Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по рискам на рынке секьюритизированных продуктов, Barclays Capital[1]

НАЧИНАЯ С 2007 ГОДА БОЛЬШИНСТВО ПУБЛИКАЦИЙ, ПОСВЯЩЕННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИМ ПРОБЛЕМАМ США, НЕ ОБХОДЯТСЯ БЕЗ УПОМИНАНИЯ СЛОЖНОЙ СИТУАЦИИ НА РЫНКЕ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ. КАК СЛОЖИЛАСЬ, ЧТО ОТ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА РЫНКЕ ОДНОГО ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО ТОВАРА (ЖИЛЬЯ) СТАЛО ЗАВИСЕТЬ БЛАГОСОСТОЯНИЕ ВСЕЙ ЭКОНОМИКИ? ЭТОМУ ЕСТЬ ОЧЕВИДНЫЕ ПРИЧИНЫ: ПЕРЕИЗБЫТОК ЛИКВИДНОСТИ В ПОИСКАХ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ, ОТСУТСТВИЕ НАДЛЕЖАЩЕГО БАНКОВСКОГО НАДЗОРА, НОВЫЕ КРЕДИТНЫЕ ПРОДУКТЫ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПОЗВОЛИЛИ СИТУАЦИИ ВЫЙТИ ИЗ-ПОД КОНТРОЛЯ ВО МНОГИХ СФЕРАХ АМЕРИКАНСКОЙ ЭКОНОМИКИ, ВКЛЮЧАЯ СЕКТОР ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ. ЭТОМУ ВОПРОСУ ПОСВЯЩЕНО НЕМАЛО КНИГ И СТАТЕЙ, ТЕМА ДОСТОЙНА ОТДЕЛЬНОГО РАССМОТРЕНИЯ, А В ДАННОЙ РАБОТЕ АВТОР СТРЕМИТСЯ ДАТЬ ОТВЕТ НА БОЛЕЕ КОНКРЕТНЫЙ ВОПРОС О ТОМ, КАК КРИЗИС РЯДА РЕГИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ США ПРИВЕЛ К ФИНАНСОВЫМ ПОТРЯСЕНИЯМ ВСЕЙ СИСТЕМЫ.

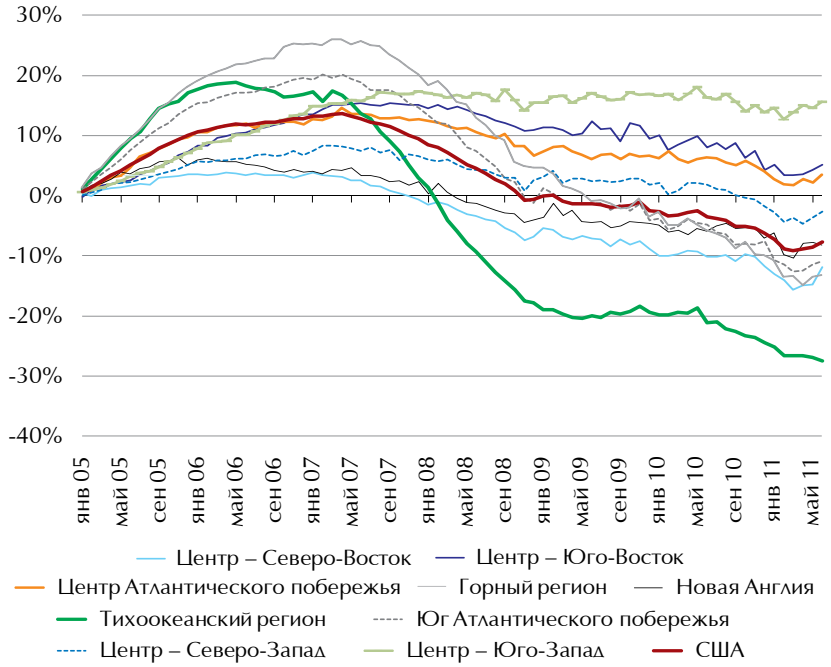
Ипотека без границ

ОСОБЕННОСТИ ПРЕДМЕТА ЗАЛОГА

Недвижимость — крайне неликвидный актив, который сильно зависит от общего состояния местной экономики, расклада политических сил и прочих сугубо локальных факторов, на которые не всегда одинаково влияют национальные тенденции. Уникальность кризиса, начавшегося в 2008 году, состоит в том, что это первый случай практически синхронного падения цен во всех регионах страны. Рисунок 1 показывает кумулятивное изменение цен в регионах США (база — январь 2005 года).

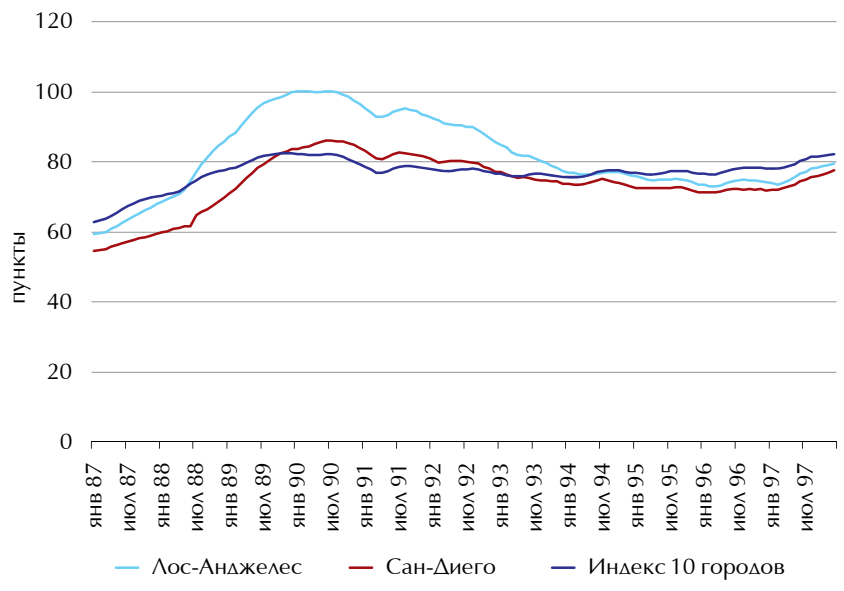
С точки зрения закона, в США сделки с недвижимостью являются прерогативой прежде всего местного законодательства. Обязательные условия, включенные в каждый контракт, разделение земель по типу эксплуатации, процедура регистрации сделок и разрешения конфликтов, возможная потеря собственности в результате неплатежеспособности заемщика — все это фиксируется в законодательстве штата. Несмотря на серьезную эволюцию и сближение требований и особенностей норм разных штатов, сохраняется целый ряд существенных различий. В частности, законодательство почти половины штатов требует судебного решения для изъятия недвижимости в случае, когда она является предметом залога по задолженности, которая была просрочена (judicial foreclosure states). В условиях большой загруженности судов это серьезно затягивает сроки возвращения имущества кредиторам.

Рисунок 1
Кумулятивное изменение цен на недвижимость в регионах США (база — январь 2005 г.)



Источник: FHFA

[1] Статья отражает личное мнение автора и не является исследованием Barclays Capital.



Источник: Case Shiller Weiss

Рисунок 2

Индекс цен на недвижимость в регионах Калифорнии по сравнению с индексом цен в 10 крупнейших городах

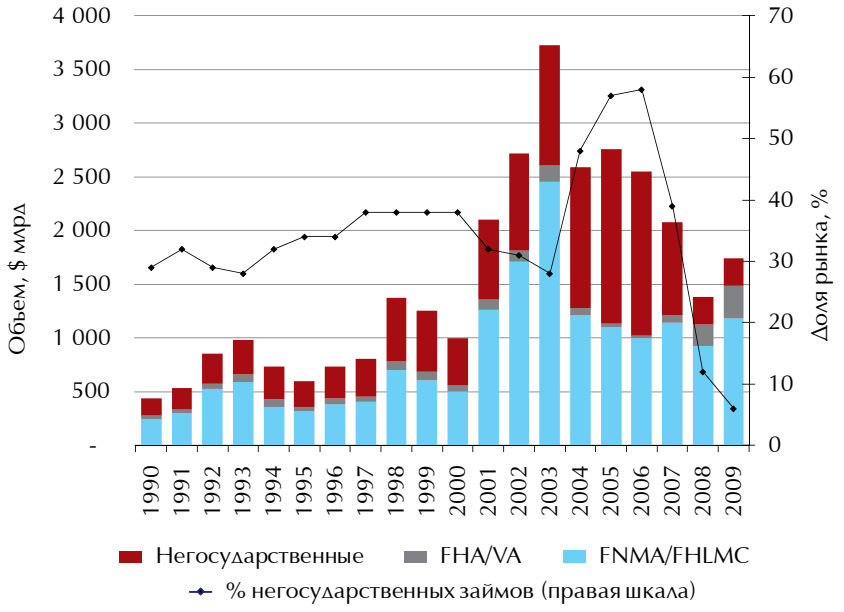
Система ипотечного кредитования — как коммерческого, так и жилого — также прежде всего региональная по своей сути. Рост или сокращение населения, занятость, спрос на жилые и коммерческие площади, наличие предложения, финансирования, количество потенциальных и реальных проблемных заемщиков, ожидания роста и падения цен в рамках сложившегося рынка определяют увеличение или падение спроса, цен, а также потенциальный невозврат кредитов в значительно большей мере, чем движения национальных индексов или колебания цен на мировых биржах.

Кризис — естественный этап роста рынка. Местные кризисы на рынке недвижимости постоянно происходят то в одном, то в другом регионе США. В частности, падение цен на нефть в 1986 году и серьезный спад в экономике штата Техас привели к тому, что половина офисов Хьюстона на протяжении нескольких лет пустовала. Резкое сокращение расходов Пентагона в конце 80-х годов сильнее всего ударило по Калифорнии, где было сосредоточено много предприятий оборонной промышленности. В обоих случаях всплеск безработицы привел не только к спаду использования коммерческих площадей и проблемам с коммерческой ипотекой, но и к падению спроса на жилую недвижимость, в результате чего рост цен не возобновлялся вплоть до 1997 года. Рисунок 2 показывает индекс цен в регионах Калифорнии в сравнении с индексом цен в десяти крупнейших городах.

Говорить о появлении национального рынка недвижимости, равно как и о вероятности одновременного кризиса во всех регионах, стало возможно только с развитием вторичного рынка ипотечных займов, взрывной рост которого пришелся на 90-е годы.

Рисунок 3

Объем рынка ипотечных бумаг в США



Источник: Bank of America Merrill Lynch

ИПОТЕКА ЗА ПРЕДЕЛАМИ ОДНОГО РЕГИОНА

Национальный рынок ипотечных ценных бумаг начал формироваться в 1938 году, когда было создано федеральное агентство по страхованию ипотечных займов[1], обеспеченных жилой недвижимостью и соответствовавших определенным критериям. Возник механизм, который позволил местным кредиторам передавать риски на национальный уровень и уменьшил их зависимость от региональных факторов.

Серьезный рост вторичного рынка начался в конце 70-х годов, когда региональные банки были вынуждены реструктурировать свои ипотечные портфели в условиях высокой инфляции и растущей конкуренции за депозиты. В начале 80-х годов после юридического оформления новых финансовых инструментов[2] рынок получил еще один стимул.

В 90-е годы в результате направленной политики конгресса по облегчению доступа к жилищным кредитам для малообеспеченных граждан федеральные агентства[3]

---

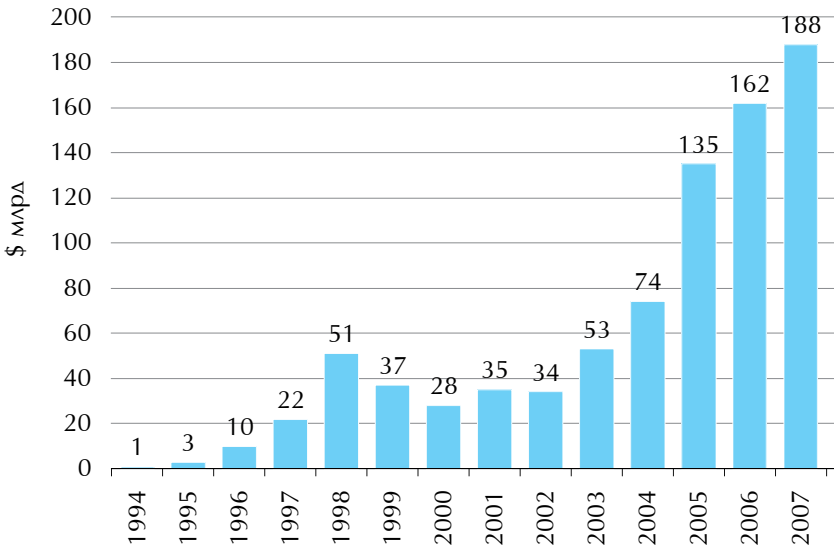
[1] Federal Housing Administration.

[2] Две юридических концепции — CMO (collateralized mortgage obligation) и REMIC (real estate mortgage investment conduit). Большинство гарантированных государством ипотечных бумаг выпущено в форме REMIC.

[3] FNMA, FHLMC, GNMA. Российское АИЖК — их аналог.

способствовали росту кредитования, покупая негарантированные облигации в свои инвестиционные портфели. Размер рынка ипотечных бумаг достиг $11 трлн (2007 год), из которых более 60% обращалось на вторичном рынке. При содействии агентств основной рост пришелся на долю более доходных, не гарантированных правительством обязательств — их объем удвоился с 2003 по 2006 год (см. Рисунок 3).

Финансовый «мост» позволил и другим региональным рынкам подняться до национального уровня. В 80-е годы появилась возможность передавать кредитный риск не только по жилым, но и по коммерческим ипотечным займам. С приходом новых инвесторов на рынок в последние предкризисные годы (2006–2007 годы) секьюритизация позволяла финансировать до 2/3 новых коммерческих ипотечных займов, обеспеченных офисами, торговыми центрами, гостиницами, складами, коммерческим жильем. В настоящее время около 30% всей существующей задолженности по коммерческой ипотеке выведено на вторичный рынок через CMBS. Рисунок 4 показывает динамику роста обьемов выпуска коммерческих ипотечных бумаг с помощью секьюритизации.



Источник: Bank of America Merrill Lynch

Рисунок 4

Объем выпуска коммерческих ипотечных бумаг с помощью секьюритизации

БЫЛ ЛИ КРИЗИС?

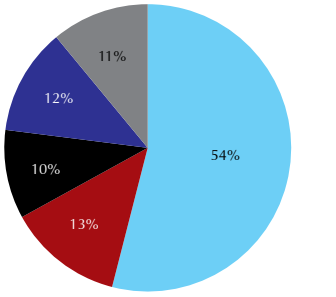
Кризис ликвидности на рынке ипотечных ценных бумаг действительно случился в короткий промежуток — лето-осень 2008 года. Несмотря на колебания цен и растущий вал негативной информации, большинство участников рынка до 2008 года полагались на правильную организацию дел в национальных ипотечных структурах FNMA и FHLMC, которые страховали инвесторов от дефолта. К лету 2008 года все негативные факторы сошлись воедино: рост числа проблемных займов во всех сегментах ипотечного рынка, сомнения в правильности финансовой отчетности и очевидная недостаточность резервов капитала федеральных агентств[1] при наличии огромного портфеля на балансе, состоявшего из ипотечных бумаг, обеспеченных низкокачественными займами. Сомнения в платежеспособности агентств вызвали падение стоимости их акций и обвал котировок на рынке ипотечных бумаг в июле, что заставило федеральное казначейство США в сентябре 2008 года взять эти организации под прямой контроль. Этот шаг решил проблему ликвидности в самом большом сегменте рынка ипотечных займов — гарантированных государством (см. Рисунок 5).

Меньше чем через год программа государственно-частного партнерства[2] по инвестированию в более рискованные сегменты рынка подстегнула цены и в этих секторах при минимальных вложениях со стороны государства. На Рисунке 6 виден рост цен на все категории негарантированных ипотечных облигаций после дна, достигнутого в марте 2009 года, незадолго до начала действия программы.

Реальный кризис — кризис платежеспособности — начался еще в 2007 году, после того как количество займов, выданных без проведения надлежащего кредитного анализа, превысило критическую отметку. За несколько лет до того, как пузырь лопнул, многим специалистам рынка ценных бумаг[3] уже стало очевидно, что качество заемщиков стремительно ухудшается. Но пока большинство займов обслуживалось, никто не думал останавливать процесс превращения кредитования в пирамиду. Под давлением все новых средств, привлекаемых в этот сектор, рынок продолжал расти при постоянно снижающейся доходности. Поэтому стоило небольшому числу заемщиков

Рисунок 5

Структура рынка ипотечных займов

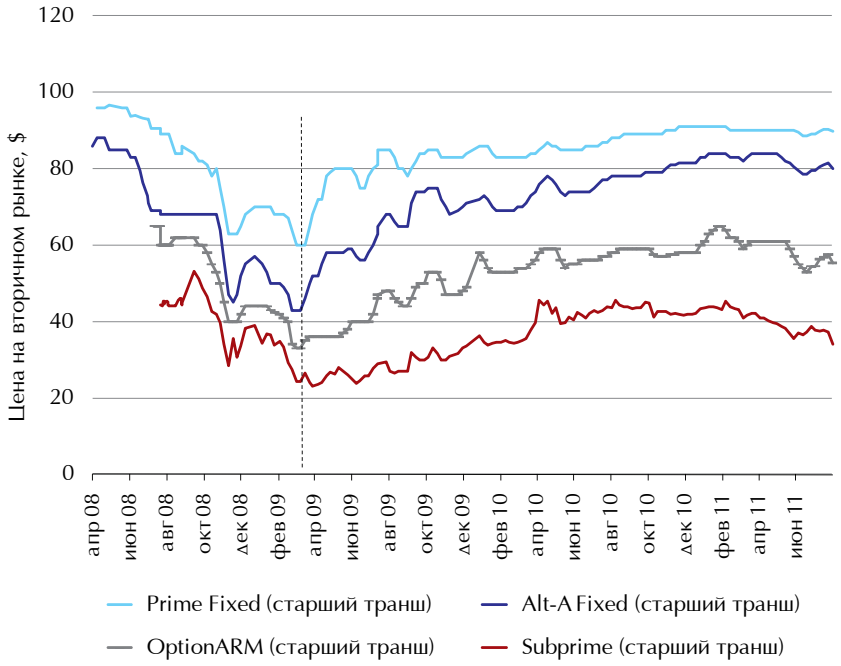


Источники: Deutsche Bank, LoanPerformance

[1] Интересная тема исследования — как частной организации удавалось в течение многих лет при все возрастающем риске ее вложений несколько раз добиваться уменьшения размера обязательного капитала

[2] PPIP — public private investment partnership.

[3] Рекомендую книгу The Big Short, где упоминаются многие участники рынка, которые придерживались данной точки зрения.



Источник: Barclays Capital

Рисунок 6

Динамика цен на рынке негарантированных ипотечных облигаций в 2008–2011 гг.

перестать платить[1], как начал формироваться снежный ком последствий: резко сократились объемы и ужесточились условия кредитования, что, в свою очередь, привело к форсированным продажам и падению цен практически повсеместно.

Как показывают исследования, масштаб падения цен и количество заемщиков с неудовлетворительной кредитной историей в регионе взаимозависимы. Поэтому больше всего пострадали регионы с наибольшей концентрацией малообеспеченного населения (в основном «песчаные штаты» страны), где ипотечные кредиты выдавались на более жестких условиях, неочевидных для неискушенных клиентов.

Кризис такого рода остался бы региональным, если бы не было секьюритизации и стандартной диверсификации портфелей по регионам страны[2]. Развитый вторичный рынок ипотечных ценных бумаг и их производных многократно умножил эффект проблем каждого региона и усугубил ситуацию в финансовом секторе. На Рисунке 7 показана структура основных держателей ипотечных облигаций перед началом кризиса: игроки фондового рынка (19%), банки (18%), крупнейшие депозитарии — активные участники секьюритизации (14%), ссудно-сберегательные кассы (13%), инвестиционные фонды (12%). Почти все они находились на грани банкротства в 2008 году.

Рисунок 7

Структура держателей ипотечных облигаций перед кризисом

Источник: FHLMC

ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ?

Объединенными усилиями финансовых властей в конце 2008 – начале 2009 года удалось остановить бесконтрольное падение вторичного рынка, прежде всего благодаря правительственным гарантиям, а также прямым финансовым вливаниям — покупке гарантированных государством ценных бумаг федеральных агентств за счет денежной эмиссии центрального банка[3].

Начиная с 2008 года правительство и Конгресс США также приняли целый ряд программ для помощи непосредственно заемщикам, попавшим в тяжелое положение. Практический смысл заключается в работе с кредиторами для продления срока погашения кредита и уменьшения ежемесячных платежей, что, как надеются авторы программы, побудит заемщиков начать вновь платить по кредитам.

Но рост безработицы и резкое падение цен на жилье делает невозможным рефинансирование ипотечной задолженности больше чем 50% населения при любых процентных ставках. И это не говоря о тех, кто уже находится в критическом положении[4] — большинство заемщиков из малообеспеченных слоев, получивших кредиты на условиях, которые изначально являлись менее выгодными[5]. Критерии правительственных программ позволяют помочь не более чем 10% таких должников. Рисунок 8 демонстрирует процент заемщиков, чей долг выше текущей стоимости их жилья: сравните наиболее пострадавшие штаты (почти 80% в Калифорнии, Флориде, Аризоне, Неваде) и остальные регионы (40%).

Быстрому разрешению кризиса мешают также особенности процедуры взыскания залога, так как неплательщика нельзя выселить из своего дома до окончания рассмотрения его дела в рамках несколь-

---

[1] Кризис начался с четырех «песчаных» штатов — Калифорнии, Аризоны, Невады, Флориды, — где многие заемщики произвели не более одного платежа перед дефолтом.

[2] Одно из базовых требований рейтинговых агентств.

[3] Программы Quantitative Easing I и II — количественного смягчения денежной политики.

[4] По разным оценкам, долг 20–30% ипотечных заемщиков страны превышает текущую стоимость их жилья.

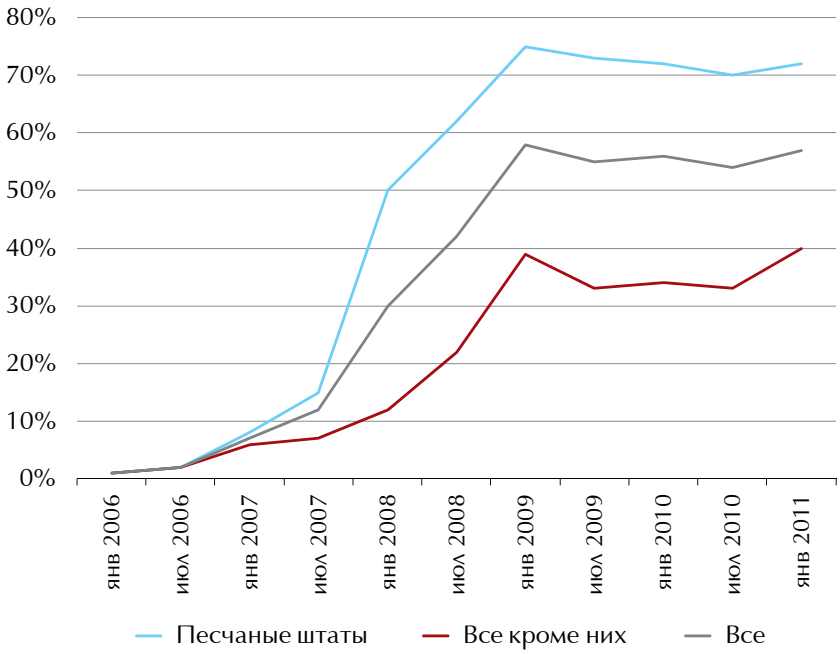
[5] Займы, не гарантированные федеральными агентствами.

ких правительственных программ[1] и/или судах нескольких инстанций. В зависимости от юридических особенностей региона процесс может продолжаться до двух лет. Практический эффект затягивания решения этой проблемы — превращение целых районов в огромные трущобы, полные временных жильцов.

Если убрать пафос политических деклараций, то становится очевидно, что на данный момент реальные результаты правительственных программ минимальны. Объективная причина состоит в том, что большинство неплательщиков не могут получить помощь даже на льготных условиях.

Это хорошо видно на примере одной из правительственных программ — HAMP[2]. Статистика показывает, что часть займов была выдана на основе информации о доходе заемщика и предмете залога, которая изначально не соответствовала действительности: информация о доходах заемщиков отсутствует (28%); большая часть проблемных заемщиков не зарабатывает достаточно, чтобы направлять не более 31% дохода на оплату жилья (52%); некоторые заемщики, даже получив одобрение на автоматическое улучшение условий займа, не сделали ни одного платежа (6%). Только оставшиеся 14% могут рассматриваться как потенциальные кандидаты.

Проблемы большинства заемщиков реальны, но чтобы им помочь, необходимо закрыть глаза на серьезные злоупотребления с их стороны, которые предшествовали крушению рынка. Такой шаг вряд ли встретит поддержку населения, среди которого немало добросовестных плательщиков. Поэтому даже если удастся исключить случаи откровенного мошенничества, Конгресс США никогда не одобрит общедоступную программу государственной помощи для людей, которые в лучшем случае переоценили свои финансовые возможности.



Источник: Deutsche Bank

Рисунок 8

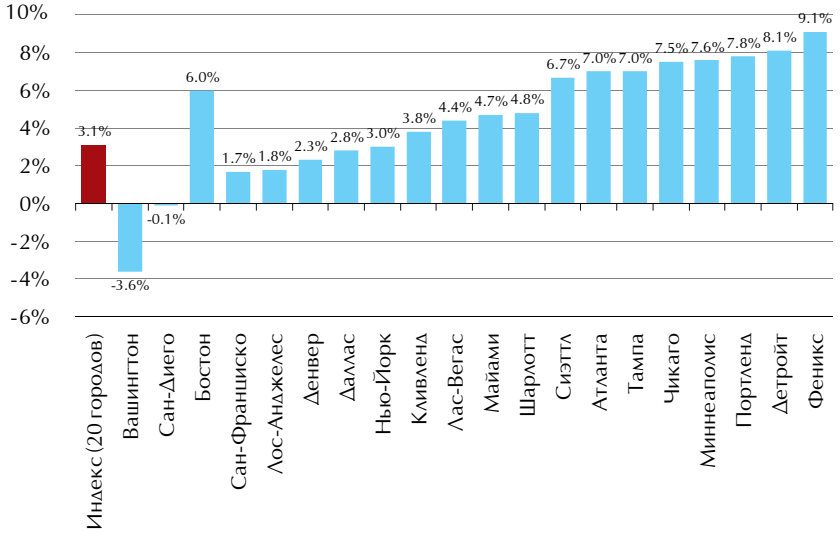
Доля заемщиков, чей долг превышает текущую стоимость их жилья

ПОМОЩЬ НЕ ДЛЯ ВСЕХ

Реально работающие программы центрального банка и правительства США были направлены прежде всего на преодоление кризиса ликвидности на вторичном рынке. Гарантии держателям ценных бумаг федеральных ипотечных агентств (с 2008 года), дополнительное кредитование покупателей бумаг, обеспеченных платежами по автокредитам и кредитным картам (2009–2011 годы), неограниченные кредитные линии для держателей краткосрочных коммерческих займов[3] (2008–2009 годы) — все эти меры были нацелены прежде всего на возобновление оборота на вторичном рынке, а не на изменение кредит-

Рисунок 9

Падение цен на жилую недвижимость в 20 крупнейших городах США в 2010 г.



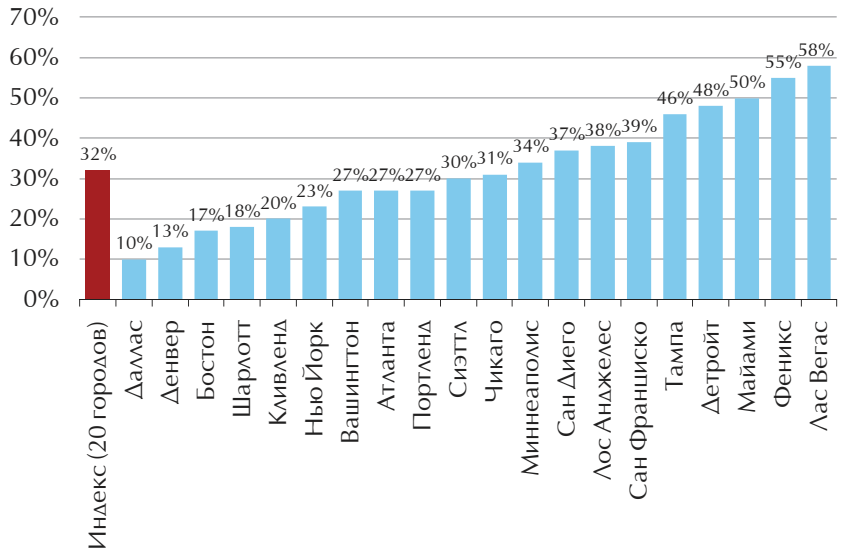
Источник: Case Shiller Weiss

---

[1] Правительство тормозит взыскание предмета залога (выселение неплательщиков из их жилья), чтобы набрать дополнительные политические очки в глазах населения.

[2] HAMP — home affordable modification program: кредиторы обязаны рассматривать всех неплательщиков для потенциального облегчения условий займа без заявления с их стороны.

[3] Commercial paper – краткосрочные необеспеченные займы со сроком погашения до года, используются для текущей деятельности большинства компаний. Рынок остановился в сентябре 2008 года, когда контрагенты отказались кредитовать друг друга. По некоторым данным, даже General Electric испытывала проблемы с ликвидностью.



Источник: Case Shiller Weiss

Рисунок 10

Падение цен на жилую недвижимость от их пика в 2005–2006 гг. в 20 крупнейших городах США

ной системы и решение фундаментальных проблем, вызвавших кризис.

Проблема в том, что, остановив падение вторичного рынка, государство уже не в состоянии запустить его дальнейший рост, не говоря уже о восстановлении рекордных темпов, которые были возможны до 2007 года. С резким уменьшением финансового «моста» сократился приток денег с национального финансового рынка в регионы, что раньше уравнивало доступ к кредитным ресурсам. Вновь возросло значение региональных факторов в местной динамике цен.

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

Несмотря на почти одновременное падение цен практически на всех региональных рынках, глубина падения и состояние дел в разных регионах серьезно отличаются, прежде всего из-за особенностей местной экономической ситуации. На Рисунке 9 показано падение цен на жилую недвижимость в 20 крупнейших городах за 2010 год: при общем спаде в среднем на 3% в 20 городах можно наблюдать рост цен в Вашингтоне на почти 4% (растущее федеральное правительство, приток населения) и продолжающийся спад в Детройте на 8% (хронически депрессивный регион с убывающим населением).

Рисунок 10 показывает падение цен на жилую недвижимость от их пика в 2005–2006 годах в 20 крупнейших городах: сравните Феникс (концентрация более бедных сегментов населения), Лас-Вегас (упадок в секторе развлечений), Даллас и Бостон (научное и высокотехнологичное производство).

Региональные факторы очевидны и в прогнозах на будущее. Рисунок 11 показывает прогноз цен на жилую недвижимость в 20 крупнейших городах на ближайшие три года: дальнейший спад в отдаленных пригородах Нью-Йорка (Лонг-Айленд, Риверсайд), где растет безработица; рост в городах Техаса (Хьюстон, Даллас), где предыдущий спад был минимален из-за законодательных ограничений на максимальную задолженность по ипотеке.

ЧТО ДЕНЬ ГРЯДУЩИЙ НАМ ГОТОВИТ?

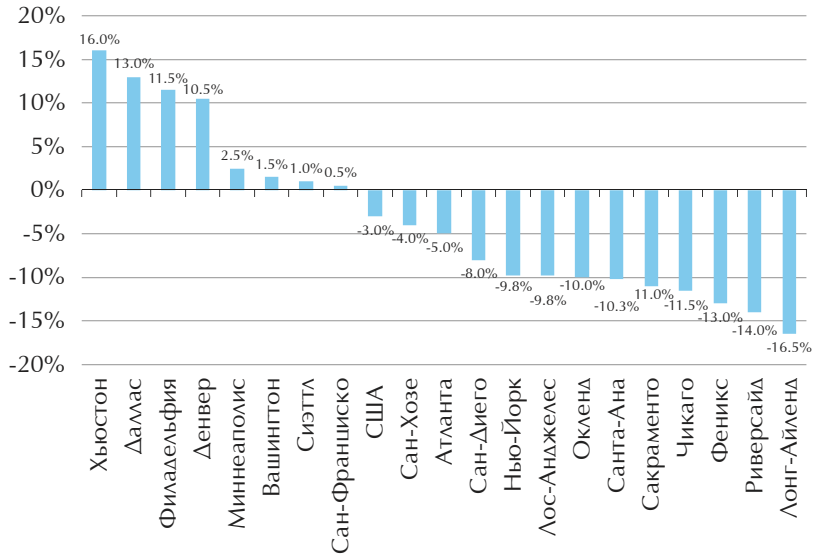
Кризис, начавшийся с узкого сектора рынка ипотечных кредитов, практически полностью парализовал систему кредитования, которая поддерживала рост всей экономики США с начала 80-х годов. За последние три года принята только часть необходимых мер, способных предотвратить повторение ситуации в будущем.

Вялотекущий кризис на рынке жилой недвижимости будет продолжаться, пока существует большое количество неплательщиков, которые благодаря политическим уловкам правительства продолжают бесплатно жить в своих домах, ухудшая тем самым качество всего жилого фонда[1]. Падение цен на недвижимость не остановится до полного решения проблемы излишков жилья.

Чтобы остановить кризис, необходимо решение прежде всего региональных проблем и стимулирование роста экономики на местах. Почти повсеместно экономический спад приводит к бюджетному кризису из-за уменьшения сбора налогов на собственность (в результате падения стоимости недвижимости) и налога с продаж (из-за падения потребительских расходов). Местные

Рисунок 11

Прогноз цен на жилую недвижимость в 20 крупнейших городах на три года



Источник: Deutsche Bank

[1] Правительство уже несколько лет рассматривает долгосрочный план изменения жилищной политики, не решая текущих проблем.

власти часто не в состоянии справиться с этими трудностями без участия федерального центра, для которого разрешение кризиса ликвидности на финансовых рынках до сих пор являлось более приоритетной задачей, чем решение проблемы платежеспособности населения.

Администрация Барака Обамы растратила огромный политический капитал и денежные ресурсы на помощь финансовому сектору. В условиях политической поляризации, приведшей к тому, что властям едва удалось предотвратить технический дефолт в начале августа 2011 года, действенная помощь Конгресса населению также вряд ли возможна.

На данный момент возобновление эмиссии денег[1] центральным банком — один из немногих реальных рычагов, способных предотвратить второй виток финансового кризиса и дальнейший экономический спад. К сожалению, выступление главы ФРС 26 августа на международном экономическом форуме в Джексон-Хоуле не добавило ясности в дискуссию по поводу дальнейших шагов регулятора. Отчасти это вызвано тем, что свобода действий центрального банка сегодня также под вопросом: хотя юридически его деятельность не зависит от других ветвей власти, последовательные обвинения в некомпетентности со стороны республиканской партии[2] создают негативный политический фон.

Замедление экономического роста в течение считанных месяцев после окончания денежной эмиссии (лето 2011 года) подчеркивает иллюзорность восстановления экономики. В данный момент существует серьезная вероятность повторения событий конца 2008 года — серьезного спада в экономике, вызванного параличом политического руководства и системными ошибками финансовых властей. Нынешний вялотекущий ипотечный кризис несравним с будущими потенциальными последствиями такого развития событий[3].

[1] То есть следующий этап покупки государственных облигаций, стимулирование вторичного рынка ценных бумаг, попытка удешевления кредитных ресурсов для компаний.

[2] В частности, выступление потенциального кандидата в президенты, губернатора Техаса Рика Перри.

[3] По материалам Case Shiller Weiss, Federal Reserve, Deutsche Bank, Barclays, JPMorgan, Morgan Stanley, Fitch Ratings, Moodys, Standard & Poors.

«РЕАЛЬНЫЙ КРИЗИС — КРИЗИС ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ — НАЧАЛСЯ ЕЩЕ В 2007 ГОДУ, ПОСЛЕ ТОГО КАК КОЛИЧЕСТВО ЗАЙМОВ, ВЫДАННЫХ В США БЕЗ ПРОВЕДЕНИЯ НАДЛЕЖАЩЕГО КРЕДИТНОГО АНАЛИЗА ЗАЕМЩИКОВ, ПРЕВЫСИЛО КРИТИЧЕСКУЮ ОТМЕТКУ»

Конференция
RUSSIAN MONEY MARKET
СОВРЕМЕННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

27 октября 2011 г.
Международный мультимедийный пресс-центр РИА Новости, Москва
moneymarket.1prime.ru

3-я Ежегодная практическая конференция по денежному рынку в России

среди докладчиков:

Аркадий Дворкович
Помощник Президента Российской Федерации

Рубен Аганбегян
Президент ММВБ

Одд Пер Брекк
Представитель МВФ в России

В обсуждении ключевых аспектов развития современного валютного рынка примут участие представители государства, ведущие специалисты российских и зарубежных компаний, частные инвесторы – все, кто заинтересован в развитии денежного рынка в России.
Регистрация участников продолжается на сайте конференции.

Организаторы: ПРАЙМ, DOWJONES, РИАНОВОСТИ
При поддержке: ЦРФИН, НАУФОР
Генеральный радио партнер: 87.5 BUSINESS FM
Генеральный ТВ партнер: ЭКСПЕРТ
При информационной поддержке: РОССИЯ 24
Информационные партнеры: rbr.ru, Cbonds, Cbonds review, ЭКСПЕРТ, ФИНАМ

Дополнительная информация: +7 (495) 974-7664. Факс: +7 (495) 637-4560, E-mail: sales01@1prime.ru, moneymarket@1prime.ru

CBONDS MM
MONEY MARKET

mm.cbonds.info

Время денег

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

на правах рекламы