ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2013

Роль секьюритизации как финансового инструмента в новых рыночных условиях

Партнер рубрики

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Виктория БАКЛАНОВА,
доктор юридических наук, CFA, старший директор, Fitch Ratings

Начала карьеру на российском финансовом рынке в 1992 году. С 2001 года работала в нью-йоркском офисе компании Moody's Investors Services, а в настоящее время — в компании Fitch Ratings, где она отвечает за рейтинги, присвоенные более чем 50 крупнейшим американским инвестиционным фондам с активами под управлением, превышающими $300 млрд.

Окончила математический факультет Новосибирского государственного университета, а впоследствии получила степень магистра финансов в бизнес-школе Zicklin Университета Нью-Йорка. В 2012 году Виктория защитила докторскую диссертацию в Вестминстерском университете (Лондон) на тему «Юридический и сравнительный анализ фондов денежного рынка в США и Европейском союзе». Обладает профессиональной степенью риск-менеджера (PRM) и CFA.

Является членом Нью-Йоркского общества аналитиков по ценным бумагам, Института CFA, входит в Международную ассоциацию профессиональных риск-менеджеров. Основала Российский форум по секьюритизации, действующий в Нью-Йорке.

Жилищный рынок США: от рецессии к восстановлению

Текущее экономическое положение Соединенных Штатов на языке большинства экономистов называется «медленным восстановлением». По оценкам Национального бюро экономических исследований (НБЭИ), официального органа оценки экономического состояния США, рецессия, спровоцированная финансовым кризисом, началась в декабре 2007 года и продолжалась 18 месяцев, до июня 2009 года. Эта рецессия, получившая название Великой рецессии, явилась самым продолжительным периодом снижения деловой активности со времен Великой депрессии, продолжавшейся 43 месяца, с августа 1929-го до марта 1933 года.

НБЭИ определяет рецессию как «значительное снижение экономической активности по широкому кругу показателей, длящееся как минимум несколько месяцев и обычно отражающееся в снижении выпуска реального валового внутреннего продукта (ВВП), реальных доходов населения, занятости, индустриального производства и продаж». Это определение хорошо иллюстрирует рисунок 2, который отражает квартальные изменения выпуска ВВП США в течение того же периода.

Несмотря на то что американская экономика находится в лучшем положении по сравнению, скажем, со странами Европейского союза, темпы ее восстановления разочаровывают и простых американцев, и правительство. На сегодняшний день восстановление жилищного рынка, ключевого звена экономики, является первоочередной задачей внутренний экономической политики, на которую нацелены усилия политиков и экономистов. В послекризисную эпоху эта задача представляется двоякой. Во-первых, поддержание исторически низкого уровня федеральных процентных ставок должно стимулировать спрос на жилье за счет доступности ипотечных кредитов. Это задача Федерального резерва. Во-вторых, разрешение юридических проблем, связанных с выявленными недостатками при оформлении ипотечных кредитов в предкризисный период жилищного бума, должно восстановить доверие инвесторов и стимулировать привлечение частного капитала. Это задача политическая, которая разрешается с помощью изменения федерального законодательства, а также законов отдельных штатов.

Рисунок 1

Абсолютные показатели выпуска ВВП США в 1970–2012 гг.

Источники: Национальное бюро экономических исследований, Бюро экономического анализа

ПОДДЕРЖАНИЕ НИЗКОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ

Государственная монетарная политика и уровень федеральной процентной ставки, вне всякого сомнения, оказывают самое прямое влияние на стоимость кредитования в целом и ипотечного кредитования в частности. Исторически снижение федеральной процентной ставки являлось немедленным ответом американских финансовых властей на первые признаки снижения экономической активности. Так называемая эффективная ставка федерального финансирования, которая отражает стоимость кредитования на межбанковском рынке, непрерывно снижалась начиная с середины 2007 года (см. рисунок 3). Приведенный график отражает значительную положительную зависимость ставки ипотечного кредитования от эффективной ставки федерального финансирования. Эта динамика и отвечает за исторически низкие ставки ипотечного кредитования, которые в данный момент установлены в США: средняя стоимость 30-летнего кредита находится на уровне 3.5% годовых.

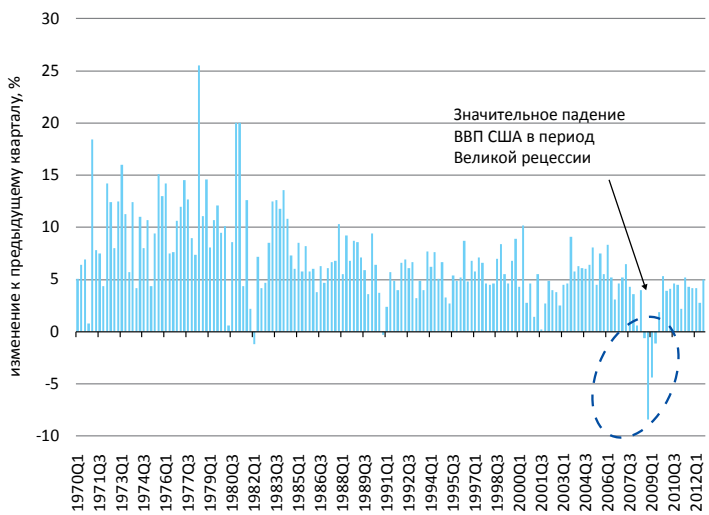

Рисунок 2

Относительные показатели выпуска ВВП США в 1970–2012 гг.

Источник: Бюро экономического анализа

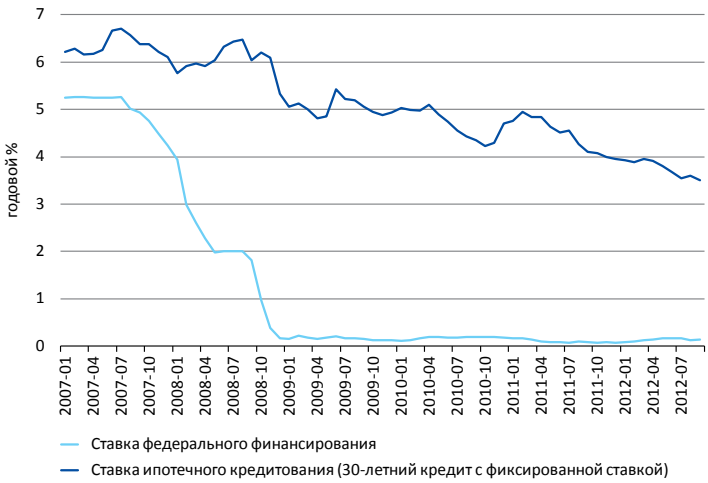

Рисунок 3

Положительная зависимость ставки ипотечного кредита от эффективной ставки федерального финансирования

Источник: Федеральный резерв

Рисунок 4 иллюстрирует многолетний тренд ставки ипотечного кредитования в США. С апреля 1971 года, когда начался сбор статистических данных по этому показателю, ставка достигала исторического максимума на уровне 18.5% годовых в октябре 1981 года. Текущая средняя ставка ипотечного кредитования более чем в пять раз ниже своего исторического максимума, что является результатом посткризисной монетарной политики, нацеленной на удержание ставки на минимальном уровне.

ЗАНЯТОСТЬ НАСЕЛЕНИЯ

Однако, несмотря на очевидные успехи в плане управления кредитной ставкой, экономическое состояние страны продолжает вызывать беспокойство политиков и экономистов. Ожидаемого увеличения промышленного производства не произошло, что, в свою очередь, не позволило снизить уровень безработицы до предкризисного уровня. Как показано на рисунке 5, непосредственно перед началом финансового кризиса уровень безработицы в США находился на уров-

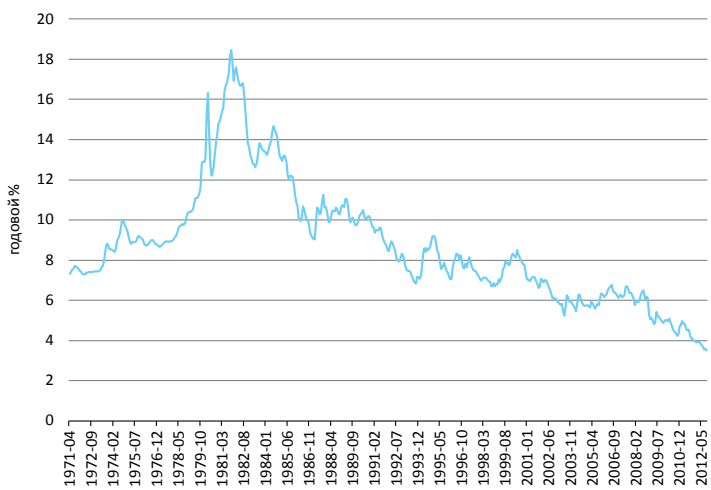

Рисунок 4

Историческая динамика ставки ипотечного кредита

Источник: Федеральный резерв

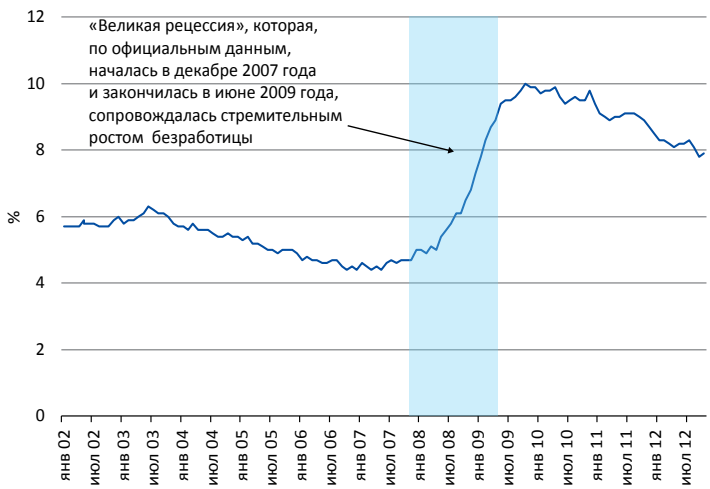

Рисунок 5

Историческая динамика уровня безработицы

Источник: Бюро статистики рабочей силы

не исторического минимума и составлял не более 5% трудоспособного населения. Однако с началом Великой рецессии безработица стремительно возросла и сейчас остается на довольно высоком уровне, несмотря на усилия политиков и регулирующих органов.

Занятость населения считается одним из важнейших показателей успеха той или иной экономической политики. Наличие постоянного дохода определяет покупательную способность населения, которая, в свою очередь, поддерживает производство, а также является основным фактором в принятии важнейших личных решений, таких как вступление в брак и покупка жилья. Статистические данные показывают, что в условиях низкой занятости, особенно среди молодежи, все большее количество молодых людей предпочитают продолжать делить жилье с родителями — традиция, в прошлом не характерная для Соединенных Штатов.

Исследования, проведенные Федеральным банком Кливленда, показали, что в период с 1997-го по 2007 год в США ежегодно возникало около 1.5 млн новых семей. Однако в период после 2007 года и до 2010 года количество браков упало в три раза, до 500 тыс. ежегодно, и возросло до 1.1 млн лишь в 2011 году. Статистика также показывает, что все большее количество молодых людей в возрасте от 18 до 34 лет в годы Великой рецессии продолжала жить с родителями. Это количество возросло с 28.2% в 2007 году до 31% в 2011 году, таким образом, предположительно 2 млн молодых людей, которые до рецессии обзавелись бы собственным жильем, остались в родительских домах. Безработными среди этой группы молодежи, которая продолжала жить с родителями, являлись 18.2%, по данным на март 2011 года, что значительно выше ставки безработицы среди молодежи, живущей отдельно (10.3%).

Экономисты отмечают, что феномен снижения количества браков в 2008 и 2009 годах соответствует снижению экономической активности. Однако даже в 2010 году, когда экономика США начала показывать признаки подъема, роста количества новых браков не наблюдалось. Причиной отставания количества браков является то, что людям, как правило, требуется время для принятия такого рода решений уже после того, как экономическая ситуация улучшилась и стала способствовать созданию семей. Озадаченность экономистов вопросами занятости населения и количества браков объясняется тем, что именно образование новых семей лежит в основе устойчивого роста жилищного сектора, который, как отмечалось ранее, считается фундаментальным для всей экономической системы Соединенных Штатов.

Рисунок 6

Историческая динамика выдачи разрешений на строительство жилья

Источники: Департамент коммерции США, Бюро переписи населения

Рисунок 6 отражает это убеждение, показывая, что статистика выдачи разрешений на строительство жилья находится не только в прямой взаимосвязи с общим состоянием экономики, но и является лидирующим индикатором экономического здоровья нации. Примечательно, что максимальный показатель был достигнут в сентябре 2005 года, когда было выдано более 2.3 млн разрешений на строительство как одноквартирных, так и многоквартирных домов. С 2005 года количество разрешений, выдаваемых ежемесячно, резко упало до уровня, предшествующего 1991 году, и только-только начало демонстрировать признаки оживления во второй половине 2009 года. Однако нельзя не отметить, что свежая сентябрьская динамика все еще является довольно слабой, показатель не достиг даже 40% от максимального уровня сентября 2005 года.

РОЛЬ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА

В настоящее время американские власти направляют особые усилия на реструктуризацию всей системы жилищного строительства для достижения ее устойчивого развития. Задача непростая. Известно, что частное домовладение лежит в основе так называемой американской мечты и является сильнейшим политическим рычагом. А в этом случае решение задачи часто выходит за рамки поиска оптимального экономического ответа и подменяется популярной политической риторикой. Рисунок 7 иллюстрирует довольно успешный результат политики поощрения частного домовладения в США — несмотря на снижение уровня домовладения в годы Великой рецессии, около 66% американцев являются собственниками жилья. Однако, как недавно отметил председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке, этот показатель находится на уровне 1997 года, достигнув своего минимального значения за последние 15 лет. Не секрет, что резкое падение цен на недвижимость, повлекшее массовые ипотечные задолженности с последующим выселением должников, явилось одним из ключевых факторов снижения уровня домовладения. На сегодняшний день, даже в ситуации начавшегося экономического выздоровления более 2 млн семей все еще находятся под угрозой потери жилья по причине ипотечной задолженности.

Исторически покупательная способность населения США в отношении жилья поддерживалась государством с помощью ряда фискальных мер и государственных гарантий. Например, американское налоговое законодательство позволяет уменьшать налогоблагаемую

базу физических лиц на сумму процентов по ипотечному кредиту, полученному для покупки основного жилья. Эта налоговая льгота является особо привлекательной для представителей среднего класса, которые платят значительные федеральные, местные и социальные налоги. Неудивительно, что представители среднего класса рассматривают покупку жилья не только как необходимость иметь крышу над головой, но и как важный элемент оптимального налогового планирования.

В 1997 году с целью повышения уровня домовладения среди малообеспеченных слоев населения правительство США приняло специальный закон (the Community Reinvestment Act), который запрещал дискриминацию по расовому или любому другому признаку, включая уровень доходов, при выдаче ипотечных кредитов. В целом пристальное внимание властей США к вопросам ипотечного кредитования объясняется высокой долей недвижимости, как частной, так и коммерческой, приобретенной с помощью ипотеки. Как показывает рисунок 8, по состоянию на конец 2011 года около 2/3 владельцев частной недвижимости обладали ипотечным кредитом.

Приведенная статистика иллюстрирует важность эффективного ипотечного рынка для стабильности американской экономики в целом. Исторически такая стабильность поддерживалась с помощью государственных гарантий на ипотечные кредиты через систему федеральных жилищных агентств. Несмотря на большое количество различных агентств, занятых вопросами домовладения, в структуре исполнительных органов США самыми большими организациями, напрямую вовлеченными в ипотечное кредитование, являются Федеральная национальная ипотечная ассоциация (the Federal National Mortgage Association, также известная как Fannie Mae) и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредитования (the Federal Home Loan Mortgage Corporation, также известная как Freddie Mac).

Федеральная национальная ипотечная ассоциация была образована в 1938 году, а с 1968 года ее акции продавались на американских биржевых площадках. Fannie Mae является так называемым государственно-спонсированным предприятием, миссия которого заключается в поддержании вторичного рынка ипотеки через скупку ипотечных кредитов у банков-оригинаторов. Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредитования была образована в 1970 году и также является государственно-спонсированным предприятием, поддерживающим вторичный рынок ипотечных кредитов. Именно американские государственно-спонсированные предприятия выпустили

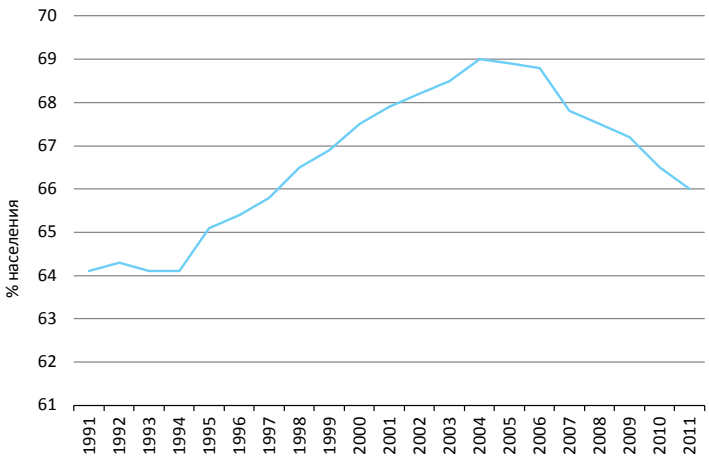

Рисунок 7

Уровень частного домовладения в США

Источники: Департамент коммерции США, Бюро переписи населени

первые ипотечные секьюритизированные облигации в конце 60-х — начале 70-х годов XX века. В течение последних 40 лет и до настоящего времени общий объем секьюритизированных ипотечных облигаций, выпущенных американскими государственно-спонсированными предприятиями, превысил $5.5 трлн (см. рисунок 9). Для сравнения: по данным Мирового банка, общая капитализация всех предприятий России, чьи акции котируются на биржевых площадках, почти в семь раз меньше и составляет $796 млрд.

Несмотря на очевидное положительное влияние государственно-спонсированных предприятий на развитие ипотечного рынка, их роль в недавнем финансовом кризисе также весьма очевидна. Отчет Государственной комиссии по вопросам финансового кризиса, опубликованный в январе 2011 года, отметил среди многих других причин и безответственное отношение к стандартам ипотечного кредитования, которое негативно повлияло на кредитное качество ипотечных портфелей Fannie Mae и Freddie Mac. Из-за значительного объема долга в структуре собственного капитала леверидж этих организаций достиг 75 к 1, и во избежание полной потери доверия рынка к их долговым бумагам в августе 2008 года Fannie Mae и Freddie Mac были национализированы. В настоящее время Fannie Mae и Freddie Mac продолжают оперировать как государственные структуры и являются практически монополистами ипотечного кредитования в США.

УЖЕСТОЧЕНИЕ СТАНДАРТОВ КРЕДИТОВАНИЯ И ПРИВЛЕЧЕНИЕ ЧАСТНОГО КАПИТАЛА

Не секрет, что проблема стабилизации рынка недвижимости является одним из самых злободневных политических вопросов. Как отмечалось ранее, популистское давление и политическое стремление сделать покупку отдельного дома доступной каждому американцу, даже с минимальным уровнем доходов, привело к размыванию некогда консервативных стандартов ипотечного кредитования. Это, в свою очередь, заложило основы сегмента subprime и привело к значительным негативным последствиям не только для ипотечного рынка, но и для всей финансовой системы США. Однако, несмотря на сделанные выводы, идеологическая основа восстановления рынка недвижимости не изменилась. Политический консенсус по-прежнему строится вокруг государственных гарантий на значительную часть ипотечных облигаций и дальнейшую поддержку программ доступного жилья посредством требований к финансовым институтам по выполнению определенной квоты ипотечного кредитования заемщиков с низким доходом. Критики указывают, что продолжение подобной политики выглядит довольно противоречиво в свете анализа причин недавнего финансового кризиса. Например, Шила Бэир, которая до недавнего времени являлась председателем Государственной корпорации по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), отметила, что «финансовый кризис был вызван неоправданными отклонениями от здравого смысла и выверенных временем принципов кредитования».

Рисунок 8

Доля ипотечного кредитования среди домовладельцев (по состоянию на конец 2011 года)

Источник: Департамент США по жилью и городскому развитию

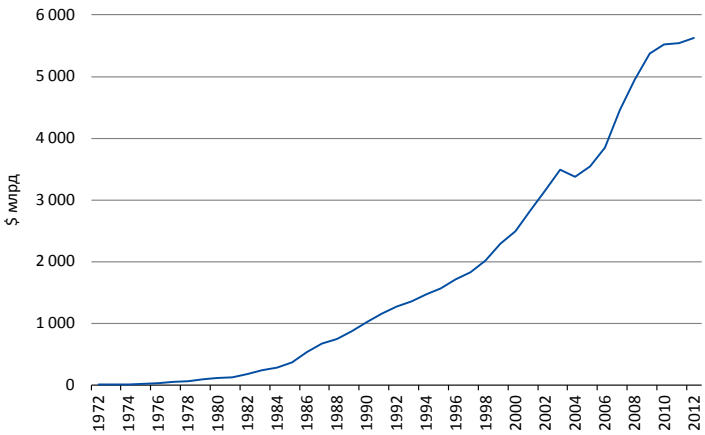

Рисунок 9

Общий объем выпуска государственных ипотечных секьюритизированных облигаций

Источник: Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (Securities Industry and Financial Markets Association — SIFMA)

Так что же можно предложить взамен существующей системы жилищного финансирования? Среди самых очевидных пожеланий — возвращение к требованию значительного авансового платежа в 20% от размера стоимости покупаемой недвижимости, жесткие требования к заемщику в отношении источников дохода, опора на частный сектор и частный капитал и отмена требования финансирования доступного жилья для банков-оригинаторов. Доступное жилье должно финансироваться через систему государственной помощи малообеспеченным слоям населения, но не установлением квоты выдачи специальных кредитов коммерческими организациями. Однако во избежание шокового эффекта и потенциально полной остановки ипотечного кредитования такие изменения должны вводиться постепенно, на длительном отрезке времени. По оценкам Эдварда Пинто, консультанта по ипотечному кредитованию, в прошлом главного кредитного аналитика в Fannie Mae, ужесточение стандартов кредитования до их устойчивого уровня потребует около 15 лет. По его мнению, государственные гарантии для таких высококачественных кредитов не потребуются, что приведет к постепенному уменьшению размеров портфелей Fannie Mae и Freddie Mac и притоку частного капитала. С 15-летним восстановительным периодом согласен и Чарльз Каломирис, профессор Колумбийского университета, который предложил увеличивать первоначальный авансовый платеж ежегодно на 1% в течение 15 лет, возвращая размер авансового платежа к 20%, где он и находился на протяжении десятилетий, но был понижен до 5% в годы ипотечного бума.

Процесс оценки недвижимости — еще один важный компонент восстановления и поддержания устойчивого роста этого рынка, который должен быть модернизирован. Ведущие эксперты-оценщики считают, что неоправданно высокий рост цен на недвижимость был главным образом спровоцирован ошибочной методикой оценки, которая опиралась на одну-единственную составляющую — последнюю цену продажи близкой по качеству недвижимости. Ясно, что растущий рынок при такой методике оценки сам себя и перегревает. Возвращение к традиционной теории оценки, основанной на стоимости замещения и стоимости аренды, позволит предотвратить неоправданную инфляцию цен на недвижимость.

На данный момент восстановлению и нормальному функционированию рынка недвижимости в США также мешает избыточная застройка, оставшаяся со времен предкризисного бума, и изъятые за неуплату ипотечных кредитов дома на балансах банков. Одна из предложенных программ, нацеленных на снижение подобных излишков жилья, предполагает продажу этих домов со значительной скидкой тем покупателям, которые могут предложить авансовый платеж

в размере 40% и будут сдавать эту недвижимость в ренту. Возможна также разработка налоговых рычагов, которые бы позволили уменьшать налоговую задолженность частных лиц на сумму всего ипотечного платежа, а не только на размер процентов по ипотеке. Такая программа способствовала бы снижению налогового бремени домовладельцев и позволила бы им направить большую часть своих доходов на погашение ипотечного долга.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на поддерживающую монетарную политику и многочисленные программы помощи должникам, роста рынка недвижимости не наблюдается. Как показано на рисунке 10, индекс цен продажи недвижимости, который достиг своего максимума в первом квартале 2007 года, к середине 2011 года снизился до уровня 2003 года и только начал показывать признаки незначительного подъема к началу 2012 года. Эта неутешительная динамика свидетельствует о «потерянном десятилетии» с точки зрения цен на недвижимость: все те, кто обзавелся недвижимостью в последние 10 лет, практически не получили прибавку ее стоимости.

Переход к устойчивому восстановлению рынка недвижимости осложняется по нескольким причинам, причем некоторые из них носят циклический характер. Например, довольно высокий для США уровень безработицы в посткризисную эпоху, особенно среди молодежи, сдерживает образование новых семей, а также динамику продаж домов и квартир. Это негативно отражается на ценовой статистике покупки-продажи недвижимости и тормозит экономическое выздоровление.

По ряду независимых оценок, традиционная политика государства по поддержанию жилищного рынка через систему «государственно-спонсированных предприятий» в данной ситуации негативно сказывается на разработке новых принципов функционирования рынка. В частности, стандарты кредитования должны быть значительно повышены, чтобы обеспечить стабильный приток частного капитала. Однако такое повышение стандартов, а особенно требование значительного авансового платежа, потенциально отрежет большую часть малообеспеченных семей от возможности приобрести собственное жилье. Достижение баланса в решении подобных вопросов потребует значительного количества времени и определенных политических компромиссов.

В заключение стоит добавить, что недоверие инвесторов к ипотечным активам характерно не только для американского рынка. Например, те немногочисленные сделки секьюритизации, которые проводятся в России, также не находят интереса среди инвесторов, по крайней мере, при той доходности, которая имеет экономический смысл для оригинаторов. В последнее время такие активы приобретаются Государственным пенсионным фондом, что также является формой господдержки ипотечного рынка.

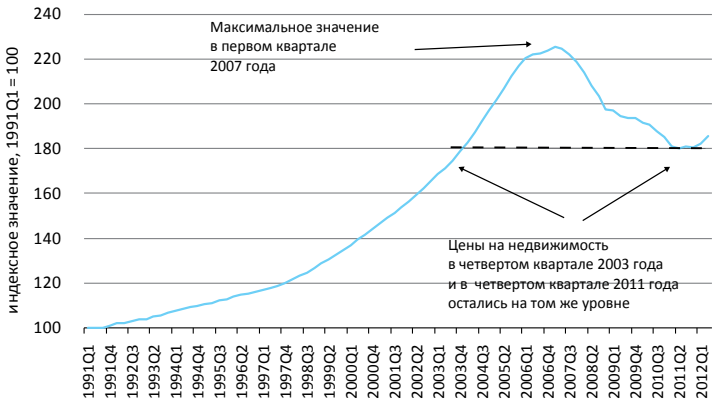

Рисунок 10

Индекс цен продажи недвижимости (в среднем по США, с учетом сезонного фактора)

Источник: Федеральное агентство жилищного финансирования

ВТБ Капитал
Think Global. Think VTB Capital*

Лучший российский инвестиционный банк

НОМОС БАНК

ОАО «Номос-Банк»
RUB 5 млрд
Секьюритизация ипотечных кредитов
ВТБ Капитал
Организатор
2012

ВТБ24

ЗАО «ВТБ24»
USD 275 млн
Секьюритизация портфеля автокредитов
ВТБ Капитал
Соорганизатор
2012

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК

Инвестиционный Торговый Банк
RUB 3,3 млрд
Секьюритизация ипотечных кредитов
ВТБ Капитал
Организатор
2012

Кредит ЕвропаБанк

ЗАО «КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК»
RUB 3,1 млрд
Секьюритизация ипотечных кредитов
ВТБ Капитал
Организатор
2012

Банк Жилищного Финансирования

ЗАО «Банк ЖилФинанс»
RUB 1,43 млрд
Секьюритизация ипотечных кредитов
ВТБ Капитал
Организатор
2012

Данный рекламный модуль подготовлен ЗАО «ВТБ Капитал», размещается на правах рекламы и охраняется авторским правом. Воспроизведение в любом виде любой части настоящего модуля не разрешается без предварительного письменного согласия ЗАО «ВТБ Капитал». Термины, используемые в настоящем рекламном модуле, отражают терминологию, употребляющуюся в сложившейся рыночной практике, и могут полностью не соответствовать значениям, определенным применимым законодательством, включая законодательство РФ. Деятельность ЗАО «ВТБ Капитал» регулируется Федеральной службой по финансовым рынкам. ЗАО «ВТБ Капитал» имеет лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 177-11466-010000 от 31 июля 2008г., Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 177-11463-100000, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 31 июля 2008 года. ВТБ Капитал, Инвестиционный бизнес Группы ВТБ.
*Думай глобально. Думай о ВТБ Капитал.

www.vtbcapital.com