

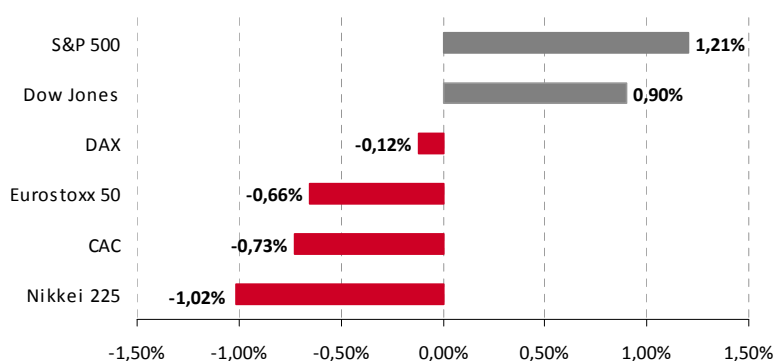
В фокусе: план спасения, выступления

Результаты недели

Прошедшая неделя на развитых рынках прошла в условиях повышенной волатильности и резко негативной динамики рынков США, Европы, Великобритании и Японии. После банкротства Lehman Brothers опасения участников рынка относительно дальнейших банкротств резко возросли.

Индекс	Изменение за неделю	
	пункты	%
Dow Jones	98,18	0,90%
S&P 500	14,39	1,21%
Eurostoxx 50	-20,71	-0,66%
CAC	-30,31	-0,73%
DAX	-7,38	-0,12%
Nikkei 225	-124,17	-1,02%

Динамика индексов за неделю, %



Основные события прошедшей недели в США:

- После долгих переговоров Lehman Brothers объявил о банкротстве
- Standard & Poor's и Moody's понизили рейтинг AIG, после чего государство объявило о ее спасении.
- Государство планирует спасти всю финансовую систему, выкупив проблематичные долги на сумму \$700 млрд.

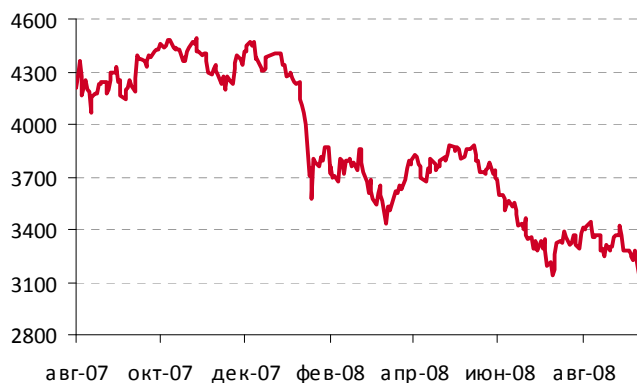
Основные события на рынке Европы и за прошедшую неделю:

- ЕЦБ и Банк Англии пополняют рынок ликвидными средствами
- Банк Англии вслед за ФРС ограничивает открытие коротких позиций на рынке (до 16 января 2009г.)

Индекс S&P 500



Индекс Eurostoxx50



США

На протяжении прошедших недель рынок США пережил наиболее сложные недели, которые принесли с собой наиболее крупное банкротство со времен Великой Депрессии - банкротство Lehman Brothers, последовало после долгих переговоров и попыток привлечь инвесторов.

Банкротство

Lehman Brothers стало самым крупным за всю историю кризиса

Новость о банкротстве четвертого по величине банка США вызвала среди инвесторов опасения относительно волны банкротств. В день объявления банкротства Lehman Brothers консорциум банков объявил о создании фонда стабилизации рынков общим объемом \$70 млрд. Однако ни доллар этого фонда не будет потрачен на покупку активов Lehman Brothers или его спасение. В ответ на банкротство Lehman Brothers, Bank of America объявила о покупке Merrill Lynch, планируя заплатить за банк \$50 млрд, или \$29 за акцию.

AIG, который боролся за свой рейтинг, не смог удовлетворить требование рейтинговых агентств, в результате чего рейтинг AIG был понижен. Это означало, что AIG должен был срочно увеличить требования по минимальному уровню достаточности капитала, необходимому для гарантированного обеспечения по обязательствам компании.

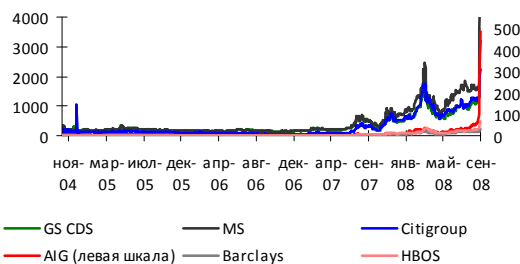
После тщетных попыток в качестве «инвестора» выступило государство, профинансировав AIG на \$85 млрд, в обмен на 79,9%-ую долю в компании.

Однако новость о банкротстве Lehman Brothers уже распространилась на рынке волной новых опасений относительно других финансовых компаний.

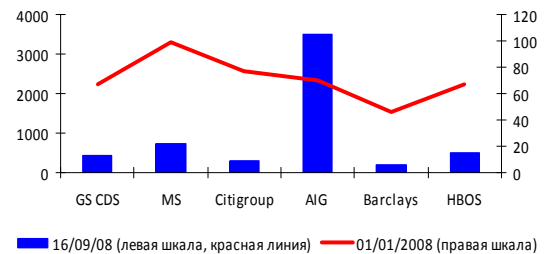
В связи с этим участники рынка, спекулирующие на вероятности банкротств, начали массово скупать деривативы на кредитные банкротства. Изменение ставок по этому виду деривативов с начала года не превышало 100 б.п., однако сейчас котировки торгуются на уровне 4000 – 35000 б.п. Что это значит? Это значит, что участники рынка готовы платить \$3,5 млн в год, чтобы получить в случае банкротства страховку. Традиционно котировки привязываются к \$10 млн.

CDS подскочили до новых рекордов

Участники рынка деривативов ожидают дальнейших банкротств компаний США



Сред по свопам на дефолт (б.п)



В фокусе: план спасения, выступления

Ставки на рынке межбанковского кредитования резко взлетели до рекордного уровня, и инвесторы начали скупать казначейские облигации, ставки по которым опустились в разы.

В связи с этим центральные банки мира объединили свои действия, чтобы снять напряжение, царившее на рынке ликвидности.

Меры, предпринятые финансовыми властями мира за прошедшую неделю

Финансовые власти	Мера	Объем (\$млрд.)	Детали
ФРС США	Линия аукционов для ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии, Нац. Банк Швейцарии, Банк Канады	\$110 \$40 \$60 \$27 \$10	Мера действует до 30 января. + успокоит рынки, - ослабит доллар, увеличит инфляционное давление
ФРС	Money Market Mutual Fund Program	\$230	После резкого оттока средств из фондов ФРС спешит помочь фондам, по которым не предусмотрено господдержки
ФРС	Инвестиционные банки AIG	\$60 \$28	Рекордный однодневный объем Из предусмотренных \$85 млрд.
Казначейство США	Повышение ликвидности	\$100	Дополнительный аукцион T-bills
ФРС	Повышение ликвидности	\$150	Три аукциона overnight РЕПО по \$50 млрд. каждый
ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии, ФРС	Координируют свои меры	-	
Комиссия по Ценным бумагам США	Ограничивают короткие позиции		Крупные фонды должны раскрывать свои сделки, если объем управляемых средств превышает \$100 млн.
Казначейство США	Аукционы	\$30 \$30	Аукцион 20-дневных T-bills Аукцион 76-дневных T-bills
Банк Англии	Приостановление коротких позиций		Ограничение коротких позиций сроком до 16 января 2009 и указание раскрывать сделки, если объем превышает 0,025% торгуемых бумаг
Банк Англии	Специальная программа Bank-Funding		сроком до 30 января 2009
ЕЦБ	Вливания	\$40	
ФРС	Приостановление коротких позиций		Ограничение коротких позиций сроком (пока) на 10 дней по 799 бумагам, потом еще по 30

В фокусе: план спасения, выступления
**План спасения
всей финансовой
системы**

В конце недели правительство США выдвинуло новое предложение перед конгрессом: спасти всю финансовую систему США, выкупив с рынка проблематичные долги на сумму \$700 млрд.

**Скупой платит
дважды**

Банкротство Lehman Brothers и опасения относительно судьбы AIG на прошлой неделе привели к резкому ужесточению на рынке межбанковского кредитования, недоверию к контрагентам и паническим продажам на всех площадках мира (несмотря на спасение последней). В результате кризис доверия вынудил ФРС выделить \$180 млрд на его погашение, расширить перечень бумаг, принимаемых в залог при аукционах. Эти меры не дали нужного результата, поэтому финансовым властям США пришлось снова запретить короткие позиции по бумагам 799 финансовых компаний (пока на 10 дней) и искусственно остановить падение. Вероятно, ФРС было бы дешевле спасти и Lehman Brothers, покупка которого едва ли обошлась в \$180 млрд. В условиях растущего списка очередных Lehman, скорее всего, и было принято решение выкупить у банков ипотечные долги на огромную сумму.

Вместе с тем, стоит признать, что мера, хоть и запоздавшая, но вполне грамотная (если бы не побочные эффекты). Ее стоило принять как минимум год назад, поскольку сейчас она уже не сможет в корне изменить ситуацию. Действия властей смогут существенно смягчить кризис при оптимистичном или сдержанном сценариях, но основные процессы уже необратимы.

Я называю этот план грамотным, потому что для США он однозначно дешевле, чем оплата последствий при бездействии, однако сейчас об этом рано говорить.

**ФРС расширил
свое присутствие
на рынке фондов
денежного рынка**

На прошедшей неделе стало также известно о том, что ФРС через коммерческие банки открыл доступ к своим средствам через дисконтное окно на сумму \$230 млрд и фондам денежного рынка. На прошлой неделе кризис доверия охватил сразу 3 фонда. Фонды денежного рынка не должны терять стоимости внесенных средств, т.е. на каждый инвестированный доллар вкладчик должен получить как минимум свой доллар. Если фонд может вернуть лишь 97 центов, то начинается массовый вывод средств (что наблюдалось на прошлой неделе). После банкротства Lehman Brothers ряду фондов пришлось списать активы, вложенные в него, это привело к тому, что один фонд мог выплатить 99,1 цент, а второй – 97 центов на каждый инвестированный доллар. За три дня клиенты вывели из фондов \$169 млрд. Учитывая, что под управлением фондов находится от \$2,8 до \$3,4 трлн, выведенные средства составляют 5-6% всех средств, а из институциональных фондов было выведено 7% активов.

Фонды денежного рынка не составляют банковскую систему, являясь скорее ее тенью. Фонды не предоставляют традиционных отчетов и не подчиняются правилам регулирования банковской деятельности. Вместе с тем, они в большинстве случаев управляются крупнейшими банками. Важной отличительной характеристикой фондов денежного рынка является отсутствие государственной поддержки.

**Значение для
рынка**

Для рынка эта новость, безусловно, положительна, доказательством чему служит реакция на инициативу плана. Позитив заключается в том, что ряду компаний - ипотечным, страховым, инвестиционным - с большой долей вероятности удастся избежать банкротств, которых без участия щедрых г-на Полсона и г-на Бернанке, избежать бы не

В фокусе: план спасения, выступления
**Для экономики
(принцип "одной
рукой дать, дву-
мя взять")**

удалось. Хотя рост списаний замедлился на протяжении последних двух кварталов, рост ипотечных долгов и просрочек продолжит «портить» балансы финансовых компаний.

В худшем случае фондовый рынок США близок к цунами банкротств, так как у ФРС более не хватает собственных средств для спасения очередных банкротов. Здесь вопрос сводится даже не к тому, чтобы сократить число банкротств, сколько к тому, чтобы не пропустить и не допустить банкротства системообразующих институтов.

Особый спор возникал еще во время обсуждения плана национализации Freddie Mac и Fannie Mae, на которое предполагалось выделить \$200 млрд. Тогда все осуждения сводились к тому, что эта сумма ляжет на плечи налогоплательщиков, однако план был утвержден, и сейчас к этой сумме собираются добавить еще \$700 млрд. Заботливые власти, конечно же, не рассчитывали на то, что через полгода после выплаты стимуляционного пакета населению в мае, на сумму \$138 млрд им придется навесить на налогоплательщиков как минимум \$900 млрд, или почти \$32 000 на каждую семью.

Не успел Конгресс согласиться на увеличение лимита Федерального долга в бюджете на 2009 год до \$10,6 трлн (после утверждения Билля рынка недвижимости, в котором предусмотрено \$300 млрд на рефинансирование ипотечных долгов в конце июля), как меньше, чем через 2 месяца им придется растянуть этот лимит еще на \$700 млрд до \$11,3 трлн. Теперь Казначейство США будет размещать новые долги \$50-миллиардными траншами.

Сумма стимуляционного пакета – не случайна. Она соответствует годовому росту потребления США. Изначально расчет был на то, чтобы обеспечить рост покупательской способности населения еще на год. Конечно, кто-то направил средства на погашение долга, но \$1000 (в среднем на каждую семью) не способна разрешить проблему просрочек. Тем более что большая часть осела на депозитах в качестве сбережений населения. Логично, когда люди ждут ухудшения, они затягивают пояса потуже.

Сумма в \$700 млрд также не случайна – она соответствует 6,4% конфискованных домов рынка недвижимости общей капитализацией в \$12 трлн, которые сейчас сложно реализовать на рынке. Фактически ее можно сравнить с суммой потенциальных списаний, которые уже сейчас составили \$519,8 млрд.

Фактически же ФРС будет впредь выступать в роли Freddie Mac и Fannie Mae, так как раньше долги по ипотечным кредитам скупали именно они. Соответственно, теперь все должники обязаны выплатить свои долги государству, у которого, в случае, если просрочки продолжают расти, не будет другого способа, кроме как реализовать залог, то есть дома. В случае развития неблагоприятного сценария, должники могут оказаться в еще более невыгодном положении.

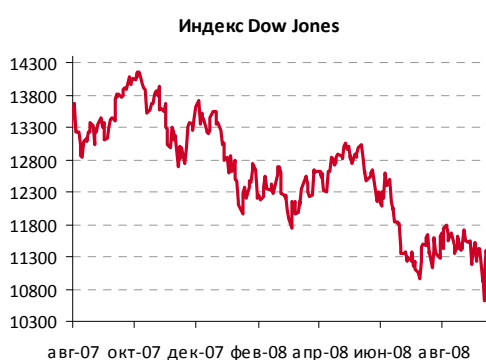
К тому же ФРС будет выкупать долги посредством аукционов, начиная с минимального биды, то есть с того, кто готов за копейки почистить свои балансы. Это вынудит банки, в срочном порядке избавляющиеся от проблематичных активов, продавать их значительно дешевле изначальной стоимости, т.е. списать больше, чем при реализации на рынке. Эта тенденция продолжит негативно влиять на доходы банков и других финан-

В фокусе: план спасения, выступления

совых участников рынка.

Сейчас вопрос упирается в то, какую защиту могут получить налогоплательщики. Но со временем у властей не будет иного выхода для пополнения бюджетного дефицита, кроме как увеличить налоги. С ноября власть сменится, и новый президент не будет виновен в том, что к его приходу госдолг взлетел до рекорда. Не будут ответственны и те, кто сейчас реализует смелые планы по спасению финансовой системы. Крайних нет, а значит, повышение налогов даже через год придаст рецессии затяжной характер.

**Динамика
индексов
американского
рынка**



Европа

Европейский Центральный Банк на прошедшей неделе оказал поддержку паникующему рынку, произведя инъекции в размере 30 млрд. евро. Банк Англии последовал этому примеру, предложив 5 млрд. фунтов для инвесторов, которые оказались подбиты банкротством Lehman Brothers.

В результате ставка по долларам Libor overnight выросла до 6%, оказавшись на максимальном уровне с 2001 года, выше которого с тех пор не был.

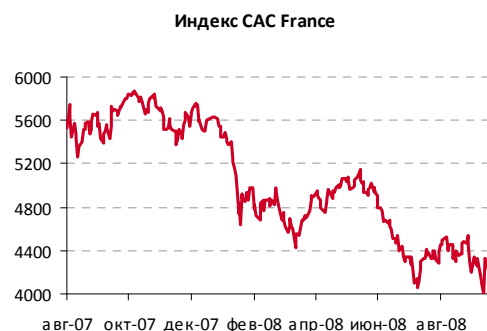
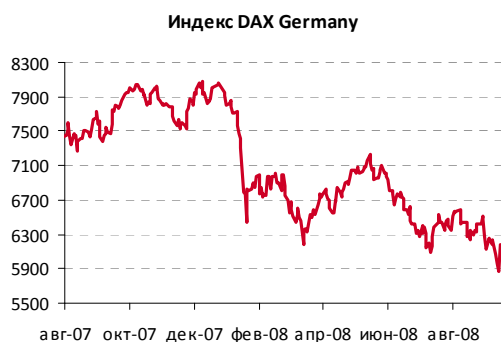
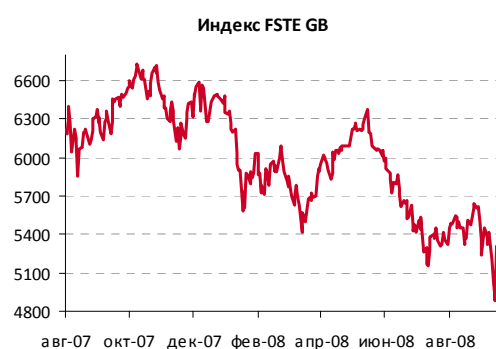
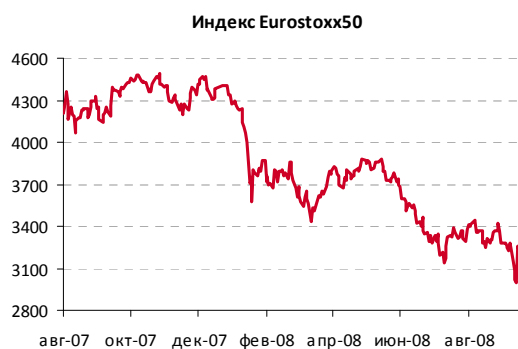
В фокусе: план спасения, выступления

Наиболее крупные сделки на европейском рынке

Barclays приобретет офисы Lehman Brothers за \$1.75 млрд. Также на прошедшей неделе стало известно о приобретении ипотечного банка Великобритании HBOS другим банком Lloyds.

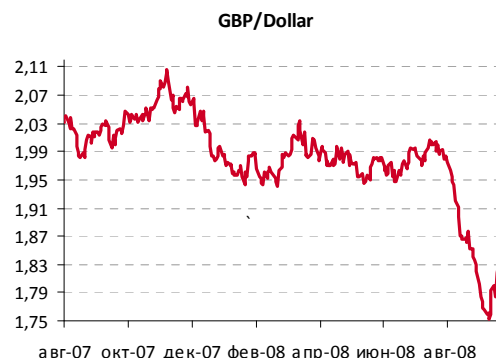
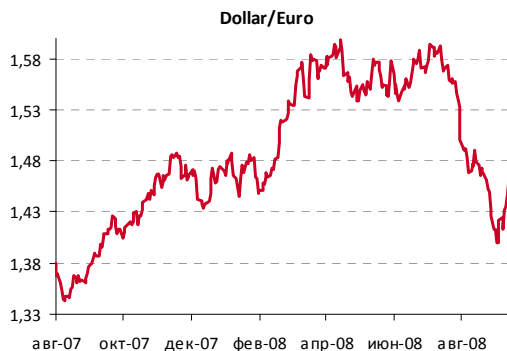
Ход со стороны Barclays очень грамотный, так как в долгосрочной перспективе покупка позволит увеличить долю присутствия на рынке США с уже созданными и прекрасно отлаженными системами, наращенной клиентской базой и офисами.

Динамика индексов европейского рынка



В фокусе: план спасения, выступления

Динамика основных пар валютного рынка

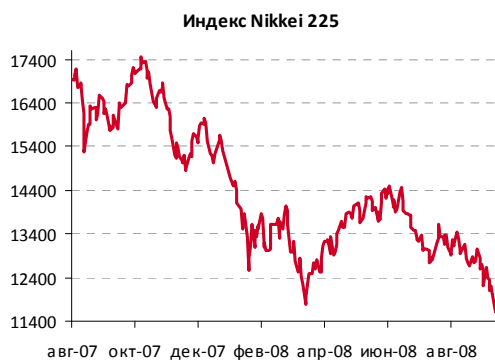


Япония

Финансовые власти Японии, совместно с Банком Китая и Южной Кореи вынуждены были произвести инъекцию после того, как банкротство Lehman Brothers привело к пессимизму инвесторов по всему миру. Банк Японии выделил \$24 млрд. Банк Китая снизил ставку впервые за 6 лет.

Подразделение Lehman Brothers в Японии объявило о банкротстве после банкротства головного офиса. Долг японского представительства Lehman Brothers составил \$38 млрд. Офис в Японии был основан в 1974 году, а его банкротство стало вторым по величине банкротством на рынке Японии.

Японские власти, совместно с Центральным банком Австралии выделили дополнительные \$15.7 млрд. для смягчения напряжения на рынке.



Предстоящая неделя

Предстоящая неделя может пройти в условиях повышенной волатильности. Основное внимание будет приковано к плану спасения финансовой системы США, на которую планируется выделить \$700 млрд. Хотя этот план вызывает разные мнения, потенциально он может стать поддержкой рынку в долгосрочной перспективе, но это возможно, если его реализация даст ощутимые плоды.

Опасения сейчас вызваны двумя моментами: во-первых, тем, что огромная сумма ляжет на плечи налогоплательщиков, во-вторых, тем, что, потратив средства, власти не достигнут желаемого эффекта, ведь для спасения системы необходимо больше средств (до \$5 трлн).

Стоит обратить внимание на публикацию окончательного значения ВВП США за второй квартал 2008 года. Реакция может быть мягкой, так как неделя окажется насыщенной новостями финансового сектора.

Важнейшая статистика США предстоящей недели

Дата	Время	Показатель	Период	Ожид.	Пред.	Ед. изм.
24.09.2008	18:00	Производственный индекс ФРБ Ричмонд	сент	-15	-16	%
25.09.2008	16:30	Заказы на товары долгосрочного пользования	авг	-1,5	1,3	%
	16:30	Заказы на товары долгосрочного пользования без учета заказов на транспорт	авг	-0,4	0,7	%
26.09.2008	18:00	Продажи новых домов	авг	-1,0	3,1	%
	16:30	ВВП (окончательный)	2 кв	3,3	3,3	%
	16:30	Дефлятор ВВП	2 кв	1,2	1,2	%
	16:30	Личное потребление	2 кв	1,7	1,7	%
	16:30	Очищенные личные расходы на потребление	2 кв	2,1	2,1	%
	16:30	Первичные обращения за пособиями по безработице	21-сент	-	455	тыс.
26.09.2008	16:30	Всего обращений за пособиями	14 сент	-	3 478	тыс.
	18:00	Продажи домов на вторичном рынке	авг	0,0	2,4	%

Неделя будет насыщенной выступлениями финансовых властей на тему финансового кризиса, и мы можем услышать о тех мерах, которые могли бы оказать поддержку рынку.

В фокусе: план спасения, выступления

Выступления, способные повлиять на динамику

Дата	Время	Представитель	Статус представителя	Тема	Может повлиять на
23.09	17:30	Бен Бернанке, Генри Полсон +Сох	Председатель ФРС и Казначейский секретарь Глава Комиссии по Ценным Бумагам	Выступление перед Сенатом на тему финансового кризиса	Фондовый /Валютный рынок
24.09	18:00	Ben Bernanke,	Председатель ФРС	Выступление перед Экономическим комитетом	
24.09	17:30	Бен Бернанке, Генри Полсон	Председатель ФРС и Казначейский секретарь	Выступление перед Жилищной Палатой на тему финансового кризиса	Фондовый /Валютный рынок

Департамент по работе с клиентами

Андрей Циренин

Директор департамента по работе с клиентами

E-mail: open@aton-line.ru

Тел.: +7 (495) 777-88-73

ООО «АТОН»

105062, Россия, Москва,
ул. Покровка, д. 27, стр. 6
Тел.: +7 (495) 777-88-78
Сайт: www.aton-line.ru

Аналитическое управление

Вячеслав Буньков

Начальник аналитического
управления,
нефтегазовый сектор

Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2642

Денис Попов

Банковский сектор,
денежный рынок,
российская макроэкономика

Denis.Popov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2649

Ольга Митрофанова

Металлургический сектор

Olga.Mitrofanova@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2676

Ирина Скворцова

Телекоммуникационный сектор

Irina.Skvortsova@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2675

Инга Фокша

Макроэкономика, западные
рынки

Inga.Foksha@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2644

Елена Шишкина

Развивающиеся, товарные
рынки

Elena.Shishkina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2648

Наталья Выгодина

Технический анализ

Natalia.Vigodina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2645

Евгений Носов

Технический анализ

Eugeniy.Nosov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2646

Ксения Аношина

Аналитик по общей ситуации на
рынке, потребительский сектор

Kseniya.Anoshina@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2647

Илья Ильин

Долговой рынок

Ilya.Ilyin@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2641

Труфанов Андрей

Ассистент аналитика

Andrey.Trufanov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2677

Паплинов Роман

Ассистент аналитика

Roman.Paplinov@aton-line.ru
+7 (495) 777-88-78 доб. 2679

В обзоре использованы материалы информгентств Interfax, Prime-Tass, Reuters, Bloomberg, бирж NYSE, NYMEX, компаний Yahoo, РБК, изданий Коммерсантъ, Ведомости и др.

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

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительно частным суждением «АТОН» и носит справочный вспомогательный характер. Любые инвестиции в объекты, упоминаемые документе, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или неприемлемыми или иной категории инвесторов. Для принятия решения об инвестировании в какие-либо ценные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе, необходимо обладать значительным опытом в финансовых операциях, в вопросах оценки преимуществ и рисков, связанных с инвестированием иной финансовый инструмент.

ООО «АТОН» не несет ответственности за любые убытки, возникшие использования содержания настоящего документа в практической деятельности, а также за информации из внешних источников, правомерно использованной в составе настоящего последствие использования этой информации.