

Рублевые корпоративные облигации

10 ноября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Спорный план спасения » стр. 2

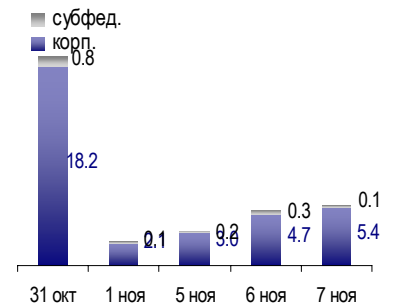
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2736	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.9785	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 57.00	- 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	15.55%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	9.13%	+ 3 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	578.9	- 53.4
Остатки на д/с, млрд руб.	331.4	+ 37.4
Сальдо операций с ЦБ	- 70.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

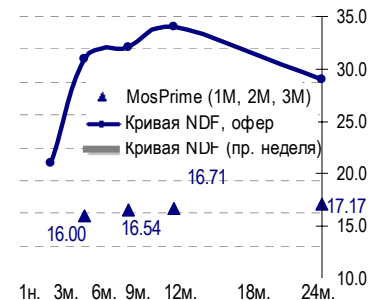


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 ноя	Оферта Дымовское колбасное производство-1 (0.8 млрд руб.)
13 ноя	Погашение Атлант-М-1 (1 млрд руб.)
14 ноя	Оферта Технониколь-финанс-1 (1.5 млрд руб.) Оферта Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб.)
17 ноя	Уплата акцизов, ЕСН
18 ноя	Оферта Терна-финанс-2 (1.5 млрд руб.)
19 ноя	Погашение Магнит-финанс-1 (2 млрд руб.)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-893.98	+ 1 095	2.7	9.59%
ФСК-489.95	+ 994	2.6	11.78%
Мосэнерго-292.92	+ 792	2.9	*10.49%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-580.00	+ 1 250	0.8	*48.47%
Магнит-274.70	+ 1 170	2.9	19.48%
ЮТК-579.52	+ 732	1.4	*25.40%

Лидеры падения

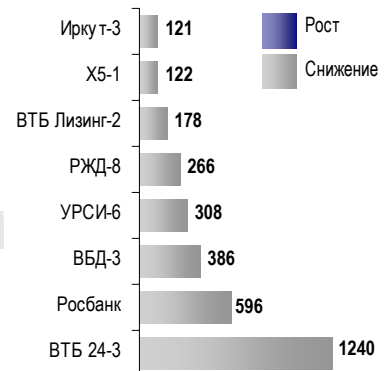
1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-188.03	- 332	2.0	13.95%
Газпром-794.50	- 328	1.0	13.39%
Газпром-990.00	- 250	4.3	9.93%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-271.47	- 1 308	0.8	*66.95%
ВБД-280.00	- 1 000	1.9	22.38%
Иркут-388.55	- 945	1.7	16.74%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ЭКОНОМИКА

Спорный план спасения

Правительство представило пакет мер поддержки реального сектора экономики

В пятницу правительство обнародовало план оздоровления экономики в духе идей Кейнса. В упрощенном виде, помощь сводится к трем видам мер:

- *Административное регулирование банковского кредитования.* Банкам, получившим помощь от государства, в т.ч. субординированные кредиты, будут устанавливаться квоты на кредитование оборонных и сельхозпредприятий, а также малого и среднего бизнеса. Им также рекомендуется в приоритетном порядке кредитовать автомобилестроение, сельхозмашиностроение, авиакомпании и жилищное строительство. Контролировать процесс непосредственно в коммерческих банках будут специальные представители ЦБ.
- *Государственные вливания.* Ускорение реализации госзаказов и госзакупок, в том числе за счет увеличения авансов. Субсидирование экспорта, а также процентных ставок по кредитам определенным отраслям, предоставление госгарантий, прямые вливания в сельское хозяйство и ВПК, выкуп готового жилья. Увеличение финансовой поддержки малого и среднего бизнеса через ВЭБ, который также будет рефинансировать подобные кредиты другим банкам. Повышение максимального размера пособий по безработице.
- *Протекционистские меры.* Ценовые и иные преференции отечественных товаров при госзакупках. Повышение тарифов и снижение квот на импортные товары.

Структурная слабость экономики сужает пространство для маневра, однако у нас есть сомнения в эффективности всех выбранных мер

С помощью данных мер, в дополнение к уже оказанной поддержке банковскому сектору, государство пытается смягчить экономические последствия двух внешних шоков - закрытия внешних долговых рынков, подорвавшего весь инвестиционный процесс в стране, а также резкого снижения мировых цен на нефть и металлы, нанесшего болезненный удар по совокупному спросу в экономике.

Мы понимаем, что при существующей структуре экономики у государства не так много вариантов действий в сложившихся условиях. Слабый банковский сектор, а также неразвитая система госзаказов затрудняют эффективное распределение государственных средств в экономике - в результате государственные вливания поневоле приобретают адресный характер. Однако мы все же считаем, что в ряде ключевых моментов плана правительства средства и формы решения проблем выбраны неверно.

Квоты дискриминируют отдельные отрасли и увеличивают риски самих банков

Мы полагаем, что сам принцип администрирования кредитных портфелей - через механизм отраслевого квотирования или прямое «назначение» получателей кредитов - не лучший вариант распределения ресурсов. Вследствие непрозрачности и лоббирования интересов отдельных групп, такой механизм может создавать преимущества менее эффективным отраслям в ущерб более перспективным. С нашей точки зрения, распределение государственной помощи банковскому сектору вообще не должно подразумевать дискриминирующую «привязку» к определенным отраслям. Отраслевые квоты означают, что государству придется взять на себя дополнительные надзорные функции, отдача от которых сомнительна. Такой контроль будет либо субъективным (в случае использования спецпредставителей ЦБ), либо формальным (в случае введения дополнительной отчетности), и вряд ли гарантирует эффективное кредитование целевых отраслей.

Отраслевые квоты сложно проконтролировать и они могут оказаться контрпродуктивными

На наш взгляд, государству крайне непросто проконтролировать даже совокупные целевые квоты на кредитование «реального сектора», поэтому этот инструмент уместен скорее для контроля над деятельностью государственных агентов - таких как ВЭБ. В случае финансирования частных банков было бы правильно ограничиться чисто экономическими стимулами - например, субсидированием или компенсацией процентной ставки для ряда отраслей, выдачей частичных или полных госгарантий по кредитам стратегическим предприятиям.

В первую очередь господдержка необходима инфраструктурным проектам

Не вполне очевидны принципы, по которым уже отобраны первые приоритетные отрасли. Мы считаем, что государственные средства должны быть направлены, прежде всего, на инфраструктурные проекты в электроэнергетике, транспорте и строительстве, которые могли бы стать локомотивами роста для других отраслей. При этом у нас есть некоторые опасения относительно формы поддержки строительного сектора. Безусловно, это наиболее эффективный способ для стимулирования экономики в целом и поддержки занятости. Однако прямой выкуп жилья связан как минимум с одной серьезной проблемой: если этот процесс примет массовый характер, все ценообразование в секторе может стать нерыночным. Иначе говоря, государственный спрос может полностью заместить рыночный, и тогда меры, изначально направленные на поддержку конечного спроса, приведут к обратному результату – цены на недвижимость не снизятся.

Малому бизнесу больше помогло бы налоговое стимулирование сейчас...

В то же время, в России в связи с неэффективной и коррупционной бюрократической системой, а также еще неустоявшейся структурой экономики, государственные расходы как инструмент поддержки совокупного спроса менее действенны по сравнению со снижением налогов. По нашему мнению, тот объем госсредств, который планируется влить в экономику, можно хотя бы частично использовать для финансирования бюджетного дефицита, образующегося при снижении налогов (подходного налога, НДС или налога на прибыль). При этом снижение налогов могло бы носить временный характер и принять, например, форму налоговых каникул.

...чем кредитная программа ВЭБа в будущем

Нам представляется, что активизация программы ВЭБа по поддержке предприятий малого и среднего бизнеса – также не вполне продуманное решение. Мы сомневаемся, что ВЭБ технически готов к масштабному рефинансированию небольших кредитов, и тем более, способен в краткие сроки создать инфраструктуру для выдачи новых кредитов предпринимателям. По нашему мнению, меры по снижению налоговой нагрузки малого бизнеса гораздо предпочтительнее, чем передача Банку развития несвойственных ему функций.

Ключевой риск программы: государственные вливания приведут к росту импорта

Необходимо отметить, что сам механизм поддержки совокупного спроса с помощью государства (будь то госрасходы или снижение налогов) в России является не столь эффективным, как во многих развитых странах. Проблема заключается в том, что значительную часть конечного потребления домохозяйств составляют импортные товары. Поэтому классическая кейнсианская цепочка: «вливание государственных средств на строительство дорог – создание рабочих мест – повышение спроса домохозяйств – увеличение отечественного производства – создание новых рабочих мест» будет нарушаться, и экономический маховик будет раскручиваться очень медленно. Ситуацию усугубляет режим фиксированного курса, который способствует тому, что предоставляемые государством средства будут конвертироваться в валюту за счет резервов Банка России. В прошлом многие сырьевые страны испытывали резкий рост импорта на фоне увеличения государственных вливаний в экономику и укрепления национальной валюты.

Широкомасштабные протекционистские меры по сути являются скрытой девальвацией и препятствуют структурным преобразованиям

Для того, чтобы ограничить рост импорта, правительство предлагает обширные протекционистские меры. Мы считаем, что по своей сути они являются скрытой девальвацией рубля, так как, в конце концов, эти меры приведут к повышению цен на импортные товары и их отечественные заменители, а потом и общего уровня цен в стране. Однако в отличие от девальвации, позитивное воздействие от повышения тарифов получают не все, а только избранные отрасли экономики, что, безусловно, будет мешать ее структурному преобразованию. В настоящий момент никто не знает, где теперь главное конкурентное преимущество российской экономики – ответ на это может дать только рынок. Как показал обширный исторический опыт развитых стран, широкомасштабные протекционистские меры проигрывают в сравнении с рыночным курсовым механизмом регулирования.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.