

План Полсона Лекарство или косметика?

- Основные положения плана:
 - выделение USD700 млрд в несколько траншей;
 - warrants на акции финансовых организаций в обмен на выкуп проблемных активов;
 - выкуп проблемных активов у пенсионных фондов, местных администраций и малых банков;
 - отмена «золотых парашютов»;
 - формирование независимого наблюдательного совета для контроля за выполнением плана;
 - возможность реструктуризации ипотечных кредитов, но без права списания части задолженности частных заемщиков.
- Новые положения, появившиеся в результате обсуждения в Сенате США: USD149 млрд налоговых стимулов и льгот для компаний, работающих в области возобновляемых источников энергии и исследовательских фирм, вычеты по налогам с продаж, установленных штатами, и налоговые льготы для 24 млн домохозяйств.
- Возможные поправки до окончательного принятия закона: расширение роли Федеральной корпорации по страхованию вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation), обязательная программа страхования ипотечных ценных бумаг, оценка реальной стоимости проблемных активов банковскими регуляторами, расширение программ страхования от безработицы.
- Комиссия по ценным бумагам и биржам США либерализовала правила бухгалтерской отчетности, позволив учитывать активы по оценке менеджмента на основе моделей в случае, если рыночной активности в бумагах не существует и иначе придется использовать «бросовые оценки беспорядочных транзакций».
- Основные возражения критиков плана Полсона: план направлен только на решение кризиса проблемных активов на балансах банков, он не решает вопросы недостаточной капитализации банков и доверия между финансовыми организациями, но главное – он не решает проблему неплатежеспособности первичных заемщиков, которые не в состоянии обслуживать свои ипотечные кредиты.
- Одним из главных мероприятий в нынешней ситуации, по мнению критиков, должно быть реструктурирование и, если необходимо, списание ипотечного долга частных заемщиков, как это было сделано во время Великой депрессии. списание части долга частных заемщиков позволит им сохранить свои дома и поддержит их платежеспособность и уровень потребления. Отсутствие таких мер приведет к значительному снижению объемов потребления, что, в свою очередь, может вызвать резкое сокращение производства, рост безработицы и более глубокую и длительную рецессию.

Палата представителей Конгресса США третьего октября вновь рассмотрит план спасения американской финансовой системы, который она не приняла в понедельник (29 сентября), а Сенат одобрил в новой редакции в среду.

Результатом провала плана в Палате представителей в понедельник стало практически свободное падение рынков, после чего последовали увещевания со стороны чиновников всех рангов во главе с президентом Дж. Бушем о серьезности момента и исключительной важности этого плана для спасения финансовой системы США и, возможно, мира. Затем рынки отыграли значительную часть падения, надеясь на то, что после внесения поправок Сенат все же примет законопроект.

План, принятый Сенатом, несколько отличается от отвергнутого ранее Палатой представителей, и заключается в следующем:

1. Выделение USD700 млрд в несколько траншей – USD250 млрд сразу и USD100 млрд позднее, если проявятся положительные результаты использования первого транша, с возможностью заблокировать предоставление остальных USD350 млрд.
2. Варранты на акции в обмен на выкуп проблемных активов с балансов банков для рекапитализации банков и обеспечения участия налогоплательщиков в доходах от осуществления плана, если таковые возникнут.
3. План также позволит выкупить проблемные активы у пенсионных фондов, местных администраций и малых банков.
4. Предполагается введение ограничений на вознаграждение высшего руководства компаний, которые получают поддержку в рамках плана (этого условия не было в его первоначальном варианте; в последнее время было много возмущенных комментариев по поводу многомиллионных «золотых парашютов», которые получили главы обанкротившихся финансовых организаций).
5. Будет сформирован независимый наблюдательный совет, контролирующий выполнение плана.
6. Правительство, выкупившее ипотечные кредиты, получило право их реструктурировать, но не может уменьшить долг заемщиков – это условие было заблокировано представителями Демократической партии США. При этом демократы предлагали включить в план Полсона «второй стимулирующий пакет», предусматривающий, в частности, USD56 млрд для поддержания расходов на инфраструктуру, увеличения продолжительности выплат пособий по безработице и субсидирования администрациям штатов выплат Medicaid для групп населения с низкими доходами, но этот пакет был отвергнут республиканцами на стадии обсуждения.

Новые условия в законопроекте, принятом Сенатом, включают USD149 млрд налоговых стимулов и льгот для компаний, работающих в области возобновляемых источников энергии, исследовательских фирм, вычеты по налогам с продаж, установленных штатами, и налоговые льготы приблизительно для 24 млн домохозяйств.

Возможно, поправки в законопроект этим не ограничатся. Ожидается, что будет расширена роль Федеральной корпорации по страхованию вкладов, что позволит ей осуществлять инъекции капитала на финансовых рынках для помощи банкам с проблемными активами; будут введены обязательная программа страхования ипотечных ценных бумаг и оценка реальной стоимости проблемных активов банковскими регуляторами и расширено страхование безработицы. Комиссия по ценным бумагам и биржам уже объявила о либерализации правил бухгалтерской отчетности, что позволяет учитывать активы по оценке менеджмента на основе моделей в случае, если рыночной активности в бумагах не существует и иначе придется использовать «бросовые оценки беспорядочных транзакций».

Основной компонент плана Полсона – право на эмиссию казначейских долговых обязательств на сумму до USD700 млрд для финансирования выкупа у банков проблемных активов (главным образом ценных бумаг, привязанных к ипотечным кредитам). Идея заключается в том, что Казначейство США – долгосрочный инвестор и может держать эти активы до погашения, соответственно, «справедливая цена» с точки зрения Казначейства может быть выше текущей рыночной, которая сейчас обусловлена паникой инвесторов, старающихся избавиться от таких бумаг как можно быстрее.

В своих выступлениях перед комитетами Конгресса г-да Г. Полсон и Б. Бернанке подчеркивали, что виной всему коррекция на рынке жилья, и покупка неликвидных активов, привязанных к ипотечным кредитам, у банков и страховых компаний «создаст ликвидность и будет способствовать определению цены [на эти активы], в то же время уменьшая для инвесторов неопределенность в отношении текущей стоимости и перспектив финансовых организаций». Цену активов будет определять секретарь Казначейства в консультации с главой ФРС США.

Одно из главных возражений оппонентов этого плана направлено против цены выкупа проблемных активов. Если цена будет слишком высокой, она превысит конечную отдачу от этих активов и государство понесет значительные потери, что станет разбазариванием средств налогоплательщиков, и возможный доход от реализации варрантов не будут адекватной компенсацией этих потерь. Если же цена будет слишком низкой, это не окажет влияния на недокапитализацию банков, а эту проблему все равно придется решать (скорее всего, вливать дополнительные средства), чтобы купировать кризис в банковской системе.

Кроме того, бенефициарами этого плана становятся и держатели необеспеченных долговых обязательств финансовых институтов, что, по мнению критиков, несправедливо. Было бы более справедливо, если бы бенефициарами предлагаемого плана были только частные лица, имеющие в банках депозиты и пенсионные счета, а держателям необеспеченного долга была бы предложена конвертация части его в капитал.

Одно из самых существенных из высказываемых возражений (Дж. Стиглиц, Н. Рубини), на наш взгляд, касается невозможности прямого списания части задолженности «первичных» заемщиков – людей, которые взяли ипотечный кредит и теперь не в состоянии его обслуживать. Подобные меры уже проводились во время Великой депрессии: в 1933 г. была организована Home Owner's Loan Corporation, которая с дисконтом выкупала у банков дефолтные ипотечные кредиты. Затем эти кредиты (обычно короткие, на срок около 5 лет) реструктурировались в долгосрочные амортизируемые, так что размер ежемесячных платежей уменьшался и становился приемлемым для заемщиков; иногда часть задолженности списывалась. Таким образом, с 1933 г. по 1935 г. было выкуплено и реструктурировано около миллиона кредитов, что предотвратило обращение взыскания на залог и потерю заемщиками своего жилья. Так как кредиты выкупались у банков с дисконтом, непосредственная стоимость реструктуризации и уменьшения размера долга для налогоплательщиков была относительно небольшой, а к моменту ликвидации в 1951 г. корпорация даже показала прибыль. Если же принять во внимание побочные социальные эффекты, эту схему разрешения кредитного кризиса можно назвать вполне успешной.

Уже принятые меры – налоговые послабления для домохозяйств, спасение Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac и AIG Group – ничего не делают для разрешения фундаментальной проблемы несостоятельности частного заемщика по двум причинам. Во-первых, когда общий размер долгов слишком велик, разовые вливания дают только временное облегчение. Так, менее 50% денег, которые налогоплательщики получили в качестве возврата налогов весной 2008 г., были потрачены на потребление, вызвав небольшое оживление розничной торговли во втором квартале 2008 г. Основная часть этих денег была направлена на погашение долгов и сбережения.

Во-вторых, спасение финансовых организаций без уменьшения долговых проблем заемщиков не решает проблему платежеспособности домохозяйств, что ограничивает их возможность тратить и потреблять, что в свою очередь ведет к снижению производства, увольнениям и может вызвать более глубокую и длительную рецессию.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7777
Пол Роджер
PRoger@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляра

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Алексей Алехин
Михаил Матыцин

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Сергей Петренко
Константин Головкин
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева
Милана Романенко

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Яков Яковлев
Сергей Фурса

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Елена Ломакينا

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.