Игорь Аксёнов,
трейдер CDO,
Royal Bank of Scotland

ЭТАПЫ развития секьюритизации в США: 1930–2008[1)]

АВТОР СТАТЬИ СТАВИТ СВОЕЙ ЦЕЛЬЮ ОБОЗНАЧИТЬ ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В ЭКОНОМИКЕ США С 30-Х ГОДОВ 20 ВЕКА ДО НАШИХ ДНЕЙ. НЕИЗБЕЖНО, ЧТО НЕКОТОРЫЕ ИЗ ЭПИЗОДОВ ЭТОГО ДОЛГОГО ПУТИ БУДУТ ОПУЩЕНЫ; ЗАМЕЧУ, ЧТО НЕ СТРЕМИЛСЯ УПОМЯНУТЬ ОБО ВСЕХ СОБЫТИЯХ И УЧАСТНИКАХ, А СТРЕМИЛСЯ ОБОЗНАЧИТЬ ЛИШЬ ОБЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВАЖНЫХ ДЕЙСТВУЮЩИХ ЛИЦ.

На американском финансовом рынке главным действующим лицом является государство. С помощью прямого участия (государственные организации GNMA, SBA, система Farmer Mac и Federal Home Loan Banks) и контроля над крупнейшими коммерческими организациями на рынке (финансовые гаранты FNMA, FHLMC) Конгресс и Правительство США могут влиять на состояние дел практически на всех рынках, на которых обращаются структурированные продукты. Важную роль играют негосударственные компании — гаранты, как работающие на рынке ценных бумаг (MBIA, AMBAC, FGIC, FSA, Radian), так и работающие с индивидуальными займами и закладными (MGIC, UGS, PMI).

Крупные коммерческие игроки пользуются услугами либо первой, либо второй пары гарантов: спонсоры сделок (банки и дилеры на рынке ценных бумаг) привлекают их в процессе создания SPV для секьюритизации (гаранты участвуют в самой сделке), крупные инвесторы (управляющие компании, пенсионные фонды, страховые компании) используют гарантов при покупке нот (negative basis trades). Большинство инвесторов в средние и младшие транши начиная с возникновения этого рынка участвовало в сделках напрямую, полагаясь на качество активов и структурную защиту их траншей.

В данной статье большое внимание уделено истории создания и деятельности государственных финансовых гарантов (агентств Fannie Mae и Freddie Mac) как системообразующих структур на американском рынке секьюритизации. Деятельность негосударственных финансовых гарантов во многом повторяет и дополняет активность этих двух структур и поэтому будет более детально рассмотрена в другой статье.

Игорь Аксёнов с 2006 года является сотрудником группы структурированных кредитных рынков банка RBS (Royal Bank of Scotland) в Гринвиче, штат Коннектикут, США.

До работы в RBS с 2004 года г. Аксёнов занимал должность старшего кредитного аналитика в компании Genworth Financial Asset Management в Нью-Йорке, где он отвечал за кредитный анализ потенциальных инвестиций в разнообразные долговые продукты развитых и развивающихся рынков. Перед этим с 2000 года Аксёнов работал в банке Wachovia, где специализировался на кредитном анализе структурированных кредитных продуктов, включая коммерческие и потребительские ABS и CDO.

[1)] *Публикуется с сокращениями. Полную версию авторского текста читайте в «Энциклопедии Российской Секьюритизации 2008».*

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА США НА ПОРОГЕ ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ

Перед экономическим кризисом конца 20-х годов в финансовой системе США преобладали небольшие банки (минимальный капитал составлял $25 тыс.); к 1920 году их было более 30 тысяч. Система регулирования, построенная под влиянием местных политических интересов, препятствовала формированию более крупных и стабильных финансовых организаций. Большинство банков было замкнуто на ограниченные местные рынки, отчасти поэтому во многих регионах не было возможности финансировать покупку жилья.

Крах на рынке акций 1929 года и исчезновение спекулятивного капитала усугубили существовавшие проблемы реальной экономики. Ряд решений правительства и конгресса в 1929–1931 годах (в том числе повышение тарифов), политически популярных, но экономически катастрофических, еще более ухудшили ситуацию в реальной экономике и продолжили истощение банковского капитала. Многие местные банки были на грани закрытия; в 1930–1932 годах более 5100 из них прекратили свое существование. Банковские каникулы в марте 1933 года только усилили нестабильность и привели к краху еще 4000 из них в течение года.

В условиях массовой безработицы и депрессии во всех секторах экономики даже пережившие кризис банки были не в состоянии кредитовать сколько-нибудь долгосрочные проекты — как коммерческие, так и потребительские. Дефолты заемщиков по закладным привели к большому количеству жилой недвижимости на балансах банков по всей стране. Существовал все нарастающий дисбаланс между неуклонно падающим спросом (безработное и некредитоспособное население) и растущим предложением, и банки не были заинтересованы финансировать новые домовладения до избавления от существующих.

Кредитные критерии в 20-е годы были много более жесткими, чем сейчас; заемщик мог получить не более 60% стоимости актива с обязательным погашением основной суммы в конце срока, не превышавшего 5 лет. Полное погашение кредита в течение одного срока было редкостью; рефинансирование до момента погашения было очень трудоемким процессом и практиковалось крайне редко. После кризиса начала 30-х годов эти критерии стали еще более жесткими, что делало практически невозможным любое банковское финансирование домовладений.

РЕФОРМЫ РУЗВЕЛЬТА И ФОРМИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНОГО РЫНКА

Избранный президентом США в 1932 году, Рузвельт провозгласил своей целью восстановление экономики. Серия программ New Deal способствовала оживлению экономической активности путем вливания правительственных денег в разнообразные общественно значимые проекты.

Создание Federal Housing Administration (FHA) в 1934 году было логическим шагом такой политики. Целью этой организации было страхование банковских займов, выданных для строительства домов и малых коммерческих предприятий. Гарантии федерального правительства покрывали до 97% суммы займов при условии соблюдения правил, направленных на максимальное снижение процентных ставок (фактически субсидируемых правительством), увеличение срока (до 25 лет) и суммы (до 85% от стоимости собственности) выданного займа. Страховка кредитного риска, предоставлявшаяся FHA, была намного (до 90%) ниже коммерческой страховки аналогичных рисков.

В 1937 году поле деятельности FHA было расширено с введением в действие программ долгосрочного (до 60 лет) прямого финансирования местных и муниципальных правительственных организаций, занятых расчисткой бедных кварталов (Slum Clearance programs).

В 1938 году была создана Federal National Mortgage Association (FNMA, или Fannie Mae), что позволило федеральному правительству выкупать застрахованные FHA займы и закладные у местных банков. Это открыло для банков возможность прямого рефинансирования, так как система 1934 года только страховала их от риска дефолта. Федеральное правительство предоставило полную гарантию на все облигации FNMA, выпущенные для этой цели.

В 1944 году FNMA получила разрешение на покупку займов, гарантированных Veterans Administration (займы для бывших военнослужащих).

Эти шаги привели к возобновлению банковского кредитования, унификации кредитных стандартов и росту числа домовладений. Что более важно, эти шаги способствовали укреплению капитала банков по всей стране: фактическое субсидирование рисков потребительского портфеля федеральным правительством освободило ресурсы банков для коммерческого кредитования, что со временем привело к возобновлению экономического роста на местах. Так как для восполнения капитала банкам было выгодно немедленно продавать закладные FNMA, в скором времени эта организация являлась крупнейшим держателем жилой недвижимости в США.

Вторичный рынок закладных, в котором принимали участие большинство банков страны, повысил общую стабильность финансовой системы и немало способствовал созданию национального рынка недвижимости, где крупные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды, трасты) впервые смогли вкладывать деньги в до того им недоступные регионы страны, покупая займы у федерального правительства.

ЭВОЛЮЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО УЧАСТИЯ

В 1954 году статус FNMA изменился с введением плана постепенной приватизации компании. Также с этого года, несмотря на сохранение государственного статуса, заимствования этой организации не имели гарантии правительства США и были обеспечены только активами FNMA.

В 1968 году все подразделения, занятые субсидированием местных правительственных организаций и финансовыми гарантиями для займов, выданных для осуществления федеральных программ, были отделены и закреплены в федеральной собственности под новым названием Government National Mortgage Association (GNMA, или Ginnie Mae). Все подразделения, занятые операциями на вторичном рынке закладных, перешли в новую коммерческую структуру, сохранившую старое название и не имеющую прямых федеральных гарантий, но подразумевающую правительственную поддержку в случае кризиса. В законе 1968 года FNMA было разрешено выпускать MBS.

К 1970 году GNMA также выпустила первые MBS pass throughs. Облигации, выпускаемые GNMA — единственные на рынке, которые полностью гарантированы правительством США.

В этом же году конгресс создал Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, или Freddie Mac) как государственную организацию в системе Federal Home Loan Banks для создания конкуренции FNMA на вторичном рынке закладных. Задачей FHLMC было рефинансирование

закладных, не гарантированных FHA/VA, и создание вторичного рынка для торговли ими. Одновременно FNMA также было разрешено участвовать в этом рынке; в 1972 году были сделаны первые закупки. К 1976 году больше 50% активов FNMA состояло из негарантированных закладных.

В связи с высоким уровнем процентных ставок в 70-е годы и распространением закладных с плавающей ставкой (Adjustable rate mortgages, ARM) FNMA начала покупать такие бумаги в 1981 году. В этом же году FNMA выпустила первые серии MBS.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ 70-Х ГОДОВ; РАЗВИТИЕ ВТОРИЧНОГО РЫНКА АКТИВОВ

Высокая инфляция 1970-х годов и вялотекущий экономический кризис, вызванные потрясениями начала десятилетия (нефтяной шок и вызванный им резкий спад экономики в 1973–1974 годах), не способствовали развитию инициатив 1968–1970 годов.

Сложившаяся ситуация парадоксальным образом демонстрировала успехи предыдущих 35 лет федеральной политики в области жилой недвижимости. Банки и ссудно-сберегательные организации могли комфортно существовать в условиях низких процентных ставок и правительственных финансовых гарантий большей части их деятельности: помимо гарантий платежей по закладным, федеральные правила ограничивали максимальный процент по депозитам частных лиц (regulation Q). При высокой инфляции те же факторы работали против сложившейся системы.

Потолок по процентам на депозиты привел к оттоку вкладчиков, истощая источник самого дешевого финансирования и ослабляя капитальную базу всей банковской системы. В это же время уход крупных корпораций от банковского финансирования в сторону прямых операций на рынках капитала заставил банки концентрироваться на коммерческой недвижимости, значительно более рисковом активе. Ослабление географических ограничений привело к созданию мощных региональных банковских ассоциаций и повышению конкуренции.

Несмотря на практически безграничные (благодаря FNMA и FHLMC) возможности рефинансирования жилой недвижимости, банки не имели такой же возможности при работе с недвижимостью коммерческой, равно как и с другими активами. С падением экономической активности количество потенциальных заемщиков и в этих секторах упало; качество ранее выданных кредитов начало ухудшаться.

Жесткие меры, предпринятые руководством ФРС в 1979 году по сокращению денежной массы, совпали по времени с самым тяжелым периодом экономического кризиса. Нефтяной шок 1980 года вместе с прочими антиинфляционными мерами сократили приток кредитных ресурсов в экономику и привели к кризису ликвидности и феноменальному росту процентных ставок. Активность на всех рынках еще более упала; переоценка финансовых активов, находившихся на балансе большинства банков страны, по рыночным ценам привела бы к массовым банкротствам.

Со сменой власти в 1980 году конгресс принял меры для разрешения кризиса. Изменения в налоговом законодательстве позволили банкам при продаже активов временно не отражать убытки в своем капитале (Garn St Germain Depository Institutions Act 1982 года). Как и следовало ожидать, это привело к значительному оживлению вторичного рынка многих типов активов. Максимальный процент на вклады и ограничения на типы разрешенных инвестиций были убраны; одновременно с этим были введены прямые налоговые льготы, стимулирующие инвестиции в коммерческую недвижимость.

Объем годового выпуска MBS в США, $ млрд

	Агентства	Прочие	Всего
1996	440.6	67.2	507.8
1997	535.0	105.1	640.1
1998	952.0	215.3	1 67.3
1999	884.9	161.2	1 46.1
2000	582.3	125.8	708.1
2001	1 454.8	217.3	1 672.1
2002	1 985.3	233.9	2 219.2
2003	2 725.8	345.2	3 071.0
2004	1 375.2	403.9	1 779.1
2005	1 321.0	645.3	1 966.3
2006	1 229.5	773.1	2 002.6
2007	1 371.7	655.6	2 027.3

Источник: SIFMA

НОВЫЕ СТРУКТУРЫ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ

В 1983 году FHLMC предложил рынку структуры Collateralized Mortgage Obligations (CMO), где спонсоры выпуска впервые разделили риск по сумме, по очередности погашения (seniority), по уровню ставок (floaters, IO, inverse IO), по защищенности от предоплат в портфеле активов (PAC/TAC/supports) и так далее. Новые структуры впервые позволили финансистам перераспределять риски и создавать продукты, отвечавшие интересам самых разных категорий инвесторов.

В 1984 году выпущена первая сделка, обеспеченная несколькими коммерческими закладными (спонсор — Penn Mutual Life Insurance Company, объем — $205 млн). В следующие два года были закрыты еще две сделки, обеспеченные коммерческими закладными на два здания в финансовом квартале Нью-Йорка.

В 1985 году были созданы первые структуры ABS, обеспеченные займами для малого бизнеса (гарантированные Small Business Administration — SBA, администрацией малого бизнеса). В этом же году были выпущены первые ABS, обеспеченные коммерческими активами (Sperry Lease Finance Corporation — лизинговые договора на компьютерную технику). Объем рынка ABS в 1985 году составил $1.2 млрд, рынка CMBS — $3.7 млрд.

В 1986 году реформа налогового законодательства (введение формата Real Estate Mortgage Investment Conduit — REMIC) наряду с другими изменениями приравняла юридический статус CMO к облигациям федерального казначейства в списках разрешенных типов инвестиций для банков и ссудно-сберегательных касс. Закон устранил ряд юридических проблем в размещении ABS и позволил большему количеству потенциальных инвесторов участвовать в этом рынке. Год спустя FNMA разместила первые структуры этого формата.

В 1987 году банк Drexel Burnham Lambert спонсировал структуру, положившую начало рынку CDO — в качестве активов здесь впервые выступали корпоративные облигации. В этом же году была выпущена первая сделка CMBS, не имеющая поддержки спонсора (Meritor Funding, $900 млн. В 1989 году за ней последовала аналогичная сделка Cigna Funding ($1.7 млрд).

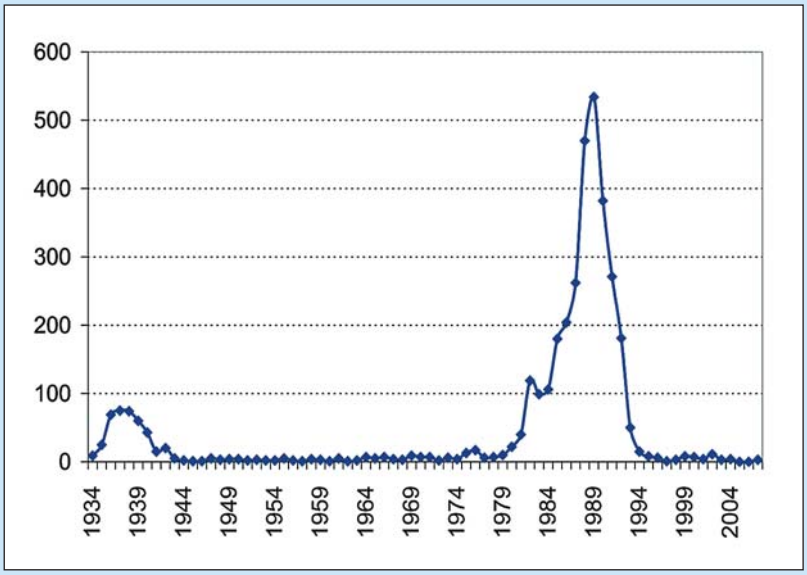
Несмотря на новые сектора, ставшие доступными в 80-е годы, в списке секьюритизированных активов все еще преобладали закладные; в 1990 году FNMA, как и раньше, являлась крупнейшим спонсором структур CMO.

В 1991 году объем рынка CMBS превысил $10 млрд. В этом году изменения в законодательстве способствовали росту секьюритизации прочих активов, прежде всего — коммерческих займов и закладных. Эти изменения стали возможными и необходимыми для разрешения банковского кризиса, который был прямым последствием 80-х годов.

БАНКОВСКИЙ КРИЗИС И РАЗВИТИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

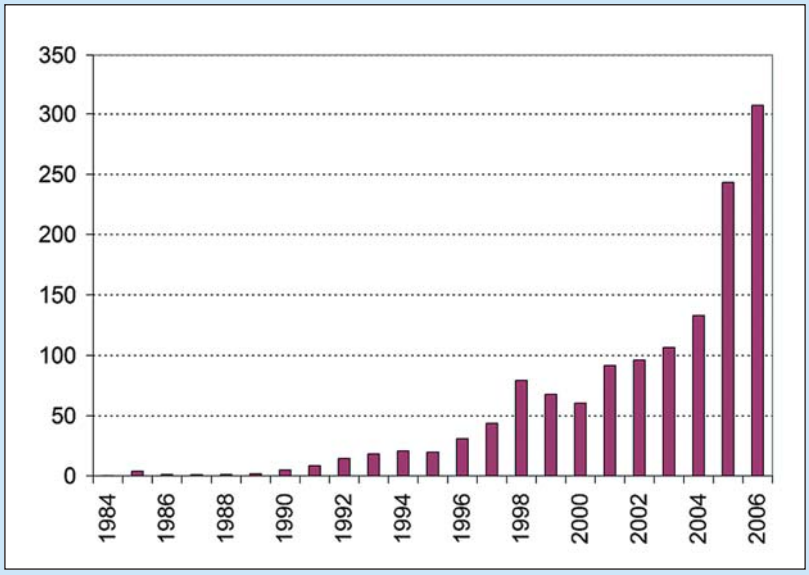
К началу 90-х годов замедлившийся экономический рост и сопутствующий этому спад деловой активности привели к нарастанию объемов проблемных кредитов. Немалая их часть пришлась на компании, финансированные с помощью высокорисковых облигаций с низкими рейтингами (мусорные облигации — junk bonds), а также на вложения в коммерческую недвижимость. Большое количество кредиторов понесло серьезные убытки; в результате кризиса 9% банков были закрыты или были вынуждены обратиться за поддержкой к федеральной страховой компании (График 1).

График 1. Банки-банкроты, 1934–2007



Источник: данные FDIC

График 2. Выпуск CMBS ($ млрд)



Больше всего пострадала индустрия ссудно-сберегательных касс (S&L): высокая конкуренция и неоптимальное размещение средств в 70–80-е годы привели к нарастающей волне банкротств. Проблема усугубилась тем, что федеральный регулятор этого сектора финансовой индустрии FSLIC из-за политических разногласий был не в состоянии вовремя остановить деятельность даже тех S&L, которые открыто нарушали законодательство.

В результате этого в период 1980–1994 годов 1300 из 4039 таких организаций прекратили свое существование. После активизации регулирующих органов и выплаты денег вкладчикам ликвидированных банков к 1988 году федеральные власти оказались крупнейшими держателями самых разнообразных банковских активов, многие из которых были неликвидными.

В 1989 году реорганизация и ликвидация этих активов была поручена Resolution Trust Corporation. Помимо прямых продаж, RTC активно использовало секьюритизацию, создав ряд ABS, обеспеченных корпоративными активами и коммерческими займами. В частности, в начале 90-х RTC стало крупнейшим спонсором CMBS, проведя секьюритизацию закладных на почти $18 млрд. К моменту собственного закрытия RTC закрыло 747 ссудно-сберегательных касс и ликвидировало активы на общую сумму более $460 млрд.

По оценке властей, ликвидация обанкротившихся S&L обошлась налогоплательщикам в $80 млрд (в 2 раза ниже, чем предварительные оценки). При подведении итогов было отдано должное позитивному эффекту новых форм секьюритизации, которые нашли широкое применение на коммерческом рынке в последующие годы.

ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ 90-Х

В 1989 году под влиянием описанного выше банковского кризиса были изменены требования Federal Reserve к обязательному капиталу финансовых организаций. В частности, был установлен максимальный размер вложений в нежилой коммерческой недвижимости (4х капитала). В новых моделях, основанных на потенциальном риске потерь, целый ряд активов (в частности, займы для коммерческой недвижимости) требовали значительно большего количества капитала, чем раньше. Под давлением этих факторов многие банки резко сократили финансирование коммерческой недвижимости; поиск новых источников средств привел к значительному росту рынка CMBS.

В 1992 году SEC утвердило правило 3(a)7, облегчив создание структур, обеспеченных разнообразными коммерческими займами

(до этого участники рынка были вынуждены работать в рамках Investment Company Act). Эти изменения привели прежде всего к бурному росту нот, обеспеченных коммерческими закладными (График 2).

В 90-е годы рынок изменился качественно. Секьюритизация разнообразных коммерческих активов сместила центр прибыли и рыночной активности от все более единообразных ценных бумаг агентств.

Изменились и структуры сделок. В 80-е годы немногочисленные сделки на рынке с нежилыми активами имели банковскую поддержку в форме Letters of Credit (до 58%). К началу 90-х зависимость таких структур от рейтингов выпустивших их банков заставила спонсоров отказаться от такой методики в пользу других методов повышения кредитного качества (внешние гарантии, структурная субординация платежей).

На рынок пришли финансовые гаранты. В 1992 году компания MBIA, до этого работавшая преимущественно с муниципальными и квазигосударственными облигациями, открыла подразделение, направленное только на работу со структурированными бумагами. Год спустя главный конкурент — компания AMBAC — последовал ее примеру. Бизнес-модель гарантов повторяла систему федеральной поддержки финансирования жилой недвижимости: гарантируя значительную часть рисков (обычно гаранты брали на себя старший транш, доходивший до 70% нот), они стимулировали приход на рынок новых участников и таким образом увеличивали свои обороты и доход. К 2003 году объем рынка ABS превысил $6.6 трлн.

Тем не менее, основным активом остается жилая недвижимость. В частности, спонсоры, активно работавшие с федеральными агентствами на выпусках REMIC, обеспеченных стандартными закладными, также активно работали с активами, не подходящими под критерии агентств — прежде всего, «гигантскими» займами (jumbo loans, где единственным нестандартом был размер закладной) и займами Alternate A (где ряд критериев не подходил под стандарт агентств, но кредитное качество было сравнимым). Так как секьюритизация обеспечивала все больший доступ к самым разным активам все большего числа инвесторов, с приходом на рынок все больших денег доходность его неизбежно упала, и внимание спонсоров переключилось на еще не охваченный сегмент рынка жилой недвижимости — закладные категории subprime.

Параллельно с этим инновационная волна в экономике в 90-е годы привела к росту компаний так называемой «новой экономики» (telecommunications, internet); их финансовые нужды и механизм секьюритизации привели к появлению и быстрому росту после 1996 года CBO (с активами в корпоративных облигациях) и CLO (с активами в синдицированных банковских займах).

С крушением большого количества заемщиков и массовыми потерями CBO в начале этой декады на рынке стали преобладать успешно прошедшие испытание кризисом структуры CLO, а также CDO, обеспеченные ABS с активами subprime. Развитие обоих секторов происходило по похожей модели: с притоком средств доходность неуклонно падала, вынуждая спонсоров на разного рода инновации в структуре, включение активов все более низкого качества, а в последние два года — на прямое финансирование старшего транша на балансе.

КРЕДИТНЫЙ КРИЗИС 2007–2008 ГОДОВ

Этот вопрос стоит как минимум отдельной статьи; хроника событий последних двух лет может занять солидный том. Вкратце: кредитные проблемы на узком секторе рынка (subprime) привели к падению цен на ноты SPV этого сектора и крушению нескольких фондов использовавших массированное кредитное плечо. Оценив опасность такой модели финансирования (а не кредитные риски — многие верили, что кредитные проблемы не выйдут за пределы сектора subprime), инвесторы бросились продавать все позиции в аналогичных структурах. Управляющие компании были вынуждены начать продавать активы, чтобы удовлетворить требования о возврате денег; это привело к очередному падению цен.

Дисбаланс между все растущим предложением нот по все снижающимся ценам и сжимающимся спросом при пирамидальной структуре финансирования привели к полной остановке секьюритизации на рынке subprime и существенному повышению премий за риск на всех остальных рынках (пример кредитных карт, автозаймов). Многие ожидают, что рынок коммерческой недвижимости и обеспеченные этими активами ноты CMBS скоро последуют по траектории subprime.

Основной причиной проблем мировой финансовой системы является, как и 30 лет раньше, небывалые успехи предыдущих лет. Глобализация экономики и усиление взаимозависимости финансовых организаций многих стран привели к тому, что ошибки, допущенные в узком секторе одного из рынков одной из стран, отражаются на многочисленных инвесторах по всему свету. Существование синтетических ценных бумаг (контрактов CDS) многократно увеличивает эффект и потенциальные потери от в принципе небольших потрясений.

В данный момент практически все крупные банки (не только те, которые принимали активное участие в секьюритизации) ослаблены в результате списания стоимости их активов, приходящихся на риски по разным структурированным нотам. Финансовые гаранты находятся в аналогичной ситуации. С неуклонным ростом кредитных рисков бизнес MBIA и AMBAC можно считать закрытым даже несмотря на то, что при полном дефолте гаранты обязаны выплатить основную сумму только через 30–40 лет. Рейтинговые агентства имеют все основания снизить рейтинги вышеупомянутых гарантов по крайней мере до Aa.

Проблема в том, что все участники финансовой системы, включая вышеупомянутых и других гарантов, в последние 15 лет использовали массированное кредитное плечо. Поэтому на настоящий момент все большие кредитные организации повязаны единой цепью, когда реальные (кредитные) или предполагаемые (падение рейтинга) потери отражаются на всех. Прибыли организаций, которые выглядят лучше других (Lehman Brothers, Deutsche Bank, Goldman Sachs), зависят напрямую от способности пострадавших контрагентов выполнить свои обязательства.

На данный момент, несмотря на широкое обсуждение симптомов, еще нет убедительных доказательств начала экономического спада в экономике США. При увеличении проблем реальной экономики уже происходящее разрушение банковских капиталов в связи с неуклонным сокращением кредитного плеча в системе продолжится со все нарастающей скоростью, что может поставить под сомнение жизнеспособность всей финансовой системы. ©