

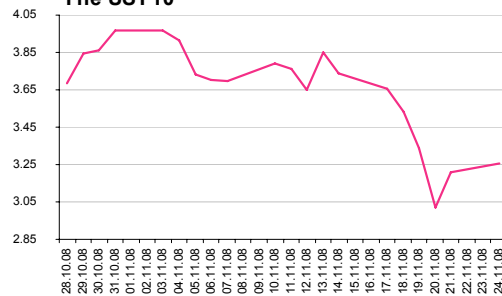
Все эти факторы способствовали усилению коррекции на рынке акций и активному переходу инвесторов к защитным стратегиям — покупке долларов, US Treasures, золота. При этом можно отметить, что итогом повышенного спроса стало снижение доходности UST10 до уровня порядка 3,05% годовых — минимального с 2003 года.

В конце прошедшей недели внешним рынкам все же удалось несколько отыграть падение на основе появившейся информации о предоставляемой Citigroup поддержке: государство выкупит привилегированных акций холдинга на \$20 млрд, а также предоставит гарантию по проблемным активам на \$306 млрд.

**The RUS30 Eurobond**



**The UST10**



**Аналитический Департамент + 7 (495) 641 4414****Отдел анализа рынка долговых инструментов**

**Владимир Малиновский**  
Начальник Отдел анализа  
рынка долговых инструментов  
v.malinovskiy@kf.ru

**Евгений Воробьев**  
Старший аналитик  
e.vorobiev@kf.ru

**Юрий Голбан**  
Аналитик  
y.golban@kf.ru

**Департамент долговых рынков + 7 (495) 641 4414****Отдел продаж Москва**

|                       |                    |
|-----------------------|--------------------|
| <b>Анна Грицаенко</b> | a.gritsaenko@kf.ru |
| <b>Мария Ткаченко</b> | m.tkachenko@kf.ru  |
| <b>Антон Кихаев</b>   | a.kihaev@kf.ru     |
| <b>Михаил Хазан</b>   | m.khazan@kf.ru     |

**Международные Продажи Лондон**

|                                                                      |                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| <b>Андрей Пятибратов</b><br>a.piatibratov@kf.ru<br>+44 (203) 1784545 | <b>Анна Василевская</b><br>a.vasilevskaya@kf.ru<br>+44 (203) 1784546 |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|

**www.kf.ru**

**Москва**  
Знаменка д. 7 стр. 3  
+7 (495) 641 4414

**Санкт-Петербург**  
Невский пр. д. 38  
+7 (812) 326 13 05

**Лондон**  
St. James's Square, 33 SW1Y 4JS  
+44 (203) 178 45 39

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. «КИТ Финанс» не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако «КИТ Финанс» имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс». «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.