Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по рискам на рынке секьюритизированных продуктов, Barclays

С 2009 года является специалистом по рискам на рынке секьюритизированных продуктов в инвестиционном банке группы Barclays в Нью-Йорке. Ранее, с 2006 года, работал в группе структурированных кредитных рынков в должности трейдера CDO/CBO/CLO банка RBS (Royal Bank of Scotland) в Гринвиче, штат Коннектикут, США. До работы в RBS с 2004 года занимал должность старшего кредитного аналитика в компании Genworth Financial Asset Management в Нью-Йорке, где отвечал за кредитный анализ потенциальных инвестиций в разнообразные долговые продукты развитых и развивающихся рынков. Перед этим, с 2000 года, работал в банке Wachovia, где специализировался на кредитном анализе структурированных кредитных продуктов, включая коммерческие и потребительские ABS и CDO.

Ипотечный рынок США: от кризиса к развитию

Фундаментальные изменения в законодательстве в 2009–2010 годах положили конец периоду активного роста финансовой индустрии, в частности финансирования спекулятивной жилой недвижимости. Многие аналитики предвещали начало нового этапа эволюции системы. Если смотреть на финансирование жилой ипотеки с более отдаленной перспективы, то необычным был скорее период с 1997 по 2007 год.

Начиная с конца 1930-х годов государство было активно вовлечено в финансирование жилья, предоставляя гарантии на более 90% от всех выпущенных ипотечных займов. В свою очередь, финансирование не охваченных основным рынком «альтернативных» секторов практически никогда не являлось основной деятельностью коммерческих банков. Уникальное сочетание экономических обстоятельств вместе с благоприятным юридическим и законодательным фоном позволило таким рыночным нишам стать намного прибыльнее, чем основные направления деятельности банков в 1990-е годы.

Период после 2009 года запомнится многим из-за активных антикризисных мер, призванных поддержать одновременно и финансовую систему, и пострадавшее от кризиса население. Но по мере окончания чрезвычайных мер становится все более очевидно, что система возвращается в статус-кво, который существовал в середине 1990-х годов, с исправлением искажений и лазеек в законодательстве, позволивших кредитному буму перейти все разумные пределы. Некоторые изменения в законодательстве привели к противоположным крайностям, сделав неприбыльными целый ряд направлений ипотечного кредитования. В данном обзоре мы рассмотрим наиболее важные изменения, произошедшие с 2009 года.

РЕЗКОЕ ПАДЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

На пике кризиса в 2008–2009 годах ФРС предприняла решительные меры для поддержки финансовой системы, прежде всего путем снижения реальной стоимости кредита. Это выразилось в снижении

Таблица 1. **Финансирование ипотеки и ВВП**

Годы	Займы на индивидуальные дома: всего ($ млрд)	Номинальный ВВП ($ млрд)	Займы на индивидуальные дома: всего (% ВВП)	Займы на индивидуальные дома: только покупка (% ВВП)	Рост ВВП (%)
2015E	1 000		5.70%	3.40%	
2014E	1 025	17 438.80	6.10%	3.50%	2.30%
2013	1 755	16 768.10	10.90%	4.00%	2.20%
2012	2 043	16 163.20	13.20%	3.80%	2.30%
2011	1 436	15 517.90	9.60%	3.40%	1.60%
2010	1 698	14 964.40	11.80%	3.70%	2.50%
2009	1 995	14 418.70	13.60%	4.50%	–2.80%
2008	1 508	14 718.60	10.40%	5.00%	–0.30%
2007	2 306	14 477.60	16.60%	8.20%	1.80%
2006	2 725	13 855.90	20.80%	10.70%	2.70%
2005	3 026	13 093.70	24.70%	12.30%	3.30%
2004	2 772	12 274.90	24.10%	11.40%	3.80%
2003	3 812	11 510.70	34.70%	11.70%	2.80%
2002	2 854	10 977.50	26.90%	10.30%	1.80%
2001	2 243	10 621.80	21.80%	9.30%	1.00%
2000	1 139	10 284.80	11.80%	9.40%	4.10%
1999	1 378	9 660.60	15.20%	9.70%	4.70%
1998	1 657	9 089.20	19.20%	9.20%	4.40%
1997	833	8 608.50	10.30%	7.30%	4.50%
1996	784	8 100.20	10.20%	7.30%	3.80%
1995	639	7 664.10	8.70%	6.80%	2.70%
1994	768	7 308.80	11.20%	8.10%	4.00%
1993	1 021	6 878.70	15.60%	7.40%	2.70%
1992	893	6 539.30	14.50%	7.60%	3.60%
1991	562	6 174.00	9.40%	6.40%	–0.10%
1990	459	5 979.60	8.10%	6.90%	1.90%
Сравнение					
2014E-2013	**–42%**	**4%**	**–44%**	**–13%**	**5%**
2015E-2014E	**–2%**		**–7%**	**–3%**	

ставки рефинансирования до нуля (для облегчения обслуживания долгов) и в использовании печатного станка для покупки государственных облигаций и ипотечных ценных бумаг (гарантированных агентствами FHLMC и FNMA) для дальнейшего снижения стоимости денег.

Многие заемщики воспользовались уникальной возможностью сократить стоимость своего финансирования. В жилищной ипотеке большинство обеспеченных заемщиков смогли снизить свою процентную ставку в среднем от 6% до 3–4%. Но с падением стоимости недвижимости многие заемщики, и не только из малообеспеченных категорий, оказались должны больше текущей стоимости своего жилья.

Из-за этого они были не в состоянии рефинансировать свои займы на рыночных условиях[1]. В таких случаях федеральное правительство облегчило условия рефинансирования для банков, чтобы те могли рассчитывать на гарантированный выкуп таких займов государственными агентствами.

К 2014 году ФРС прекратила покупать новые облигации на рынке, но не прекратила реинвестировать платежи от уже существующего портфеля. Эта сумма достигает $25–30 млрд в месяц и в ближайшее время вряд ли значительно уменьшится.

Тем не менее постепенное сворачивание программ ФРС по расширению денежной массы должно привести к нормализации рыночных процессов. Уменьшение

[1] Отношение займа к стоимости собственности не более 80%.

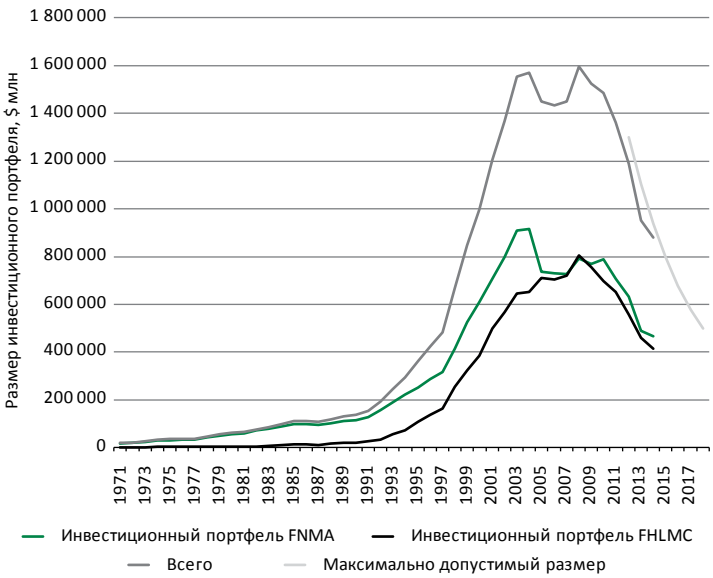

Рисунок 1
Размер инвестиционного портфеля государственных ипотечных агентств

искусственного искажения процентных ставок при растущей экономике должно привести к более рациональной оценке кредитных рисков и вероятному повышению их стоимости, в том числе и в области жилой недвижимости. Но проблема в том, что возвращение нормальных рыночных процессов может привести к дальнейшему спаду в экономике.

Жилая недвижимость уже сейчас ощущает на себе эффект нормализации рынков. Рост процентных ставок во второй половине 2013 года сократил рефинансирование на треть. И несмотря на падение процентных ставок в 2014 году, выпуск ипотечных ценных бумаг в целом сократился на 25%. В таблице 1 можно отчетливо видеть волну рефинансирования в первые послекризисные годы, которая подошла к концу в прошлом году.

Также показательно соотношение объема ипотечных займов к ВВП на пике в 2003 году и в последние годы: жилая недвижимость уже не играет такой большой роли в экономике. Причины очевидны: сокращение государственного финансирования и повышение стоимости финансирования в остающихся программах.

Дело в том, что в годы, предшествовавшие кризису, федеральное правительство оказывало прямую финансовую поддержку не только самым кредитоспособным заемщикам. Займы для заемщиков категории prime (от 80% до 90% всех займов) гарантировались государством при соблюдении достаточно жестких стандартов документооборота и качества обеспечения. Займы для прочих категорий населения финансировались частным капиталом. Вряд ли проблемы этого сектора оказались бы в эпицентре кризиса, если бы эти займы оставались на балансе (или за балансом) банковской системы. Проблема в том, что начиная с 1997 года после секьюритизации таких займов федеральные агентства выкупали большинство траншей с рейтингами AAA. За счет таких и аналогичных по рискам бумаг инвестиционный портфель агентств вырос с $500 млрд до $1.5 трлн за шесть лет (1997–2003). В 2008 году портфели агентств владели более 10% всех существующих ипотечных бумаг альтернативных категорий, что составляло больше 15% объединенного инвестиционного портфеля.

После 2005 года постепенное падение кредитного качества и рост неплатежей привели к предсказуемым результатам. Агентства прекратили покупать новые облигации всех типов в сентябре 2008 года. В обмен на финансовую поддержку федерального казначейства агентства обязались (наряду с другими шагами) сокращать ри-

ски в своем инвестиционном портфеле по меньшей мере на 10% каждый год[1]. С 2012 года агентства планомерно продают накопленные ценные бумаги с целью сократить общий баланс портфеля до $500 млрд к 2018 году. В практическом плане это означает прекращение государственной помощи для негосударственной ипотеки и, как следствие, рост процентных ставок для потенциальных заемщиков.

Целый ряд прочих льгот для заемщиков из более бедных слоев сохраняется в неизменной форме. В частности, FHA (Федеральная администрация жилья) и VA (администрация по делам ветеранов) гарантируют займы с первоначальным платежом не больше 3%[2] при стандартном коммерческом платеже в 20–30%. Условием такого финансирования является обязательное страхование кредитного риска заемщиков вплоть до того момента, когда баланс займа не превышает 78% от стоимости недвижимости.

Но здесь также происходит движение к рыночным ценам. С момента основания системы взносы за государственное страхование ипотечных облигаций поддерживались на уровне ниже рыночного, так как агентства являлись проводником государственной политики в жилищной сфере. Однако беспрецедентные расходы страхового фонда на покрытие потерь по безнадежным займам в 2007–2009 годах заставили FHA поэтапно поднять гарантийные взносы для основной массы займов.

К 2012 году дефицит страхового фонда сократился до $16 млрд. Прогноз 2014 года предполагает рост фонда до $23 млрд к 2016 году (около 2% суммы страхового покрытия) и до $55 млрд к 2019 году, что дает правительству чуть большую свободу маневра[3].

Платежи за страхование рисков являются дополнительным расходом для заемщика. Учитывая крайне низкий уровень кредитоспособности заемщиков такого типа, дополнительная нагрузка в виде повышенной процентной ставки серьезно сократила их число.

Выпадение наиболее рискованных заемщиков привело к относительному улучшению кредитного качества портфеля застрахованных займов, одновременно закрыв доступ к ипотеке для многих других.

Одновременно с этим заканчиваются льготные программы рефинансирования. Программы помощи малообеспеченным заемщикам HAMP HARP доступны только для займов, существовавших в марте 2009

[1] С 2012 г. новый план реорганизации требует сокращение портфеля по меньшей мере на 15% в год.

[2] Предназначены для военнослужащих, лиц, покупающих свое первое жилье, а также некоторых других категорий населения.

[3] В январе 2015 г. правительство предложило снизить годовые взносы займов FHA на 0.5%.

Период	Соотношение займа и обеспечения	Единовременный взнос	Годовой взнос (стандартные займы)	Годовой взнос (большие займы)
До 7/14/2008	Любое	1.50%	0.50%	0.50%
7/15/08–4/4/10	95%+	2.25%	0.55%	0.55%
	<95%	1.25–2.25%	0.55%	0.55%
4/5/10–10/3/10	95%+	2.25%	0.55%	0.55%
	<95%	2.25%	0.50%	0.50%
10/4/10–4/17/11	95%+	1.00%	0.90%	0.90%
	<95%	1.00%	0.85%	0.85%
4/18/11–4/8/12	95%+	1.00%	1.15%	1.15%
	<95%	1.00%	1.10%	1.10%
4/9/12–3/31/13	95%+	1.75%	1.25%	1.50%
	<95%	1.75%	1.20%	1.45%
4/1/13–1/25/15	1	1.75%	1.35%	1.55%
	<95%	1.75%	1.30%	1.50%
Начиная с 1/26/15	95%+	1.75%	0.85%	1.05%
	<95%	1.75%	0.80%	1.00%

Таблица 2

Динамика рынка капитала: сокращение финансирования индивидуального жилья, рост коммерческого финансирования

года[1]. Несмотря на то что срок действия программы был продлен до марта 2015 года, все займы, уже рефинансированные по этой программе, не могли быть рефинансированы вновь. Помимо этого, любые субсидии вряд ли будут возобновлены в новом политическом климате в связи с активной оппозицией конгресса. Поэтому большинство оставшихся безнадежных займов не подлежат рефинансированию. После истечения отведенных законом сроков эти заемщики неизбежно потеряют свою собственность.

РАСЧЕТ КАПИТАЛА И БАЗЕЛЬСКИЕ СТАНДАРТЫ — ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

На фоне сокращения активности на рынке одновременно ухудшаются общие условия деятельности банковской системы. В частности, существенно увеличился общий размер обязательного капитала. В несколько этапов между 2012 и 2019 годом фактический капитал банков должен увеличиться в несколько раз, с 1% (Ситибанк в 2007 году) до 4–5%.

Также серьезно увеличился размер обязательного капитала для ценных бумаг, созданных при секьюритизации. Становится все дороже держать такие бумаги на балансе, поэтому банки уже сократили свои портфели на 75% с 2007 года. Это снижает ликвидность на рынке и повышает риски инвесторов. А при повышении стоимости финансирования (секьюритизации) растут процентные ставки и на ипотечные займы.

Одновременно реформа финансовой системы по закону Додда–Франка (2010) уже изменила еще более базовые параметры деятельности ипотечной индустрии. Ряд мер носит антидискриминационный характер и направлен на предотвращение «манипуляции» банкирами плохо информированных заемщиков с целью получения максимальной прибыли. В частности, запрещается предлагать займы с ограниченной возможностью предоплаты, не предлагая при этом вариантов без такой возможности. Устанавливаются размеры «пороговых» процентных ставок, при превышении которых банки теряют возможность рефинансирования в государственных организациях. От кредиторов требуется соблюдение крайне жестких критериев при определении кредитоспособности потенциальных ипотечных заемщиков. В случае несоблюдения таких критериев кредиторами, заемщики получают право оспаривать правомерность этой задолженности в суде. Для стимуляции рациональной оценки кредитных рисков банки обязаны удерживать минимум 5% от стоимости выпущенных ими займов при их секьюритизации.

В практическом плане этот закон ограничивает свободу действия кредиторов в их отношениях с заемщиками. Законодатели желали оградить людей от недобросовестных банкиров, стремившихся подтолкнуть заемщиков к невыгодным для них займам.

Однако, введя такие меры на уровне закона, конгресс практически уничтожил негосударственную индустрию ипотечного кредитования для малоимущих. Банки не хотят нарушать законы; соблюдать все правила при работе с малоимущими достаточно дорого, а компенсировать кредитные риски за счет высокой процентной ставки запрещено. Поэтому до кризиса эти люди могли получить займы под высокий процент; после кризиса ипотека для большинства из них недоступна вовсе.

Вполне рациональным ответом банковской системы стала концентрация на безопасных заемщиках. С ужесточением условий государственного рефинансирования, с увеличением обязательного капитала банков также выросли и требования к заемщикам. Весьма ограниченное количество заемщиков способно сразу оплатить 20–30% от стоимости жилья, что ограничивает потенциальную клиентуру только обеспеченными слоями населения.

ДОЛГОСРОЧНАЯ РЕФОРМА ГОСУДАРСТВЕННОГО УЧАСТИЯ

Проект новой государственной политики декларирует цель сокращения влияния и ответственности федерального правительства за ипотечный рынок[2]. Вместо прямой

[1] Предназначены для ситуаций, когда добросовестный заемщик с хорошей кредитной историей и способностью платить не может получить новый заем только из за падения стоимости жилья ниже баланса займа.

[2] White paper on principles of GSE and mortgage industry reform.

Таблица 3. **Прогноз динамики на рынке ипотечного финансирования на 2015 г.**

Годы	Жилищные ипотечные облигации агентств	Негосударственные ипотечные облигации	Облигации коммерческой ипотеки	Облигации крупной коммерческой ипотеки	Коммерческие ипотечные облигации агентств	Обеспеченные потребительские облигации	Обеспеченные коммерческие займы (США)	Всего
Всего								
Прогноз 2015	950	40	85	35	70	200	80	1 460
Прогноз 2014 сейчас	880	43	60	30	70	205	120	1 408
Прогноз 2014 год назад	1 045	37	80	25	64	185	75	1 511
Данные 2013	1 544	43	53	24	82	179	86	2 012
С учетом погашения								
Прогноз 2015	65	-70	10	28	45	40	50	168
Прогноз 2014 сейчас	65	-68	-15	20	45	30	65	142
Прогноз 2014 год назад	205	-120	20	15	34	15	0	169
Данные 2013	237	-150	-21	14	72	-12	26	166

государственной поддержки индивидуального домовладения поставлена цель обеспечения равных возможностей для всех видов жилой недвижимости. Предлагается активно поддерживать не только индивидуальное, но и многосемейное (арендное) домовладение.

Планируется кардинальное изменение роли государственных ипотечных агентств[1]. Предусмотрено поэтапное сокращение государственной роли до исключительно контрольных функций. Предлагается сохранить гарантии по рискам всех существующих займов и перейти от полной ответственности налогоплательщиков за платежеспособность агентств (что произошло в 2008 году) к более рыночному ценообразованию на риск невыплаты индивидуальных займов.

Проект предполагает, что государство сохранит гарантии выплаты займов в форс-мажорных ситуациях, но основным кредитором и держателем рисков станут негосударственные организации. Также предполагается, что агентства возьмут на себя функцию перестрахования, притом что риск потерь по первым 5–10% стоимости займов будут нести частные инвесторы. Государство продолжит полностью гарантировать все риски по займам только для бедных слоев населения.

[1] Приводятся данные плана реструктуризации, который не был принят конгрессом, но является консенсусом на текущий момент.

В рамках программы перехода к более рыночному ценообразованию агентства уже выпустили несколько новых типов ценных бумаг. Через структуры STACR / CAS агентства сохраняют на своем балансе риск 95–97% стоимости включенных индивидуальных ипотечных займов. Через структуры FHL MC K и программу FNMA DUS агентства гарантируют выплату старших траншей (95%), обеспеченных многоквартирными ипотечными займами. Младшие транши во всех случаях продаются частным инвесторам. Уже возник активный вторичный рынок среди держателей бумаг таких типов, предполагается его дальнейший рост.

НОВАЯ ОРИЕНТАЦИЯ РЫНКА

Описанные выше процессы продолжаются уже несколько лет. Надежды на восстановление предкризисного статус-кво ушли после того, как всем стала очевидна необратимость процессов прежде всего с точки зрения капиталоемкости финансовой индустрии.

Возвращение рациональной оценки кредитоспособности и ужесточение требований финансовой отчетности сократили потенциальное количество заемщиков в несколько раз. Все те, кто смог получить займы в период бурного роста кредитной системы с 1997 по 2007 год, были бы практически полностью исключены из числа домовладельцев сегодня. Процент домовладельцев продолжает падать по мере реструктуризации оставшихся неплательщиков, большое число которых вновь становится арендаторами жилья.

Таблица 4

Динамика движения средств на ипотечном рынке — прогноз на 2015 г.

Тип изменений	$ млрд
Займы на покупку жилья на вторичном рынке	72
Амортизация существующих займов	–179
Рост доли собственности заемщиков в домовладениях	52
Изменение банковских портфелей	–42
Займы на покупку жилья на первичном рынке	52
Выкуп займов агентствами	–18
Рефинансирование из частных займов в государственные	51
Изменение планируемых кредитных портфелей	–12
Дополнительные займы существующих домовладельцев	49

За 2014 год произошла существенная коррекция ожиданий финансовой индустрии, что очевидно из приведенных данных. Предполагается дальнейшее погашение существующих негосударственных ипотечных займов (–70), которое компенсируется ростом жилищных облигаций агентств (+65), вероятно, из-за рефинансирования на льготных условиях. Рост ожидается в основном в коммерческой ипотеке.

ПРОГНОЗЫ

Реформа системы ипотечного жилищного финансирования далека от завершения. Уже предпринятые меры привели к ситуации, аналогичной середине 1990-х годов, с преобладанием государственных ипотечных агентств и незначительным ипотечным кредитованием малоимущих. С прекращением антикризисных программ кредитование малоимущих станет таким же нишевым сектором, каким оно было до 2000-х годов. Дальнейшее развитие программ передачи кредитных рисков агентств в частные руки отвлечет еще больше средств, ранее шедших на высокодоходные рынки subprime.

Развитие негосударственной ипотечной индустрии зависит от ценовой политики агентств. Рациональная оценка кредитных рисков после 2008 года привела к сокращению числа потенциальных заемщиков, соответствующих критериям государственных гарантий. Последовательное проведение этой политики может привести к переделу рынка кредитоспособных заемщиков в пользу кредитных продуктов негосударственных организаций. Тем не менее уже сложившаяся законодательная база делает практически невозможным масштабный рост домовладений среди небогатых слоев населения.