

План выкупа плохих активов: детали и комментарии

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

План выкупа плохих активов понравился рынку

Комментарий относительно плана выкупа плохих активов изначально готовился для ежедневного обзора. Однако реакция рынков на него оказалась столь эмоциональной, а его значение для будущей динамики рынка - столь существенным, что мы сочли необходимым выпустить отдельный специальный комментарий.

На рынке царит эйфория. В США по итогам понедельника индексы акций выросли на 7%. Сегодня в Азии продолжается рост (Nikkei второй день подряд прибавил более 3.0%). На рынке появилась еще одна аналогия с кризисом 1930-х годов. По данным Bloomberg, прирост индекса S&P 500 в течение 10 дней стал наивысшим с 1938 года.

Отбросив все детали в сторону, можно сказать, что **вчера было озвучено главное необходимое условие для прекращения разрушения финансовой системы США**. Долгожданные детали плана Финансовой Стабильности (который министр финансов Тим Гайтнер представил Конгрессу в начале февраля; см. наш обзор от 11.02.2009 г.) в части выкупа плохих банковских активов вчера были опубликованы. Первая реакция рынка - весьма однозначная - **инвесторы поверили в эту программу**. Теперь дело осталось за малым - претворить написанное на бумаге в жизнь.

Ниже мы приводим наши комментарии и ключевые аспекты опубликованной программы, все детали которой можно посмотреть здесь: <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg65.htm>.

Мы считаем крайне важным отметить основные детали плана в этом обзоре, чтобы иметь возможность ссылаться на них в дальнейшем. От осуществления этой программы во многом будет зависеть судьба глобальных финансовых рынков. Кстати, некоторые механизмы этой программы вполне могут быть использованы в российских реалиях.

Детали программы выкупа плохих активов (Public-Private Investment Program)

Официальное название - Частно-государственная инвестиционная программа. По сути это план выкупа плохих активов банков. Для простоты в дальнейшем мы будем использовать английскую аббревиатуру PPIF.

Финансовая система работает против экономики. Ключевая причина, почему так происходит, по версии Минфина США, справедливо заключается в наследственных (legacy) активах - ипотечных кредитах на балансах банков или ипотечных ценных бумагах. Именно эти наследственные активы (в более привычном варианте - «токсичные» активы) являются причиной неопределенности изменения балансов финансовых институтов владеющих ими, ограничивая возможность привлекать капитал или увеличивать кредитование.

Интересно, что Минфин США заменяет неприятный термин «toxic asset» на более благозвучный - «legacy asset». По факту - это одно и то же.

Цель программы

PPIF осуществляется для очищения балансов банков и других агентов финансовой системы от проблемных активов в целях последующего восстановления кредитования бизнеса и домашних хозяйств, необходимого для подъема экономики.

Объем средств

Используя от \$75 млрд до \$100 млрд средств, выделенных ранее Конгрессом на программу TARP, Минфин США вместе с ФРС, FDIC (Федеральной Корпорацией Страхования Депозитов) и частным капиталом создадут возможности для выкупа «токсичных» активов на сумму от \$500 млрд до \$1.0 трлн проблемных активов.

Особенности

Основным преимуществом этой программы является кооперация усилий частного и государственного секторов в целях снижения бремени проблемных активов банков. Государство не действует в одиночку и разделяет риски с частным сектором.

Три принципа PPIF:

- 1) Максимальная эффективность каждого доллара налогоплательщика.
- 2) Разделение риска с частным сектором, который лишается всех инвестиций в случае негативного сценария.
- 3) Определение цены с помощью рыночного механизма для минимизации риска завышения оценки проблемных активов.

Программа PPIF состоит из различных по технике исполнения частей:

- 1) Выкуп проблемных кредитов банков (т.н. Legacy loans), очистка балансов банков.
- 2) Выкуп проблемных ценных бумаг, в основе которых лежат ипотечные кредиты (т.н. Legacy Securities).

Техника выкупа проблемных кредитов (Legacy loans) и техника выкупа проблемных ценных бумаг (Legacy Securities) различаются, но в целом обе направлены на стимулирование привлечения частного капитала с использованием гарантий правительства США или средств ФРС.

Выкуп проблемных кредитов с балансов банков осуществляется с помощью следующей схемы:

- Банки, финансовые институты (сюда попадает довольно большой спектр организаций) представляют проблемные активы и формируют из них пул под надзором FDIC.
- FDIC устанавливает коэффициент debt-to-equity для каждого такого пула кредитов, но не больше 6:1.
- Каждый пул кредитов продается с дисконтом к номинальной стоимости на аукционе по наивысшей цене заявки.
- Лучшая заявка получает доступ к PPIF для формирования 50% equity части.
- Если цена удовлетворяет продавца плохого актива, частный инвестор финансирует операцию за счет выпуска долга, гарантированного FDIC.
- С момента продажи проблемного актива фонд управляется и контролируется частными менеджерами.

Схема в цифрах:

На \$100 проблемных активов по номиналу стоимостью \$84 на аукционе частный инвестор должен проинвестировать \$ 6 собственных средств, получить \$6 от Минфина США и привлечь займы на \$ 72, гарантированные FDIC (в случае, если отношение заемных средств к капиталу установлено на уровне 6:1).

Выкуп проблемных ценных бумаг (Legacy securities) также предназначен для очистки балансов, но только от уже «токсичных» ипотечных секьюритизаций. Цель прежняя – стимулировать кредитный рынок.

ФРС и Минфин США намерены расширить список потенциальных видов секьюритизаций в рамках программы TALF. ФРС будет предоставлять финансирование под для покупки проблемных секьюритизаций. Активы, попадающие в новый список – неагентские (выпущенные без гарантии Freddie Mac или Fannie Mae до 2009 г.) ипотечные секьюритизации с первоначальным рейтингом на уровне AAA, или обращающиеся коммерческие секьюритизации (CMBS), либо другие ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS) с рейтингом AAA.

Схема в цифрах

В рамках этого выкупа пять отобранных Минфином США управляющих активами получают \$100 госсредств в уставный капитал фонда на каждые \$100 средств частных инвесторов. Кроме того, Минфин предоставит \$100 в качестве заемного капитала для такого фонда, а также может рассмотреть возможность увеличения объема долга еще на \$100 по требованию управляющего. Сформировав фонд, управляющий действует по своему усмотрению, придерживаясь преимущественно стратегии buy-and-hold.

Наши комментарии

- 1) Мы полагаем, что идея управления проблемными активами понравится частному сектору. Фактически вы играете в рулетку, заранее зная, что стол намагничен, а казино (в данном случае - государство) несет ответственность в случае, если этот стол вдруг намагничен не будет. Проблема все же остается в том, что сила магнитного поля на процесс движения шарика в рулетке влияет ограниченно. Шарик может, например, выкатиться в совсем неожиданную зону (в данном случае – стоимость проблемных активов может продолжит снижаться).
- 2) Стоимость проблемных активов может быть зафиксирована на аукционах, часть банковской системы действительно сможет очиститься от таких активов, но не всех, потому что в реальности рецессия затронула все классы активов, и даже хорошие активы в случае продолжения рецессии могут привести к отрицательной переоценке балансов банков.
- 3) В первую очередь к продаже будут предложены наиболее рискованные активы, что может а) ускорить переоценку банковских балансов и б) оттянуть переоценку менее рискованных активов.
- 4) Пока непонятно, кто кроме ФРС будет готов инвестировать в долги частных фондов, гарантированные FDIC. Если больше никто, то ФРС продолжит «раздувать» свой баланс, принимая на себя все риски частного управления фондами плохих активов. Таким образом, степень принятия риска на свой баланс самой ФРС значительно возрастает.
- 5) Основная цель выкупа плохих активов – расчистить балансы банков и заставить их кредитовать экономику. Однако проблема снижения стоимости базовых активов не решается. Падение цен на недвижимость не прекращается вместе с усилением негативной динамики на рынке труда, что приводит к росту неплатежей и просрочек по другим кредитам.
- 6) Вчерашний рост во многом связан с эйфорией от публикации долгожданных деталей по выкупу активов. Однако эта программа недостаточна для того, чтобы прекратить другие негативные тенденции, которые распространились во время кризиса (например, резкое ухудшение состояния рынка труда).
- 7) Желание частных фондов участвовать в программе PPIF еще не подкреплено реальными фактами. Не исключено, что желающих «возиться» с проблемными активами может быть гораздо меньше, чем на то надеются финансовые регуляторы США.
- 8) Пока не все признанные финансовые гуру (мы видели мнение только Билла Гросса) высказались по поводу опубликованной программы. На наш взгляд, достаточно небольшой критики с их стороны, чтобы мнение рынка в отношении новой программы развернулось на 180 градусов.



Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Телекоммуникации, Банки

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.