От финансовых потрясений начала 1930-х к финансовым потрясениям конца 2000-х годов — такова история формирования рынка ипотеки в США. Прошло почти 20 лет, прежде чем при полной поддержке государства индустрия ипотечного кредитования оправилась от последствий Великой депрессии. Очевидно, что в результате последнего кризиса государству придется еще очень долгое время играть роль основного кредитора на этом рынке.

Subprime Time

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

КОРНИ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Ипотечная индустрия в современном виде возникла в США в самый тяжелый период Великой депрессии, поэтому многие методы работы и институты, созданные в то время, по-прежнему несут на себе печать обстоятельств, при которых они возникли. В 1930-е годы основной задачей правительства было предотвратить дальнейшее ухудшение экономической ситуации на макроуровне. Поэтому возникновение современной системы ипотечного кредитования было связано прежде всего с мерами по восстановлению платежеспособности банковской системы и рефинансированию задолженности населения.

ПОДДЕРЖКА ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

От финансовых потрясений начала 1930-х годов больше всего пострадали небольшие местные и региональные банки, активы и пассивы которых сильно зависели от региональной коньюнктуры. Панические «набеги» населения на банки с целью забрать все свои сбережения невозможно было остановить, просто закрыв финансовые учреждения по всей стране на несколько дней, как это было сделано с 5 по 13 марта 1933 года. Необходимо было решение, которое вернет доверие населения к финансовой системе.

Вскоре после инаугурации Рузвельта банки получили правительственную поддержку по нескольким направлениям. Конгресс ограничил конкуренцию путем законодательного запрета на создание межрегиональных банков[2], узаконив монополию финансовых организаций в регионах. Для предотвращения оттока средств населения из банков в 1933 году было создано FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation, аналог Агентства страхования сбережений), которое гарантировало депозиты всех индивидуальных вкладчиков по ставке намного ниже рыночной[3]. Чтобы предотвратить вал ипотечных дефолтов, в 1934 году была создана FHA (Federal Housing Administration), через систему агентов[4] гарантировавшая кредиторам возврат вложенных средств по ипотечным займам. А в 1938 году правительство создало FNMA, заложив основы вторичного рынка ипотечных бумаг.

ТИПЫ КРЕДИТНЫХ ПРОДУКТОВ

В 1920-е годы страховые компании предлагали ипотечные займы на срок до пяти лет в обьеме до 50% стоимости жилья и с погашением всей суммы в конце срока; банки предлагали займы на срок до 12 лет, максимальный размер кредита мог превышать 50% стоимости жилья, погашался он равными платежами. Большинство потребителей могли купить жилье, только воспользовавшись обоими

---

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

[2] Запрет на interstate banking — элемент Glass Steagal Act (1934 год).

[3] Emergency Banking Act 1933, создание FDIC.

[4] Federal Home Loan Bank (FHLB) system.

типами кредитов[1]. Кредитные стандарты были жесткими, а процентные ставки — высокими, как и стоимость жилья. Все это практически не оставляло возможности погасить кредит на типовых условиях в назначенный срок. Таким образом, использовать оба кредитных варианта имело смысл, только если у заемщика была возможность рефинансировать обязательства в несколько этапов. С исчезновением такой возможности, ростом безработицы и падением цен дефолты стали вопросом времени.

В 1933 году банки получили право страховать и рефинансировать риски, взамен FHA требовало облегчения условий кредитования, в частности уменьшения первоначального взноса, фиксированной ставки, оплаты равными долями, увеличения срока погашения (до 15 лет) и максимального размера кредита в процентах от стоимости дома (от 50%). FHA также участвовало в оценке стоимости жилья: выбранная методика позволяла искусственно завышать стоимость актива и увеличивала размер потенциального кредита. Максимальная сумма кредита ограничивалась уровнем средней стоимости жилья с поправкой на условия в конкретном регионе с тем, чтобы не субсидировать обеспеченные слои населения. Максимально допустимый размер кредита был увеличен в связи с инфляцией в 1977 году и в условиях кризиса 2008 года.

Со временем часть ипотечных стандартов претерпела изменения. В 1981 году ипотечные агентства получили право гарантировать займы с плавающей процентной ставкой. Это позволило кредиторам выдавать займы под почти неограниченный процент, что далеко не всегда было очевидно для заемщиков. Попытка прекратить эту практику была предпринята в 2000 году, когда агентства перестали принимать займы, выпущенные под грабительский процент (превышающий потолок, закрепленный в законе, в некоторых регионах). Но лоббисты финансовой индустрии добились пересмотра этого решения в 2004 году.

НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ

Исторически по правилам налогового законодательства США проценты по всем взятым кредитам вычитались из налогооблагаемой суммы. После 1930-х годов эта льгота стала самой значимой для американцев, так как субсидированные ипотечные займы превратились в основной долг домохозяйств. Поэтому фундаментальная налоговая реформа 1986 года отменила многие налоговые вычеты, кроме ипотечного. С годами это способствовало превращению жилой недвижимости в источник самого дешевого финансирования потребления.

> НОВАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ CONSUMER FINANCE PROTECTION BUREAU (CFPB) МОЖЕТ ВЫБРАТЬ ТАКОЙ ДЕВИЗ: «МЫ НА СТОРОНЕ ПОТРЕБИТЕЛЯ»

ИПОТЕКА ДЛЯ ЧАСТНЫХ ЛИЦ: ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Юридические правила работы на рынке недвижимости в США регулируются местными законами. В частности, законодательство разных штатов допускает весьма широкий спектр возможностей при недостаточности предмета залога для полного погашения задолженности заемщика-банкрота. В Техасе законы охраны жилища (homestead acts) позволяют сохранить большинство активов должника от кредиторов, в то время как в Масачусеттсе кредиторы имеют право практически на все движимое и недвижимое имущество заемщика. Законодательство других штатов совмещает элементы обеих систем.

Дефолт и сама процедура взыскания предмета залога или других активов тоже отличаются в разных штатах в зависимости от обязательности участия судебных органов. Обязательность judicial foreclosure значительно удлиняет процесс возврата залога. Поэтому до возникновения вторичного рынка ипотечных бумаг, в 1930-е годы, ипотечное кредитование было менее распространено там, где данная процедура являлась обязательной.

РЕГУЛИРОВАНИЕ РАЗМЕРА КАПИТАЛА

Резервы по ипотечным облигациям негосударственных эмитентов должны соответствовать корпоративным стандартам. Для облигаций с присвоенным рейтингом требуется резервировать от 1.6% до 8%; для облигаций без рейтинга необходим резерв в 100%. Облигации FNMA и FHLMC всегда имели статус квазигосударственных, поэтому инвестиции в них требуют минимальных резервов. Облигации государственных организаций GNMA и FHA VA не требуют резервов вообще.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: КОНТРОЛЬ НАД ГОСУДАРСТВЕННЫМИ КОРПОРАЦИЯМИ

Контроль над деятельностью агентств осуществлялся в рамках бюджетного процесса, так как все элементы системы ипотечного кредитования на федеральном уровне принадлежали государству. Вопрос регулирования FNMA впервые возник в процессе приватизации: государство продало привилегированные акции (в 1954 году), а затем и обыкновенные (в 1968 году), но сохранило государственные гарантии для кредиторов. Очевидный конфликт интересов не был разрешен: надзор оставался неоднородным и ужесточался крайне медленно.

Функция реального надзора, сравнимого с банковским, возникла только в конце 1980-х годов. Регулирование системы FHLB[2] было передано федеральному офису надзора над ссудно-сберегательными кассами (OTS) в 1989 году. Порядок регулирования агентств FNMA и FHLMC был описан в законодательстве 1992 года, создававшем OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight, офис надзора над федеральными организациями в сфере жилья). Только в 2009 году надзор над всеми сферами государственного участия в ипотечной индустрии был объединен в рамках федерального агентства финансирования жилья (FHFA).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Основные инвесторы на рынке недвижимости США сегодня существуют в форме трастов (REIT), действующих на основании закона 1960 года[3]. Эта форма использовалась также в первых выпусках ипотечных ценных бумаг: облигации, обеспеченные негаран-

---

[1] Так называемый Philadelphia Plan 1928 года.

[2] Государство фактически гарантирует облигации системы FHLB.

[3] Основное преимущество — избежание двойного налогообложения.

тированными ипотечными займами, были впервые выпущены в 1971 году FHLMC. В 1981 году аналогичные бумаги выпустило FNMA. Первым негосударственным игроком стал Bank of America, который разместил свои бумаги в 1977 году.

Дальнейший рост рынка был возможен только за счет привлечения новых игроков, что требовало создания новых типов ценных бумаг, имеющих процентные ставки и сроки погашения, отличающиеся от характеристик пула первоначальных займов. Первые бумаги нового типа CMO (Collateralized Mortgage Obligations, ипотечные облигации с обеспечением) были выпущены FHLMC в 1983 году. В 1984 году Конгресс специальным законом разрешил инвестиции в CMO финансовым организациям всех юрисдикций. С 1987 года закон REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit) позволил всем юридическим лицам использовать безналоговый режим для инвестиций в ипотечные облигации. Со временем в CMO инвестировали практически все участники финансового рынка[1].

ПРОБЕЛЫ В КОНТРОЛЕ

Растущая конкуренция, давление Конгресса, а также интересы частных акционеров привели к серьезному расширению присутствия агентств на рынке негарантированных ипотечных займов в 2006–2007 годах. Одновременно с увеличением объема страхования агентства создали огромные инвестиционные портфели (до $1.5 трлн) из секьюритизированных бумаг subprime и прочих ипотечных облигаций второго и третьего сорта.

При этом агентства были крайне прибыльными, так как их капитал не подпадал под нормы банковского резервирования[2]. Государственные гарантии ухудшили ситуацию, так как менеджмент и акционеры были заинтересованы в полной свободе действий, а офис OFHEO, ответственный за надзор, не имел достаточно полномочий для проведения эффективного контроля. Попытки добиться более тщательных аудиторских проверок блокировались Конгрессом при активном участии лоббистов, нанятых менеджментом агентств[3]. Даже разоблачение масштабных финансовых махинаций руководства FNMA в 1997–2002 годах и отставка руководства OFHEO в 2003 году не повлияли на надзорное законодательство.

КОНТРОЛЬ НАД НЕГОСУДАРСТВЕННЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

Система регулирования финансовых организаций США крайне неоднородна. В частности, коммерческие банки регулируются FDIC; регулирование инвестиционных банков осуществляет SEC; финансовые холдинговые компании регулируются ФРС; при этом деятельность подразделений, торгующих на срочных биржах, находится под надзором CFTC (Commodity Futures Trading Commission). Деятельность индивидуальных сотрудников финансовых организаций, работающих с клиентами, контролируется FINRA (Financial Industry Regulatory Authority, правопреемник National Association of Securities Dealers).

Долгое время финансовые организации находились в очень выгодном положении, так как при наличии разных уровней и качества контроля со стороны разных проверяющих организаций они могли выбрать наиболее щадящий режим надзора. Одновременно с этим распыление надзорных функций среди нескольких организаций[4] и отсутствие централизованного подхода не давало возможности предотвратить нарушения правил на ранней стадии и остановить процесс бесконтрольного роста.

> ДОЛГОЕ ВРЕМЯ ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ НАХОДИЛИСЬ В ОЧЕНЬ ВЫГОДНОМ ПОЛОЖЕНИИ, ТАК КАК ПРИ НАЛИЧИИ РАЗНЫХ УРОВНЕЙ И КАЧЕСТВА КОНТРОЛЯ СО СТОРОНЫ РАЗНЫХ ПРОВЕРЯЮЩИХ ОРГАНИЗАЦИЙ ОНИ МОГЛИ ВЫБРАТЬ НАИБОЛЕЕ ЩАДЯЩИЙ РЕЖИМ НАДЗОРА

ПОСЛЕДСТВИЯ ФИНАНСОВЫХ ПОТРЯСЕНИЙ

Закон Додда-Франка (2010 год) серьезно меняет надзорные функции и перераспределяет ответственность за многие виды банковской деятельности между регуляторами. Создается совет по финансовой стабильности и служба исследований, главной задачей которых является мониторинг всей совокупности рисков финансовой системы независимо от формальных юрисдикций.

Стоит отметить, что реформа прежде всего сфокусирована на системных рисках и затрагивает скорее финансовые институты, а не конкретные продукты. Но ипотечные кредиты и связанные с ними производные продукты являлись наиболее быстрорастущим и самым доходным сектором накануне кризиса. Проблемы, возникшие на этом рынке в 2007 году, и положили начало полноценному кризису, все нынешние законодательные нововведения отражаются на перспективах прежде всего ипотечного сектора.

ИНФОРМАЦИЯ И ПРОЗРАЧНОСТЬ

Новый режим надзора создан для улучшения качества и увеличения количества информации, доступной инвесторам. Для лучшего информирования инвесторов SEC предложила дополнительные правила по раскрытию деталей состояния активов, вносимых в качестве обеспечения в секьюритизированные облигации, а также правила о кредитном обеспечении облигаций и системе выплат разным категориям инвесторов[5]. Новые требования предъявляются к работе рейтинговых агентств, включая публикацию деталей методологии и улучшение качества информации о технике принятия решений.

ТРЕБОВАНИЯ К БАНКОВСКОМУ КАПИТАЛУ ВОЗРОСЛИ

Изменение правил финансовой отчетности сделало забалансовое финансирование кредитования неприбыльным и привело к увеличению

---

[1] Инвесторы во всех секторах финансового рынка держали свои ликвидные резервы в фондах денежного рынка, которые, в свою очередь, инвестировали немалый процент в краткосрочные транши CMO.

[2] Около 2% при обязательном размере резервов для негосударственных банков, равном 8%.

[3] Слушания 2003 года, выявившие серьезные нарушения в FNMA, привели к санкциям Конгресса против надзорного органа.

[4] Так, надзор за ипотечной индустрией осуществляет целый ряд структур: ФРС, HUD, OFHEO, OTC.

[5] Regulation AB II (SEC).

нагрузки на балансы банков и росту обязательного капитала. Помимо этого, требования к банковскому капиталу увеличиваются в рамках общей стратегии балансирования реальных рисков и обязательных резервов. В частности, стандартные нормы резервов увеличены для соответствия требованиям Базельского комитета 2.5 и 3.0, которые становятся обязательными в ближайшие два года.

Ипотечные ценные бумаги, равно как и другие типы секьюритизаций, являются предметом дополнительного надзора. Для бумаг с инвестиционными рейтингами норма капитала поднята более чем в пять раз — с 1.6% до 8.5%; для прочих активов норма увеличена в семь раз — с 8% до 55%. Концентрация рисков и отсутствие диверсификации еще более повышает уровень обязательного капитала (до 40% и 72% соответственно).

ПОМОЩЬ ПОТРЕБИТЕЛЯМ

При создании SEC в 1934 году девизом регулятора стало «Мы на стороне инвестора»[1]. Новая организация Consumer Finance Protection Bureau (CFPB) может выбрать такой девиз: «Мы на стороне потребителя». В функции этой структуры входит общий надзор над рынком жилой ипотеки, включая контроль над деятельностью ипотечных кредитных организаций, обязанность следить за количеством информации, предоставляемой заемщикам, и правильностью публикации данных о потребительских финансовых продуктах. На ипотечном рынке под ее юрисдикцию переданы традиционные рычаги влияния на ипотечное кредитование, в частности поддержание и формирование национальных стандартов, с которых 80 лет назад начиналось влияние государства в этой сфере.

ВКЛЮЧЕННОСТЬ В ПРОЦЕСС: ОБЯЗАТЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Важной предпосылкой кризиса на рынке ипотечных обязательств было отсутствие прямой заинтересованности всех финансовых посредников в кредитоспособности заемщиков, равно как и в компетентности инвесторов, вкладывавших средства на рынке секьюритизированных облигаций. Для изменения системы приоритетов новое законодательство требует обязательного сохранения на балансе финансового посредника не менее 5% доли участия в секьюритизированном пуле, без права хеджирования или продажи в течение длительного времени.

ТИПЫ КРЕДИТНЫХ ПРОДУКТОВ МЕНЯЮТСЯ

Новый закон серьезно меняет концепцию qualified residential mortgage (квалифицированного ипотечного займа) и значительно ужесточает стандартные характеристики[2]. При следовании этим требованиям участники рынка не должны выполнять обязательства по удержанию 5% бумаг.

Разумно, что банки смогут полностью продавать только самые безопасные и минимально рискованные бумаги. Проблема в том, что эта мера серьезно сужает рынок потенциальных заемщиков. Только 45% займов, застрахованных FHLMC в 2009–2010 годах, можно отнести к таковым; только 16% новых и 37% старых покупателей смогли бы получить займы на таких условиях в 2010 году.

Несмотря на то что государство декларирует цель сокращения вмешательства в ипотечный рынок, государственные агентства не обязаны следовать требованию по удержанию бумаг. Если это положение закона станет окончательным, рынок будет, как и раньше, смешен в сторону государственных компаний.

НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ: БЕЗ ИЗМЕНЕНИЙ

По состоянию на конец 2011 года налоговые льготы остаются в силе: государство по-прежнему субсидирует ипотечное кредитование. Более того, в кризис правительство предложило ряд мер по дополнительному стимулированию рынка жилой недвижимости — в частности, в 2008–2009 годах покупатели жилья получали единовременные налоговые вычеты.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ КОРПОРАЦИИ: РЕФОРМА, НО КАКАЯ?

С сентября 2008 года FHLMC и FNMA законсервированы; долговременной целью этой меры является распродажа их инвестиционного портфеля и, возможно, изменение их роли. В феврале 2011 года администрация президента США предложила три варианта дальнейшего развития государственного участия в ипотечном рынке.

Наиболее радикальный план предполагает полную приватизацию всей системы и отмену государственных гарантий для кредиторов и держателей ипотечных займов за исключением ограниченного числа программ для помощи малоимущим слоям населения.

Промежуточный вариант предполагает сохранение существующей системы в уменьшенном виде, включая ужесточение условий кредитования в рамках государственных программ, что должно помочь негосударственным кредиторам увеличить свое присутствие на рынке. В условиях кризиса с исчезновением негосударственных организаций государство останется единственным источником кредитных средств, гарантируя стабильность предложения на рынке.

Наименее радикальный вариант реформы предполагает сохранение существующей системы организаций – гарантов ипотечных обязательств, но требует вовлечения частного капитала для защиты интересов налогоплательщиков. Предполагается, что частные страховые компании будут выполнять функции FHLMC и FNMA, предоставляя гарантии на ипотечные займы, соответствующие жестким критериям. В обмен на эксклюзивное право работы на этом рынке риски таких страховых компаний будут перестрахованы в государственной организации.

В КАЧЕСТВЕ ПОСЛЕСЛОВИЯ

Каждый из предложенных вариантов имеет свои позитивные и негативные стороны. Однако стоит отметить, что все три решения предполагают возвращение частного капитала на рынок жилищного кредитования. В условиях незавершенного финансового кризиса это маловероятно: государство по-прежнему продолжит играть заметную роль в развитии ипотечной индустрии.

---

[1] «We are investor's advocate».

[2] Заемщик не должен ни разу просрочить выплаты по кредитам в предшествующие два года. Заем должен составлять не более 80% от стоимости залога (75% для рефинансирования, 70% для рефинансирования с получением наличных денег), предполагает минимум 20% первоначального платежа, оплату всех накладных расходов, а также соотношение жилищных расходов к ежемесячному доходу заемщика не более 0.27 (с включением всех остальных ежемесячных платежей — не более 36%).