

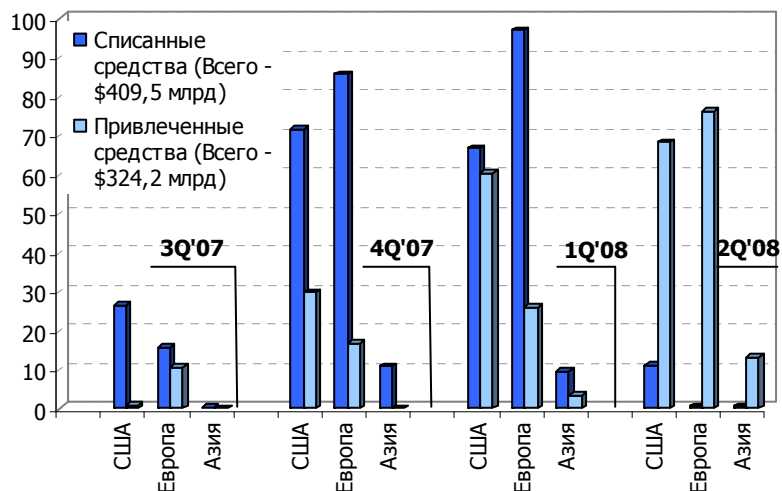
Существующие риски, способны спровоцировать вторую волну списаний

В преддверии отчетного сезона банковского сектора мы допускаем, что во втором и третьем кварталах могут раскрыться новые источники, грозящие дальнейшими списаниями во всей банковской системе.

За последние три квартала – с начала ипотечного кризиса в США – банковская система мира списала 409,5 млрд долларов. Источниками списаний стали обесценившиеся ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами (Mortgage-Based Securities, или MBS) и долговыми обязательствами (Collateral Debt Obligation, или CDOs) ипотечных компаний. Из-за неплатежеспособности заемщиков ипотечных кредитов ценные бумаги, обеспеченные этими кредитами или имеющие к ним отношение, потеряли от 30% до 100% стоимости, а держатели этих бумаг – крупнейшие банки мира – понесли колоссальные убытки, подорвавшие всю работу финансовой системы США.

Первая волна списаний обошлась в \$409,5 млрд

Списанные и Привлеченные Средства банков (\$ млрд)



Источник: Bloomberg

Кризис ликвидности, недоверие ко всем банкам затрудняют процесс их реабилитации. И это неспроста. Кризис, начавшийся в ипотечном секторе, выявил уязвимые места финансовой системы США, обнажив несовершенство правовой основы, поверхностное отношение к очевидным рискам, недостаток контроля со стороны регулирующих органов и неосмотрительную страсть к легкой наживе менеджеров финансовой элиты, которые фактически продавали «воздух» под изощренными финансовыми инструментами.

Активное участие ФРС дает надежду на то, что банки в этой ситуации не одни, но масштабы этой поддержки наводят на мысль, что мы не все знаем о реальном положении дел. 17 декабря ФРС начала осуществлять полномасштабный план спасения финансовой системы, предоставляя каждые две недели свои средства коммерческим банкам через аукционы (это один из видов финансовой поддержки банков). С 10 марта доступ к фондам Федеральной Резервной Системы получили и инвестиционные банки, которые традиционно доступа к ним не имели. Федрезерв пошел на эту отчаянную меру впервые со времен Великой Депрессии 30-х годов.

На покрытие списаний уже выделено более \$1 трлн

С декабря 2007 года по июнь 2008 только посредством аукционов, Федрезерв предоставил 735 млрд долларов на восстановление балансов банков и еще 320 млрд долларов банки привлекли у инвесторов, в основном иностранных. Возникает вопрос: куда ушло более 1 триллиона долларов, если банки списали лишь 409,5 млрд долларов, а доходы сократились, в среднем, на 50%?

Схема взаимоотношений: почему каждая из сторон заинтересована в бизнесе

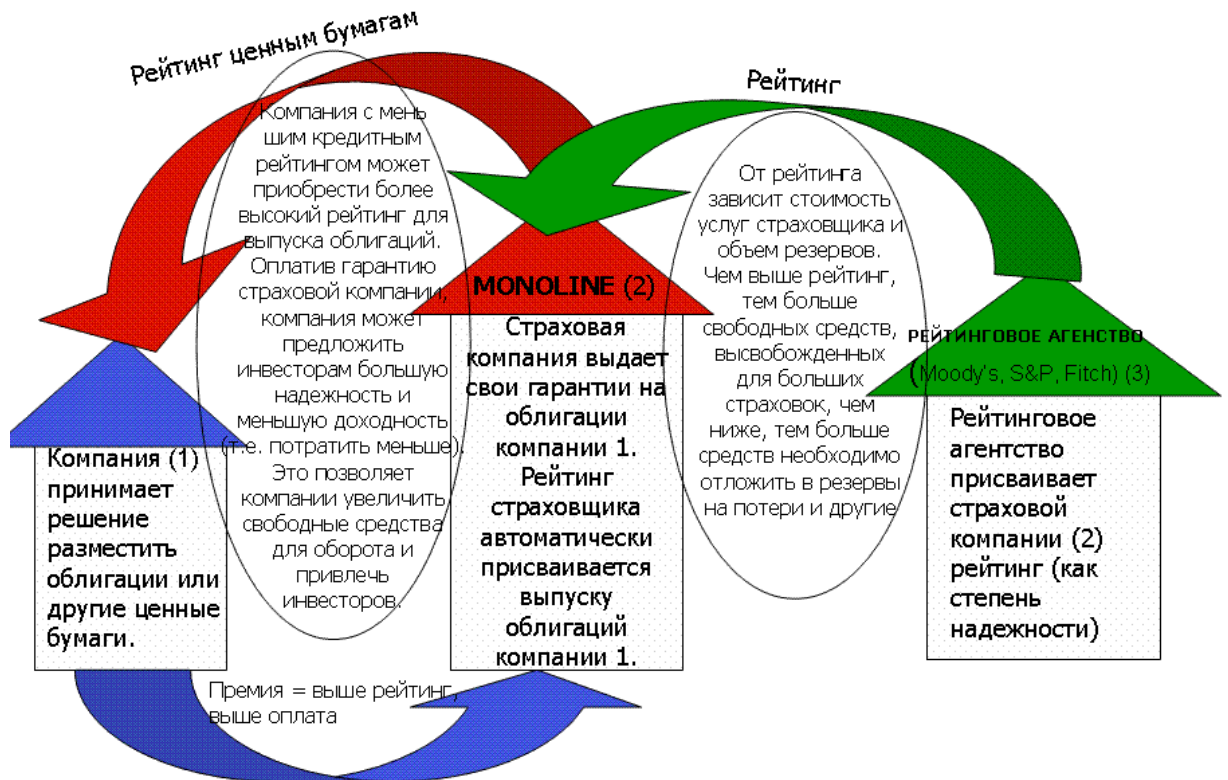


Схема работы рейтингов и их значение для всей финансовой системы

Монолайны за всю свою историю отличались надежностью

Компании, выдающие свои гарантии эмитентам облигаций одной отрасли, называются монолайнами (monolines). Наиболее яркие представители страхования облигаций являются Ambac Financial и MBIA Inc. Притом, что компании существуют более 35 лет, рейтинг ни одного из монолайнов никогда не был понижен, и никогда не было случаев банкротства. До 2008 года всеми монолайнами было застраховано ценных бумаг на сумму 3,3 трлн долларов, из которых только на рискованные ипотечные и корпоративные облигации приходится порядка 1 трлн долларов.

В июне Moody's понизило рейтинг MBIA Inc. с AAA до A2 – на две ступени инвестиционного рейтинга ниже, чем рассчитывали увидеть аналитики. Рейтинг Ambac Financial был понижен с AAA до Aa3. Также Moody's понизило до бросового уровня рейтинг Security Capital Assurance и рейтинг подразделения страхования облигаций Financial Guaranty Insurance Company (FGIC).

Понижение рейтинга страховой компании приводит к понижению рейтинга всех облигаций (т.к. рейтинг компании автоматически присваивается выпуску облигаций эмитента). Как следствие, держатели предпочитают избавиться от таких бумаг. Страховые компании, рейтинг которых был понижен, вынуждены увеличить резервы на возможные потери, что существенно сокращает имеющиеся в наличии оборотные средства на выплату своих гарантий.

Понижение рейтинга монолайнов ведет к понижению бумаг, общей капитализации \$1 трлн

Инвесторы ценных бумаг, рейтинги страховщиков которых понижен, берут на себя больший риск, от которого стараются избавиться. Компания-эмитент вынуждена не только сократить свой оборотный капитал, чтобы нарастить необходимые резервы, но и платить большую доходность инвесторам, чтобы их привлечь. Это ведет к дальнейшему сокращению наличного капитала и удорожанию стоимости привлечения капитала.

Основными держателями таких бумаг являются банки и фонды (фонды обычно находятся под руководством банков). Бумаги, которые находятся на балансах банков, теряют свою стоимость, что приводит к дальнейшему росту списаний и потерь банковского сектора.

Фонды денежного рынка являются самыми крупными инвесторами и держателями ценных бумаг, и именно они несут наибольшие потери. Однако они, в отличие от банков, не находятся под

контролем Комиссии Ценных Бумаг, и на них не распространяется ужесточение контроля над рисками. Фонды не публикуют свои отчеты, и инвесторам остается только полагаться на репутацию своего фонда. Тем временем, под руководством фондов находится порядка 10 трлн долларов.

Понижение рейтинга монолайнов ведет не только к обесцениванию ценных бумаг, но и к понижению рейтингов и самих банков. Судя по всему, банкам предстоит списать еще не один миллиард долларов.

- - Страхование депозитов как очередная проблема банков

Кризис ликвидности приводит банки к банкротству, а судорожный поиск инвесторов оказывается тщетным. За всю историю кризиса обанкротилось более 100 мелких и средних компаний, но кроме пострадавших инвесторов на это мало кто обращает внимание, ведь под угрозой финансовая элита!

Банкротства банков увеличат риски для страховых компаний не только облигаций, но и депозитов. Это в дальнейшем перекроет доступ банков к ликвидным средствам

Случай с недавним банкротством девятого по объему выданных ипотечных кредитов банка IndyMac является доказательством того, как мало времени надо, чтобы банк был объявлен неплатежеспособным. В феврале 2008 года IndyMac получил первый убыток за свою 23-летнюю историю, а менее чем через полгода банк стал неплатежеспособным. Закрывая депозиты, вкладчики менее чем за две недели вывели 1,3 млрд долларов. В конце первого квартала 2008 года на балансе банка было 19 млрд долларов привлеченных депозитов. Судьба оставшихся вкладчиков теперь находится в руках Federal Deposit Insurance Corporation, более известной как FDIC. Каждому вкладчику, на сберегательном счету которого хранилось более 100 000 долларов, необходимо заполнить несколько документов, встретиться с агентом страховой компании и ждать, пока они проверят наличие средств и перечислят деньги. Из 19 млрд долларов депозитных счетов, 1 млрд долларов является необеспеченным, поэтому этим клиентам придется в буквальном смысле слова добиваться возврата своих средств, и то лишь после того, как будут проданы активы IndyMac. FDIC, как «покровителю» интересов вкладчиков, придется потратить от 4 до 8 млрд долларов, а это 7-15% всех активов самой FDIC. Конечно, активы IndyMac также перейдут под управление FDIC, но на их реализацию в текущих условиях уйдут, в лучшем случае, месяцы. Если за это время обанкротятся еще два банка, под вопросом окажется судьба самого страховщика. Это может вынудить Federal Deposit Insurance Corporation увеличить требования к резервам банков, депозиты которых застрахованы FDIC. Это означает, что банки и дальше будут загоняться в тиски нехватки ликвидности. Этот претендент заставит многих вкладчиков других банков изъять свои сбережения, что фактически перекроет банкам доступ к привлечению средств, урежет и так дефицитные ликвидные средства и, конечно же, подтолкнет и без того стремительно снижающиеся доходы.

CDS - Credit Default Swaps

Credit Default Swaps (далее CDS) – один из видов кредитных производных, по которым одна сторона (покупатель CDS) периодически производит платежи второй стороне (продавцу CDS), получая взамен «обещание» обеспечить возврат вложенных средств с процентами, в случае если третья сторона обанкротится.

Логическая
схема работы
Credit Default
Swaps

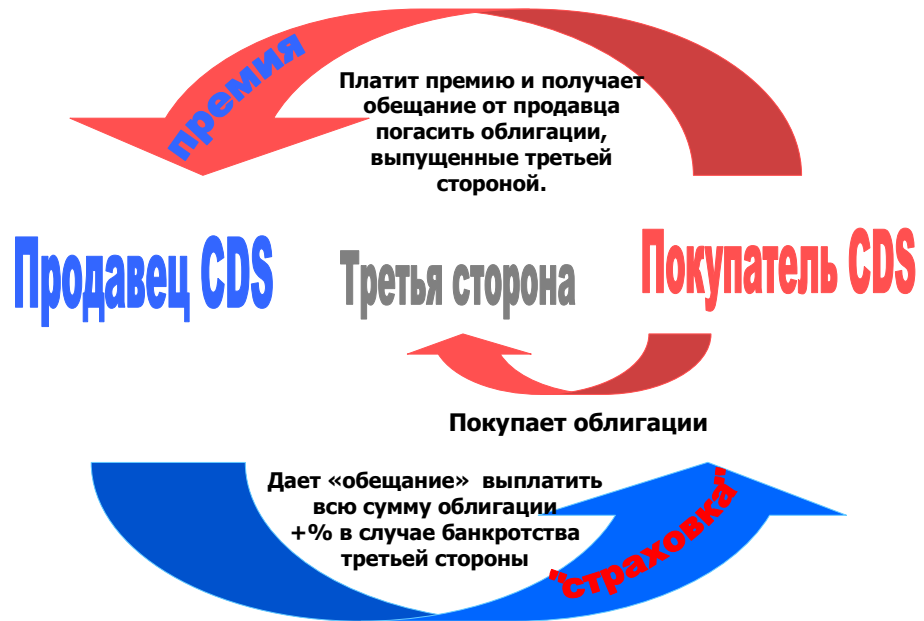


Схема работы Credit Default Swaps (CDS)

Когда трейдеры покупают страховку посредством приобретения CDS, они спекулируют на том, что компания обанкротится или определенный кредит не будет выплачен; если продают – рассчитывают на улучшение финансового состояния.

По схеме, представленной выше, продавцы CDS страхуют различного вида кредитные обязательства, начиная от облигации, зачисляя CDOs, большая часть которых уже доказала свою несостоятельность.

Среди трейдеров самыми крупными являются банки, хедж-фонды, страховые компании и пенсионные фонды. Торгуются эти свопы не на бирже, а на рынке over-the-counter, где сделки заключаются между двумя сторонами напрямую.

Немного о рынке
OTC

На рынке OTC торгуются деривативы (в большей степени), акции и облигации, а сделки заключаются напрямую между двумя сторонами. При этом бумаги, котирующиеся на рынке OTC, не зарегистрированы Комиссией по Ценным Бумагам и не торгуются биржах. На рынке существует два подразделения: Pink OTC market и OTC Bulletin Board (OTCBV), у каждой из которых существуют свои критерии для котирующихся компаний. Компании, ценные бумаги которых торгуются на OTCBV, должны представлять отчетность согласно с требованиями Комиссии по Ценным Бумагам (SEC); а тем компаниям, которые размещают свои бумаги на Pink OTC, необязательно раскрывать свои отчеты. Зачастую инвесторы таких бумаг не знают, что стоит за приобретаемой облигацией или деривативом. На внебиржевом рынке (OTC) торгуется порядка 8,800 бумаг, в то время как на New-York Stock Exchange зарегистрировано около 5,000 бумаг.

Проблема заключается в том, что котировки свопов, включая Credit Default Swaps, на таком рынке инвестору найти очень сложно, необходимо прилагать усилия, чтобы их найти. Трейдеры, работающие через интернет или частного провайдера торговых платформ, получают запаздывающие, как минимум, на 15 минут, данные. Не говоря уже о том, что финансовые

инструменты, такие как свопы на кредитное банкротство, очень сложно оценить.

Свопы по кредитным дефолтам быстро приобрели популярность среди инвесторов благодаря тому, что позволяют компенсировать риски, связанные с банкротством или финансовой несостоятельностью эмитентов приобретенных облигаций. Примерная схема работы свопа по кредитному дефолту сводится к тому, что покупатель платит \$200 000 в год за возможность «застраховать» долг суммой 10 млн долларов. В случае если объект контракта (эмитент) окажется не в состоянии погасить кредит в срок, покупатель CDS получит всю сумму долга (минус премию).

В текущей ситуации, когда существенно возросли риски банкротств и неплатежеспособности компаний, многие вошли в этот рынок с целью подстраховаться, но лишь подвергли себя большому риску. Для спекулянтов это «золотая жила»: все, что должен просчитать спекулянт, это какая из компаний может обанкротиться с большой долей вероятности. Продавцы свопов, которыми также являются хедж-фонды, страховые и финансовые компании могут оказаться неспособными выплатить свои обязательства, в случае ряда крупных банкротств. Это может привести к банкротству банков и фондов, как случилось в августе 2007 года с двумя хедж-фондами Bear Stearns. Только на этот раз потери могут оказаться в несколько раз больше.

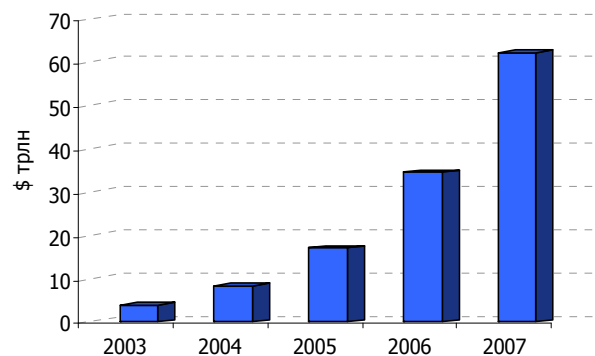
Размер рынка CDS ежегодно удваивался: он воспринимался инвесторами как молодой, но очень доходный инструмент. Если капитализация рынка CDOs оценивали в 3,3 трлн долларов, то капитализацию рынка торгуемых свопов по кредитным дефолтам (CDS) оценивают в 62,2 трлн долларов.

Для сравнения: капитализация Нью-йоркской Фондовой Биржи составляет 19,33 трлн долларов.

Доходность CDS быстро превратила этот инструмент в «рынок на дрожжах»

В случае таких банкротств, как удалось избежать Bear Stearns в марте 2008, продавцы свопов рискуют своей платежеспособностью, а это существенно усложнит финансовый кризис не только большими потерями, но и глобальной заморозкой всей финансовой системы.

Капитализация рынка Credit Default Swaps



Рынок с капитализацией 62,2 трлн долларов фактически никем не регулируется. Хедж-фонды, крупнейшие продавцы кредитных свопов окажутся не в состоянии рассчитаться с банками, которые являются крупнейшими покупателями этих свопов. Продавцы CDS не обязаны по закону откладывать резервы в фонды риска (в отличие от банков). Это возможно по усмотрению самих фондов или по согласию с крупными покупателями, но никаких критериев здесь не существует. Именно поэтому этот рынок можно смело назвать рынком концентрации риска.

[...подробнее о крупнейших страховых компаниях облигаций...](#)

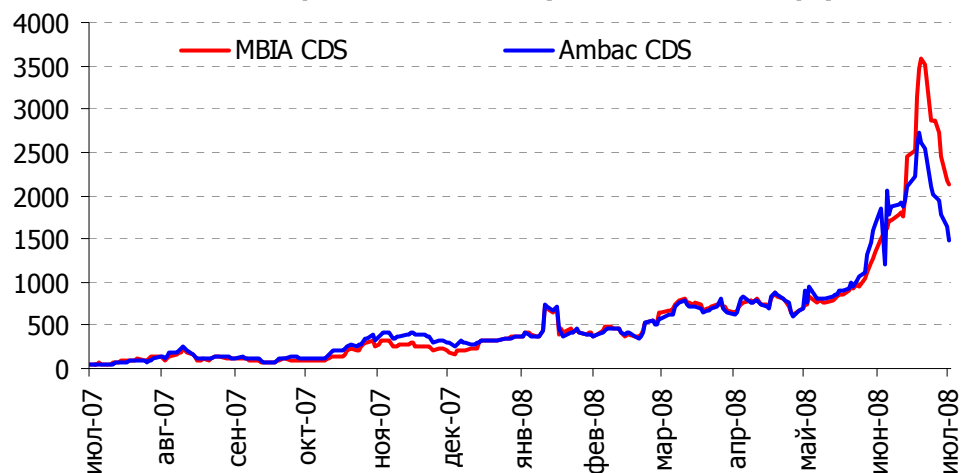
Оценка состояния страховых компаний – «пациент скорее мертв, чем жив»

Риск банкротства страховых компаний сейчас слишком велик, поэтому инвесторы и трейдеры, которые в свое время приобрели облигации страховых компаний, начали массово скупать их кредитные свопы, известные как Credit Default Swaps (CDS). Чем больше риск банкротства компании, тем больше поводов приобрести CDS. Основной движущий фактор ценообразования этих свопов – кредитное качество эмитента облигаций. Как правило, для этого инвесторам достаточно знать рейтинг, присвоенный эмитенту облигаций крупнейшими рейтинговыми агентствами: Moody's, Standard & Poor's или Fitch. Агентства, в свою очередь, понизили рейтинги страховых компаний с AAA до A2 и Aa3 для MBIA и Ambac соответственно, но это по-прежнему рейтинги инвестиционного уровня.

Bloomberg Markets в июне отметил, что трейдеры оценивают рейтинги облигаций страховых компании, как если бы они были бросового уровня! Если следовать тому, что для рейтинга Aa1 среднее допустимое значение спреда по свопам кредитного дефолта (CDS) составляет 33 базисных пункта, а трейдеры покупают их со спредом более 800 базисных пунктов, то это как раз попадает в категорию мусорных облигаций. Со ссылкой на Bloomberg Markets спреды по этим свопам «тянут» на уровень B3! Эти данные совпали с информацией Bloomberg. Методом исключения в фильтре допустимых рейтингов я дошла до уровня PIF – ниже уже не было (!), и CDS страховых компаний все еще попадали под указанный критерий.

Спецификой торговли на рынке кредитных свопов является то, что трейдеры спекулируют на кредитном качестве компаний, которые являются объектом страхования. Рейтинговые агентства удерживают высокие рейтинги страховых компаний, только из-за тех методов, которые они используют. Состояние компании и ее кредитное качества можно оценить по методу деривативов, но это достаточно сложный метод, и он менее распространен. Обычно аналитики и рейтинговые агентства используют метод оценки на основании балансов.

Динамика кредитных свопов (Credit Default Swaps)



Возможно, обеим компаниям вновь удастся выйти сухими из воды. Но если они все-таки объявят о банкротстве, случится та самая паника, от которой Федрезерв избавил в марте, когда принял решение спасти от банкротства Bear Stearns.

Если на таком рынке начнется массовая паника на фоне банкротства крупных представителей финансовой системы, «карточный домик» может вмиг рассыпаться. И ФРС в этой ситуации ничего не сможет сделать. Вернее, не успеет. Контролирующих органов нет, создать их и «перелопатить» все данные займет слишком много времени. А реакция за это время не заставит себя ждать.

Рынок CDS уже
«напугал»
Федрезерв

Именно рынка свопов по кредитным дефолтам очень боится ФРС. Именно риски, связанные с ним вынудили Федрезерв в марте пойти на меры, в принципе не входящие в полномочия ФРС – спасти от банкротства Bear Stearns. Дело в том, что на самом деле Федрезерв спас не Bear Stearns, а JP Morgan, так как последний являлся крупнейшим продавцом свопов по кредитному дефолту (CDS) Bear Stearns, т.е. он продавал свои страховки (CDS) на случай того, что Bear Stearns не обанкротится. JP Morgan продал таких «гарантий» на сумму 7,5 трлн долларов! Банкротство Bear Stearns не просто вызвало бы панику на рынке, оно подорвало бы этот рынок, а сам JP Morgan оказался бы недалеко от финансового кризиса или банкротства.

Фактическое банкротство государственных компаний ипотечного рынка, Fannie Mae и Freddie Mac которые покрывают 40% ипотечных кредитов, выданных на сумму 12 трлн долларов, существенно подорвут доверие инвесторов к компаниям всего рынка. Это будет способствовать дальнейшему

раздутию рынка деривативов и, в первую очередь, свопов на дефолты компаний.

Учитывая вышеприведенные риски, мы полагаем, что именно со стороны этих факторов может начаться углубление проблем финансовых компаний. В случае реализации рисков реакция на фондовом рынке США, и как следствие на российском рынке, не заставит себя долго ждать.

В связи с начинающимся периодом отчетов финансовых компаний, мы советуем обратить внимание на следующие даты.

Расписание
важнейших
отчетов,
способных
повлиять на
динамику торгов
в течении III
квартала 2008

КОМПАНИЯ	ДАТА	ВРЕМЯ	ОЖИДАНИЯ (\$/акцию)
Wells Fargo	16 июля	16:00	0.49
JP Morgan	17 июля	14:30	0.49
Merrill Lynch	18 июля	00:00	-1.9
Citigroup	18 июля	14:30	-0.33
Bank of America	21 июля		0.56
Wachovia Bank	22 июля	15:00	0.4
MBIA	25 июля		-1.53
Moody's	1 августа		0.47
Fannie Mae	6 августа		-0.546
AIG	8 августа		0.84
Freddie Mac	29 августа		-0.52
Lehman Brothers	18 сентября		0.28
Morgan Stanley	19 сентября		0.955
Goldman Sachs	19 сентября		3.77

ООО «АТОН»

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

**Первый заместитель генерального
директора**

Сергей Рыбаков
aton-line@aton-line.ru
(495) 228-38-97

Аналитическое управление

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

Илья Ильин
Долговой рынок
Ilya.Ilyin@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2641

Вячеслав Буньков
Нефтегазовый сектор
Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2642

Андрей Бутенко
Электроэнергетический сектор
Andrey.Butenko@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2643

Инга Фокша
Макроэкономика, западные рынки
Inga.Foksha@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2644

Наталья Выгодина
Технический анализ
Natalia.Vigodina@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2645

Труфанов Андрей
Ассистент аналитика
Andrey.Trufanov@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2677

Управление по работе с клиентами

Андрей Циренин
Начальник управления по работе с клиентами
open@aton-line.ru
(495) 777-88-73

Евгений Носов
Технический анализ
Eugeny.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
(495) 777-88-78 доб. 2647

Елена Шишкина
Развивающиеся, товарные рынки
Elena.Shishkina@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2648

Денис Попов
Банковский сектор, денежный рынок, российская
макроэкономика
Denis.Popov@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2649

Ирина Скворцова
Телекоммуникационный сектор
Irina.Skvortsova@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2675

Ольга Митрофанова
Металлургический сектор
Olga.Mitrofanova@aton-line.ru
(495) 777-88-78 доб. 2676

© 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.