Российский subprime — миф или реальность?

Игорь СОРОКИН,

менеджер департамента секьюритизации ЗАО «Стандарт Банк»

Игорь Сорокин перешел в департамент секьюритизации в июле 2007 года из отдела кредитных рисков, где с 2006 года занимался преимущественно структурными продуктами и отношениями с финансовыми институтами стран СНГ. Имеет степень бакалавра в области финансов Университета Ноттингема (Великобритания) и членство в ACCA (Великобритания).

Роман ЛУЧКОВСКИЙ,

аналитик департамента аналитических исследований ЗАО «Стандарт Банк»

Роман Лучковский преимущественно занимается анализом банковского сектора и рынка секьюритизации стран СНГ. До перехода в Стандарт Банк в мае 2006 года Роман 2 года работал в отделе инвестиционно-банковских услуг HSBC. В июне 2007 года сдал первый экзамен на получение сертификата CFA.

В настоящее время subprime-кредитование в России незначительно и ограничивается краткосрочными потребительскими кредитами. Другие банковские продукты, в особенности ипотека, демонстрируют значительно лучшее кредитное качество. Кризис в США заставил многие отечественные банки более ответственно подходить к формированию своей кредитной политики, поэтому распространения высокорискованных продуктов в России в ближайшем будущем ожидать не стоит.

Проблемы рынка ненадежных кредитов (subprime) в США, вызвавшие глобальный кризис ликвидности, заставили многих задуматься о качестве кредитов и обеспеченных кредитами ценных бумаг в России.

Для того чтобы разобраться в этом вопросе, мы рассмотрим американский рынок subprime-кредитов и факторы, лежавшие в основе его бурного роста, и сравним с ситуацией на российском рынке. Несмотря на то что проблемы невыплат в США распространяются на разные сектора кредитования (потребительские, автокредиты, а также остатки по кредитным картам), основной удар пришелся на рынок ипотеки, на котором мы остановимся более подробно.

США

Объем ипотечного кредитования в США превысил $10 трлн на конец 2006 года, при этом рост в период 1999–2006 годов в два раза превысил показатель за предыдущие семь лет. Быстрому развитию ипотеки вообще и subprime-ипотеки в частности (до $1.5–2 трлн к концу 2006 года) послужило несколько причин, которые можно объединить в четыре широкие группы: экономические причины; расширение круга заемщиков; появление новых банковских продуктов; развитие возможностей финансового рынка по финансированию этих продуктов.

Экономические причины

Первые шесть лет нового века характеризовались несколькими тенденциями в американской экономике. ВВП страны демонстрировал уверенный рост, доходы населения увеличивались, а безработица снижалась. Комбинация этих факторов привела к росту уверенности потребителей в своем благополучии и к повышенным тратам.

Определенный удар по благосостоянию американцев и перспективам роста крупнейшей экономики мира нанесли обвал рынка акций высокотехнологичных компаний и теракты 11 сентября 2001 года. Для того чтобы смягчить негативные последствия для экономики и восстановить уверенность потребителей, Федеральная резервная система (ФРС) пошла на беспрецедентные шаги по снижению базовой процентной ставки с 6.5% в январе 2001 года до 1.0% в июне 2003 года, что было самым низким уровнем за последние 45 лет. Снижение ставок привело к тому, что стало выгоднее занимать и тратить деньги, а не накапливать и сохранять их на депозитах.

Таким образом, американская экономика характеризовалась растущим благосостоянием и уверенностью потребителей, с одной стороны, и достаточно низкими ставками заимствования — с другой. Это, в свою очередь, привело к увеличению количества семей, которые могли позволить себе приобрести дом или квартиру. Коэффициент владения недвижимостью вырос с 65% в конце 1990-х до 69% в 2005 году. Увеличившийся спрос привел к росту цен. Например, стоимость среднего американского дома увеличилась с $200 тыс. в начале 2000 года до $329 тыс. в начале 2007 года.

Расширение круга заемщиков

На фоне благоприятного развития экономики и растущих доходов банки стали искать способы расширить свою клиентскую базу. Одновременно выросли интерес и уверенность в завтрашнем дне у заемщиков, которые раньше не могли позволить себе долгосрочные кредиты на большие суммы (subprime borrowers). Основные отличия таких заемщиков от «благонадежных» заключаются в том, что у них отсутствуют положительная кредитная история или подтвержденные источники дохода. Чтобы удовлетворить свой растущий аппетит, они стали искать источники финансирования, в чем банки были рады им помочь.

Понятие subprime borrowers существовало и раньше, но масштабы его никогда не были такими заметными, как в последние шесть-семь лет. В ситуации растущей экономики и доходов населения расчет делался на то, что доходы «неблагонадежных» заемщиков тоже вырастут, и они смогут обслуживать свои кредиты.

Появление новых банковских продуктов

Общий оптимизм передался банкам и другим кредитным организациям, которые отреагировали на интерес subprime-заемщиков предложением новых кредитных продуктов. Высокие риски этих заемщиков давали возможность банкам предлагать им кредиты по более высоким ставкам. Разумеется, многие не могли себе позволить платить эти высокие проценты, и для них были предложены продукты с первоначально низкой ставкой, которая возрастала через определенный период (обычно два года).

Банки-кредиторы полагались на обеспечение, а не на кредитоспособность самого заемщика. В ситуации с непрерывно растущей ценой на недвижимость и высокой ликвидностью именно ипотека представлялась наиболее интересным продуктом, который можно было предложить рынку. Если заемщик через некоторое время переставал платить по кредиту, стоимость недвижимости успевала вырасти, и заложенный дом или квартиру можно было реализовать с минимальными потерями.

Рынку был предложен целый ряд других продуктов, которые не предназначались непосредственно неблагонадежным заемщикам, но несли в себе другие рискованные элементы. Типичные примеры включают в себя вторичную ипотеку (на уже заложенную недвижимость оформляется еще один залог) и ипотеку с плавающей ставкой (процентные платежи по ней определяются в зависимости от изменений какого-то базового показателя). Но, разумеется, широкое распространение новых кредитных продуктов не было бы возможно без создания эффективного механизма финансирования этого рынка.

Развитие финансовых рынков

Четвертым фактором, давшим мощный толчок развитию ипотечного кредитования, стало быстрое развитие финансового рынка. Секьюритизация (выпуск облигаций, обеспеченных каким-либо активом, в данном случае — ипотечными кредитами) дает возможность организациям, предоставляющим кредиты, не держать их у себя на балансе, а передавать широкому кругу инвесторов. Кроме решения вопросов финансирования и минимальной достаточности капитала, такие сделки позволяют банкам снимать с себя большую часть рисков неплатежей по кредитам и перекладывать их на инвесторов в облигации.

Система финансирования ипотечного рынка включала в себя целый ряд специализированных участников. Ипотечные брокеры (или банки) привлекали клиентов и выдавали кредиты. Выданные кредиты аккумулировались инвестбанками в пулы и перепродавались инвесторам в виде ценных бумаг, обеспеченных этими пулами (RMBS — Residential Mortgage-Backed Securities). Для увеличения привлекательности продукта среди инвесторов банки нанимали рейтинговые агентства, которые присваивали кредитные рейтинги бумагам. На этом процесс, как правило, не останавливался — инвестбанкиры переупаковывали RMBS в облигации, обеспеченные ипотечными ценным бумагами (CDO — Collateralized Debt Obligation), и продавали инвесторам.

К преимуществам такой системы можно отнести высокий уровень специализации на каждом этапе процесса, а также распределение финансирования среди максимально широкого круга инвесторов, что снижает стоимость ипотечных кредитов для населения. С другой стороны, схема страдает от конфликта интересов между ее участниками. Основной доход банков, выдающих кредиты, составляют комиссии за выдачу и обслуживание, а не проценты, которые идут инвесторам в RMBS. Банки оказываются заинтересованы в выдаче максимального объема кредитов в кратчайшие сроки, что неизбежно приводит к ухудшению стандартов и менее тщательной проверке потенциальных заемщиков. А инвесторы, которые несут большую часть рисков, в силу недостаточности информации и большого количества посредников не имеют возможности реально оценить качество кредитов, лежащих в основе RMBS/CDO, и вынуждены полагаться на мнение рейтинговых агентств.

«Праздник» на рынке ипотечного кредитования мог продолжаться довольно долго при наличии двух условий — стабильного роста цен на недвижимость, что увеличивало стоимость обеспечения, и устойчиво низких процентных ставок, что снижало риск роста платежей по кредитам. Но ожидания не оправдались. ФРС начала цикл повышения ставки в середине 2004 года, увеличив ее до 5.25% к началу 2006, что мгновенно отразилось на ежемесячных платежах заемщиков, взявших кредит под плавающую ставку. Кроме того, увеличение стоимости кредитования ограничило возможность рефинансироваться заемщикам, у которых заканчивался льготный период кредитования. Одновременно с этим рост цен на недвижимость остановился, а во многих штатах сменился падением.

Стагнирующая или снижающаяся цена на недвижимость создает сложности той группе заемщиков, которая брала кредиты с первоначально низкой ставкой, рассчитывая на то, что сможет рефинансироваться до окончания льготного периода. Эти люди вдруг понимают, что теперь они вынуждены платить гораздо более высокие проценты, а возможность взять новый кредит на ту же сумму с льготной ставкой отсутствует.

При достаточно значительном падении цен на недвижимость может наступить неприятный для заемщика момент, когда стоимость его недвижимости становится меньше, чем сумма долга, взятого на ее приобретение (Negative Equity). В такой ситуации выгоднее перестать платить по кредиту и отдать свою недвижимость кредитору.

Участившиеся случаи неплатежей по кредитам вызвали увеличение предложения недвижимости, когда банки стали выставлять на продажу заложенные дома для возврата своих кредитов. Увеличение предложения вызвало дальнейшее снижение цены и, в свою очередь, новые дефолты. Возросшие дефолты привели к финансовым сложностям банков и, как следствие, к перебоям с финансированием новых ипотечных кредитов, подрывая спрос на недвижимость и еще больше снижая цену на нее. Пирамида американской недвижимости, воздвигнутая во многом благодаря доступности финансирования, оказалась уязвима именно из-за своей высокой зависимости от заемных средств.

РОССИЯ

Рынок кредитования частных лиц, практически не существовавший в России 1990-х, в последние годы рос очень высокими темпами, достигнув $120 млрд в 2007 году. Ипотечный рынок, вызывающий особую обеспокоенность у глобальных инвесторов, достиг $25 млрд по сравнению с менее чем $500 млн в июне 2004 года. Рассмотрим сложившуюся ситуацию более детально в контексте тех четырех групп факторов, которые сыграли основную роль в США.

Экономические причины

На высокие темпы роста кредитования частных лиц влияли причины, во многом схожие с теми, что вызвали развитие этого сегмента в США. Рост ВВП России не опускался ниже 6% в 2003–2007 гг. Среднемесячные доходы на душу населения выросли со $100 в 2001 году до $370 в 2007 году. Быстрый рост экономики сопровождался значительной инфляцией, которая делает накопление нецелесообразным, а заимствования, наоборот, выгодными. Повышение доступности долгосрочного и более дешевого финансирования на международных рынках для российских финансовых учреждений позволило снизить ставки по кредитам, увеличить срок кредитования и соотношение показателя кредит/залог (особенно для ипотечных кредитов).

Неудовлетворенный спрос на недвижимость и недостаточная развитость других рынков для инвестирования привели к резкому росту цен на недвижимость — с $600/кв. м. до $4500/кв. м. в Москве и с $200/кв. м до $1500/кв. м. в среднем по России с начала 2002 года до конца 2007 года. Такой резкий рост цен породил заявления о «перегретости» российского рынка жилья и неизбежности коррекции.

Следует отметить, что доля сделок купли-продажи недвижимости в России с привлечением ипотеки не превысила еще отметки в 10%. Таким образом, рост цен на недвижимость в незначительной степени подвержен влиянию доступности кредитования, а объясняется скорее прочими факторами, в том числе большим разрывом между потребностями в жилье, с одной стороны, и спросом — с другой. Российских рынок недвижимости в значительной степени защищен от трудностей финансового рынка. Подтверждение этому можно было наблюдать в январе-феврале 2008 года, когда, несмотря на удорожание ипотеки и значительное снижение объемов ипотечного кредитования, цены резко рванули вверх.

Расширение круга заемщиков

В России рост кредитования физических лиц стал возможен благодаря открытию этого рынка широкому кругу заемщиков с начала 2000-х годов. Разделить заемщиков на надежных и сомнительных в России пока сложнее, чем на Западе. Кредитные бюро, играющие ключевую роль в определении качества заемщика в США, в России только начали зарождаться. Не существует единой базы данных, доступной всем участникам рынка. Имеющаяся информация относится к очень небольшому периоду времени, приходящемуся на стабильный экономический рост в стране. Такие данные при изменении экономической конъюнктуры, скорее всего, будут нерепрезентативны.

Тем не менее, subprime-кредитование в стране, несомненно, есть. В отличие от США, деление заемщиков на надежных/ненадежных в России на данном этапе правильнее делать не на основе их кредитных историй, а исходя из используемых ими банковских продуктов.

Появление новых банковских продуктов

Продукты, адресованные заемщикам повышенной категории риска, сконцентрированы не в ипотеке, а главным образом в потребительском кредитовании (то есть в кредитах, не обеспеченных залогом активов). Особенно это заметно при анализе кредитов, выданных в точках продаж (другими словами, в торговых сетях). Мы оцениваем рынок таких кредитов в $6 млрд на конец 2007 года. По нашим расчетам, доля просроченной задолженности в данном секторе достигла 15–20% в декабре 2007 года.

Очевидно, что банки к такой просрочке были не готовы, в связи с чем многие пересмотрели свои критерии оценки заемщика и снизили объем данного типа кредитования несмотря на то, что высокие процентные ставки по таким кредитам с избытком покрывают риски. Для многих банков выдача кредитов в местах

продаж была хорошей возможностью создать свои личные кредитные базы с целью отсеять ненадежных заемщиков на этапе, когда размер кредита невелик. Клиенты, прошедшие проверку потребительскими кредитами, переходят на более высокий уровень и допускаются к более крупным и долгосрочным кредитам.

Такая процедура успешно используется для отсева мошенников и малосознательных граждан, не понимающих, что кредиты придется возвращать. К сожалению, отсев не делает оставшихся заемщиков, полностью и вовремя выплачивающих данные кредиты, более надежными (то есть не переводит их из категории subprime в категорию prime). Дело в том, что портрет таких заемщиков продолжает соответствовать категории subprime — их доходы, как правило, довольно низкие, часто не подтверждены, возможности или умения накапливать сбережения у них нет, покупки часто импульсивны. Человек, который не может позволить себе купить чайник без использования кредита, очевидно, относится к категории subprime.

Обеспеченные кредиты, в первую очередь на приобретение автомобиля и недвижимости, берут другие группы заемщиков. И несмотря на то что наличие какой-то доли subprime-заемщиков отрицать нельзя, разница с США значительна. Рассмотрим ее на примере ипотеки.

Большинство российских ипотечных кредитов характеризуется строгими стандартами проверки кредитоспособности заемщика и документации, низким соотношением кредита и стоимости заложенного имущества (средний показатель не превышает 70%), а также широко распространенной практикой привлечения поручителей и страховки. Быстрый рост доходов и рост цен на недвижимость также являются факторами повышения качества кредитов.

Целый ряд высокорисковых продуктов, вызвавших кризис в США, в России практически отсутствует. По нашим оценкам, кредиты с плавающей ставкой занимают не более 1–2% рынка. Банки берут на себя риск увеличения стоимости финансирования (возможно, рассчитывая на ее снижение). Повышение ставок не отразится на ежемесячных выплатах уже существующих заемщиков. Кроме того, в России отсутствуют кредиты с увеличивающейся ставкой, то есть заемщики защищены от резкого роста ежемесячных платежей, и нет вторичного залога (second-lien loan).

Немаловажны и культурные отличия между ипотечными заемщиками в России и США. Для многих россиян покупка квартиры все еще остается главной сделкой в жизни, к которой идут многие годы и относятся гораздо более ответственно, чем американцы. Эти культурные отличия и суровый российский климат делают потерю квартиры в случае дефолта по ипотеке значительно более серьезным событием для россиянина, чем для американских заемщиков.

В России практически нет достаточно распространенного в США класса заемщиков, которые спекулируют на ставках и берут кредит, рассчитывая рефинансировать его при снижении процентных ставок. Рефинансирование в России сравнительно неинтересно как банкам (во время перерегистрации залога, занимающей один месяц, новый кредит является необеспеченным), так и заемщикам (долго, дорого, результат неизвестен, кроме того, заемщик лишается возможности получения налогового вычета). Поэтому, как правило, российские заемщики берут кредит, только если они действительно рассчитывают, что смогут его обслуживать, а не в спекулятивном ожидании снижения ставок.

В целом кредитное качество ипотечных кредитов в России на данный момент можно признать достаточно хорошим, что проявляется в сравнительно низком уровне просрочки в уже проведенных сделках секьюритизации ипотечных кредитов, особенно по сравнению с другими видами кредитования. Стоит отметить, что некоторые игроки ипотечного рынка отмечали определенное увеличение просрочки в 2007 году, что было объяснено техническими причинами, а также выполнением обязательств по выкупу просроченных кредитов. Хотя сравнительно с другими видами кредитования в России или ипотекой в США эти уровни являются скромными, игнорировать эту тенденцию нельзя, и ее дальнейшее развитие, несомненно, будет объектом пристального внимания.

Продолжительный экономический рост, жесткая конкуренция на рынке банковских услуг, а также возможность получения дешевого

финансирования позволили банкам несколько ослабить критерии качества заемщиков, что стало особенно заметно с конца 2006 года. В ипотеке это отразилось в появлении продуктов, имеющих характеристики subprime: выдача кредита на всю стоимость объекта недвижимости, выдача крупных кредитов (более $1 млн), доведение показателя выплата/доход (payment-to-income) до более 50%, выдача кредитов в незнакомых заемщику валютах (например, японские иены и швейцарские франки). Наиболее яркое проявление такой тенденции — выдача кредитов заемщикам без подтверждения их платежеспособности и доходов. Хотим отметить, что хотя это является одним из основных признаков subprime-заемщиков в США, в России большая часть этих кредитов обладает неплохим качеством. Причина — в США есть довольно большой шанс того, что человек, не подтвердивший документально свой доход, такого дохода и не имеет. В то же время в России скрытые доходы — это до сих пор широко распространенная бизнес-практика.

Стоит оговориться, что окончательное мнение о незначительности доли subprime в ипотеке можно будет составить только на основании статистических данных за полный цикл кредитования, охватывающий период более сложной экономической конъюнктуры, чем сейчас.

Развитие финансовых рынков

Российский финансовый рынок развивался достаточно высокими темпами до начала кризиса subprime в США. Было проведено 15 сделок по секьюритизации, из которых две были размещены на внутреннем рынке. Многие банки (в том числе второго и третьего эшелона), рассчитывая на доступность дешевого и долгосрочного финансирования через секьюритизацию, в спешном порядке стали выходить на рынок кредитования физических лиц, в особенности ипотеки. Но при этом отличие от американского рынка заключалось в том, что российские банки сохраняли большую часть рисков секьюритизированного портфеля, во-первых, обязуясь выкупить просроченные кредиты, во-вторых, выкупая самые рискованные секьюритизированные транши.

Рейтинговые агентства, проводя свой анализ, иногда не обладали полной исторической информацией, что побуждало их максимально подробно смотреть на контрагентов и использовать весьма консервативные требования к секьюритизируемым портфелям и структурам. Это породило заявления некоторых аналитиков, что рейтинги российских структурных бумаг занижены. Более того, российский рынок не успел еще «увлечься» сложными продуктами, такими как CDO или многотраншевые RMBS, что делает анализ российских ценных бумаг более доступным для инвесторов.

Глобальный кризис ликвидности повлиял на российский рынок кредитования, в первую очередь — ипотечного. Рефинансирование портфелей кредитов (особенно долгосрочных) значительно затруднилось, банкам пришлось держать кредиты на своих балансах, вследствие чего многие банки снизили объемы выдачи кредитов и повысили процентные ставки. Более того, когда международные рынки откроются, инвесторы будут гораздо более внимательны к качеству секьюритизируемых портфелей, что уже сейчас заставляет банки пересматривать свои требования к заемщикам в сторону ужесточения. Например, многие банки снизили максимальное соотношение кредита и залога. На рынке ипотеки становится все меньше продуктов, в которых можно найти какие-то признаки повышенного риска. Кредитование других, более рискованных продуктов тоже активно пересматривается в сторону снижения их доли и ужесточения критериев отбора заемщиков.

Подводя итоги, следует подчеркнуть, что subprime в России пока сконцентрирован в краткосрочных необеспеченных кредитах. Несмотря на то что растущая конкуренция вынудила некоторые банки пойти на послабления в стандартах выдачи обеспеченных кредитов (авто- и ипотечных), уровень кредитного контроля и, соответственно, качества портфелей достаточно высоки, и subprime там практически не наблюдается. Более того, начавшийся в США кризис заставил большинство банков ужесточить требования к заемщикам, что особенно заметно на примере ипотеки. Таким образом, как ни парадоксально это звучит, кризис в США оказался благом для российской банковской системы, отпугнув банки от subprime-кредитования. Вопрос лишь в том, надолго ли.