Виктория Бакланова[1],
CFA, старший директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний, Fitch Ratings

ИСТОРИЯ текущего финансового кризиса США: 2001–2008[2]

ТЕКУЩИЙ КРИЗИС АМЕРИКАНСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА ЯВЛЯЕТСЯ ПОЧТИ ХРЕСТОМАТИЙНЫМ ПРИМЕРОМ НЕПРЕДСКАЗУЕМЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ БЛАГОРОДНЫХ ПОСТУПКОВ. ПО МНЕНИЮ МНОГОЧИСЛЕННЫХ ЭКОНОМИСТОВ И ФИНАНСОВЫХ АНАЛИТИКОВ, ИСТОКИ СЕГОДНЯШНЕЙ ИПОТЕЧНОЙ КАТАСТРОФЫ НАЦИОНАЛЬНОГО МАСШТАБА НАДО ИСКАТЬ В 2001 ГОДУ.

ИСТОРИЧЕСКИЙ КОНТЕКСТ

В 2001 году, после массивного падения рынка, сопровождавшегося массовым выходом из бизнеса молодых интернет-компаний, а также в результате террористического акта 11 сентября 2001 года в американской экономике наметились признаки рецессии. Тогда ответом Федерального резерва явилось значительное снижение процентной ставки: в период с января 2001 года по июнь 2003 года ставка была снижена с 6.5% до 1%. Снижение ставки естественным образом сопровождалось снижением доходности по государственным облигациям и другим долговым инструментам. График 1 отражает историческую динамику уровня федеральной процентной ставки и сопровождающее ее снижение доходности государственных долговых обязательств США (US Treasuries) на примере нот с годичным сроком погашения.

Стало выгодно брать в долг. Американские домовладельцы, подавляющее большинство которых являются также заемщиками ипотечных кредитов, получили уникальную возможность рефинансировать свои кредиты. В соответствии со статистическими данными[3], в 2003 году было рефинансировано $2.8 трлн выданных ипотечных кредитов, что составило более трети всех выданных ипотечных кредитов в США, или, что еще интереснее, 70% ипотечных кредитов, выданных в 2003 году. График 2 иллюстрирует приведенную динамику, а также тот факт, что в 2003 году ставка стандартного 30-летнего кредита снизилась до исторического минимума 5.82%.

Виктория Бакланова закончила математический факультет Новосибирского Государственного Университета. В 1998 году она получила степень магистра финансов в бизнес-школе Zicklin Университета г. Нью-Йорк, а также впоследствии закончила отделение финансового инжиниринга Колумбийского Университета.

Виктория начала деятельность на финансовом рынке в качестве партнера управляющей компании «Май». С 2001 по 2006 год работала в нью-йоркском офисе компании Moody's Investors Services, где она отвечала за рейтинги, присвоенные более чем 50 крупнейшим американским инвестиционным фондам с активами под управлением, превышающими $200 млрд. С 2007 года руководит деятельностью группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний в нью-йоркском офисе компании Fitch Ratings.

---

[1] *Мнения, приведенные в этой статье, являются личными мнениями автора, которые могут отличаться от мнения компании Fitch Ratings.*

[2] *Публикуется с сокращениями. Полная версия авторского текста опубликована в «Энциклопедии Российской Секьюритизации 2008».*

[3] *Inside Mortgage Finance*

При таком объеме рефинансирования постоянная скорость предоплаты (CPR) — один из основных показателей секьюритизированных ипотечных кредитов — достигла исторического максимума. На Графике 3 отображена история поведения этого показателя, который выражается в процентах от размера выданного кредита. Например, CPR, равный 10%, говорит о том, что в течение года ожидается предоплата 10% баланса кредита.

Летом 2003 года CPR достиг исторического максимума, когда ожидалось, что 66% выданного ипотечного кредита будет выплачено в течение года. Тот же график отражает сильную обратную зависимость федеральной процентной ставки и скорости предоплаты.

ЗАРОЖДЕНИЕ СПРОСА НА SUBPRIME

Однако низкие процентные ставки хороши для заемщиков, но ставят портфельных менеджеров перед проблемой реинвестирования наличности под более низкую ставку. В 2003 году доходность фондов денежного рынка понизилась до 1%, а их управляющие столкнулись с ситуацией, когда номинальная доходность не возмещала даже сборов за управление портфелем. Одним из путей повышения доходности были инвестиции в нетрадиционные ипотечные продукты, где это позволялось инвестиционными декларациями. Так начался бум спроса на секьюритизированные инструменты с залогом subprime и альтернативные ипотечные продукты (Alt-A).

График 4 отражает активность вторичного рынка ипотечного кредитования.

Поскольку ни subprime, ни Alt-A не принимаются для рефинансирования организациями, призванными поддерживать бесперебойное функционирование ипотечного рынка (Fannie Mae, Freddie Mac и Gannie Mae), бум секьюритизации ипотечных портфелей частных банков и финансовых организаций справедливо рассматривать высококоррелированным с объемом выданных кредитов этого типа.

Но как только инвесторы начали проявлять значительный интерес к рынку subprime и Alt-A, объем выдаваемых кредитов начал снижаться, поскольку большинство кредитоспособных заемщиков уже произвели рефинансирование. Организации, производящие ипотечное кредитование, были заинтересованы во все больших объемах. Стоит заметить, что организации, занимающиеся исключительно ипотечным кредитованием и последующей продажей портфелей, не особо заинтересованы в поддержании высоких стандартов кредитования. Прибыль подобных организаций учитывается при продаже портфеля и не зависит от дальнейшего его поведения.

График 1. Историческая динамика доходности государственных ценных бумаг США и уровня федеральной процентной ставки

Источник: Федеральный резерв США

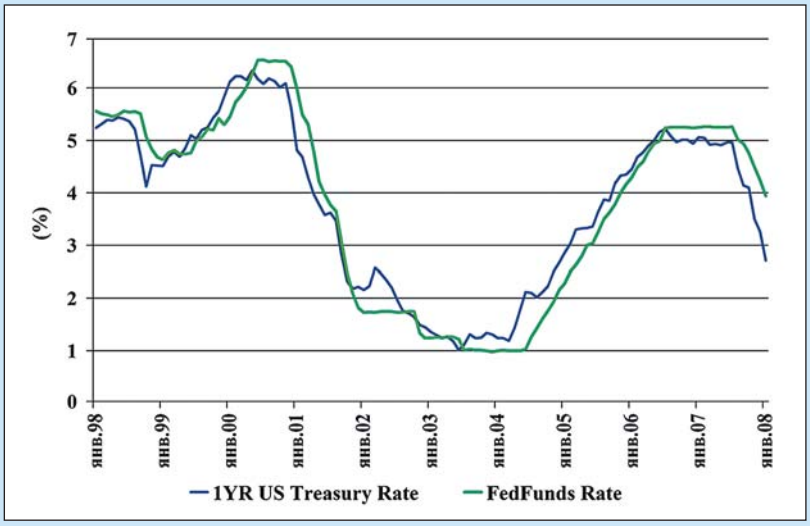


График 2. Объем выданных ипотечных кредитов США и динамика ставки стандартного 30-летнего ипотечного кредита

Источник: статистика Fannie Mae и Федерального резерва США

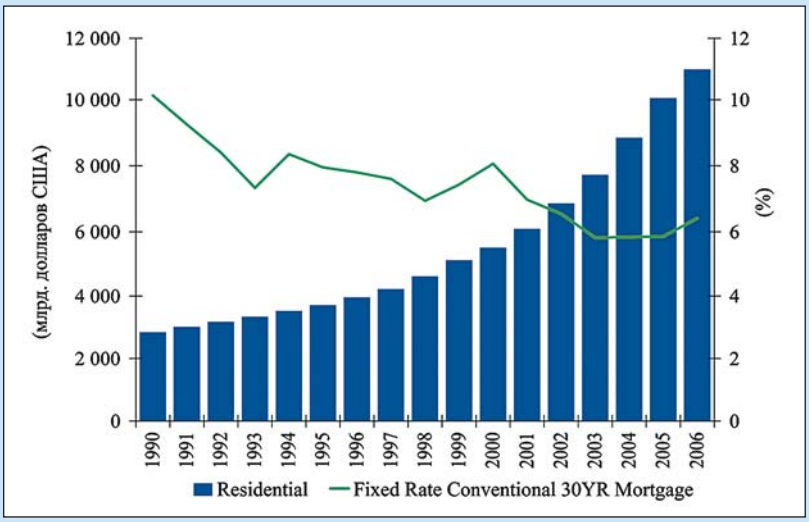


График 3. Историческая динамика федеральной процентной ставки и постоянной скорости предоплаты (CPR) ипотечных кредитов США

Источник: Bloomberg, Федеральный резерв США

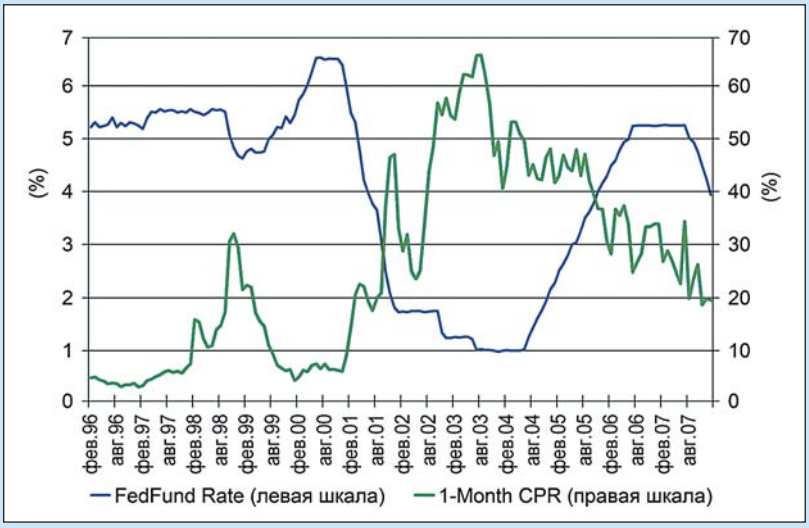


График 4. Выпуск секьюритизированных ипотечных продуктов в США

Источник: статистика Fannie Mae

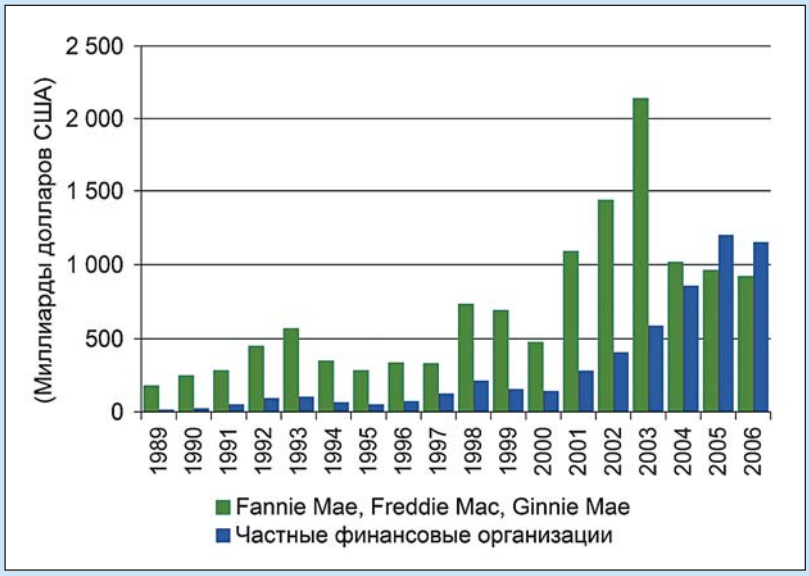
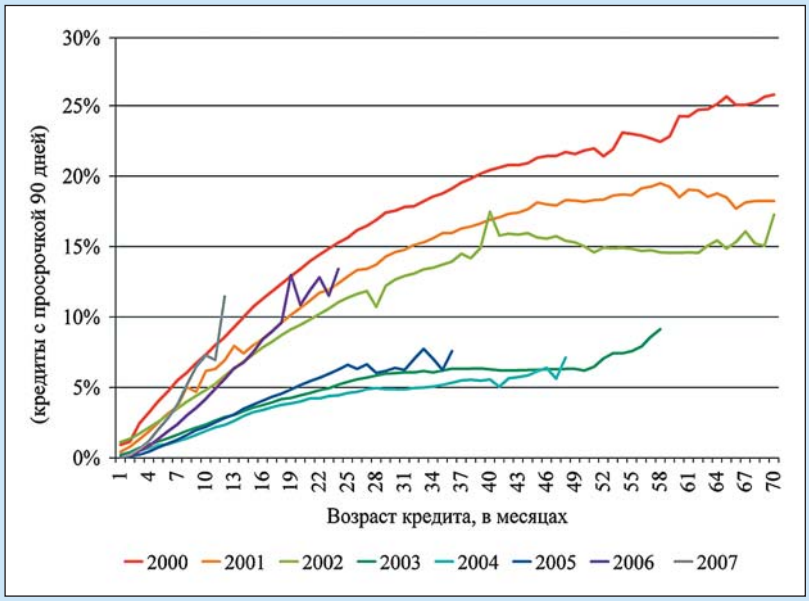


График 5. Количество просроченных кредитов в общем объеме секьюритизированных жилищных кредитов (Home Equity Loans — HEL), выданных в 2000–2007 годах

Источник: JP Morgan



Некоторое время кредитная машина работала без перебоев: производители ипотечных кредитов были заинтересованы в объемах, а инвесторы — в доходности. Кредиты типа subprime подходили лучше всего. С развитием рынка CDO финансирование ипотечных операций стало еще легче. Казалось, что ликвидность безгранична. Казалось, что секьюритизированные ипотечные кредиты — самый ликвидный и наименее рисковый финансовый инструмент в истории финансового рынка.

С другой стороны, подавляющая часть населения уже обзавелась жильем (и ипотечным кредитом), и немалые усилия прилагались финансистами к расширению продуктовой линейки ипотечных продуктов, чтобы позволить наименее кредитоспособным американцам все-таки купить недвижимость. Линейка так называемых «доступных ипотечных продуктов» включала кредиты для заемщиков с документально неподтвержденными доходами, без первого взноса, выплату только процентных платежей в течение определенного периода и так далее.

В период 2000–2005 годов американский рынок недвижимости переживал подъем, невиданный десятилетиями, причем бум затронул все штаты в практически равной степени. В то же время, менее кредитоспособные домовладельцы приобретали недвижимость по все более высоким ценам.

В 2006 году динамика роста цен на жилье замедлилась, и все большее количество недавних домовладельцев начало обнаруживать, что ожидаемого самопроизвольного уменьшения объема ипотечного кредита относительно стоимости жилья за счет его все возрастающей стоимости уже не происходит. Более того, в некоторых штатах стоимость недвижимости наметила тренд к понижению. Заемщики, купившие жилье без начального взноса, а также с низким начальным взносом, все чаще сталкивались с ситуацией, когда они должны обслуживать

Таблица 1. Повышение/понижение медианной цены дома на одну семью в некоторых штатах США

State	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
MASSACHUSETTS	-1.3%	17.6%	5.6%	0.5%	18.1%	11.8%	6.3%	10.1%	15.3%	1.8%	-10.4%
ILLINOIS	3.6%	-0.7%	4.2%	6.7%	9.4%	10.3%	6.2%	6.3%	4.1%	5.7%	-7.9%
NEW YORK	3.6%	12.5%	9.2%	2.9%	8.5%	19.8%	17.4%	-5.2%	-5.1%	11.1%	-7.0%
CALIFORNIA	6.2%	3.9%	7.0%	5.4%	8.1%	8.4%	7.4%	11.5%	17.6%	20.7%	3.6%
FLORIDA	0.0%	4.5%	1.7%	6.0%	6.8%	7.6%	3.5%	9.2%	14.9%	26.5%	6.0%
UNITED STATES	7.2%	6.1%	3.6%	4.3%	7.7%	7.4%	5.7%	7.0%	7.0%	15.7%	0.4%

Источник: Federal Housing Finance Board, USA

долг, размер которого выше стоимости самого жилья. Таблица 1 иллюстрирует наметившуюся тенденцию. Медианная цена дома на одну семью либо понизилась по сравнению с 2005 годом, либо рост цены значительно замедлился.

Вторая половина 2006 года ознаменовалась неожиданно резким увеличением количества просроченных платежей по ипотечным кредитам subprime. Поскольку большинство этих кредитов уже были секьюритизированы, рейтинговые агентства понизили рейтинги соответствующих облигаций с залогом этими кредитами. Волна понижения рейтингов началась с кредитов, оригинированных одной конкретной компанией, специализирующейся в секторе subprime, однако рейтинговые агентства отметили аналогичные тенденции в целом ряде портфелей и других производителей.

К декабрю 2006 года статистика по задержкам платежей и потерям в портфелях ABS, публикуемая в день купонных выплат 25 числа каждого месяца (данные по состоянию на 1 число этого месяца), уже показывала рост задержек во многих портфелях, а в начале 2007 года катастрофический рост задержек платежей характеризовал практически все портфели subprime.

Первая половина 2007 года ознаменовалась уходом инвесторов с рынка ABS, увеличением спредов на рынке CDO, а также красочным падением нескольких хедж-фондов. Хедж-фонды банка UBS и крупного брокера/дилера Bear Stearns были первыми заметными жертвами только наметившегося кризиса на рынке subprime, который вскоре перерос в глобальный кризис ликвидности и значительно изменил ландшафт рынков, не имеющих даже отдаленного отношения ни к недвижимости, ни к subprime.

ОПАСНОСТЬ «ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКИ»

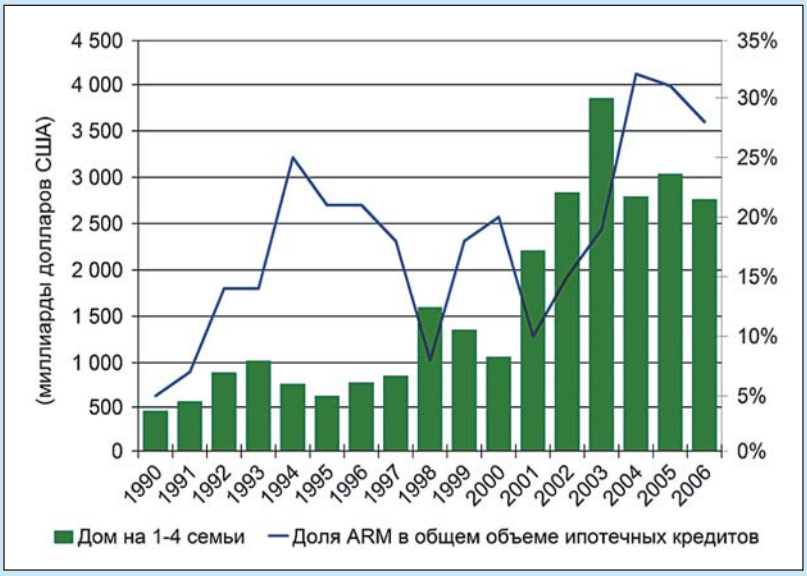
В течение всего 2007 года участники финансовой индустрии наблюдали за непрерывно раскручивающейся спиралью кризиса, когда каждый день приносил неожиданную новость о проблемах очередного сегмента рынка. Одной из обсуждаемых тем лета 2007 года являлись кредиты с плавающей процентной ставкой (Adjustable Rate Mortgage — ARM).

График 6 отражает рекордную долю ипотечных кредитов с плавающей ставкой в общем объеме ипотечного кредитования в 2004 и 2005 годах. Более 30% всех выдаваемых кредитов были ARM.

Структура этих кредитов такова, что в начальный период (обычно два года) предлагается привлекательная заниженная ставка, которая по прошествии начального периода переключается на более высокую, определяющуюся спредом по отношению к базовому

График 6. ARM в общем объеме ипотечного кредитования

Источник: статистика Fannie Mae



индексу (обычно Prime Rate или LIBOR). В конце 2006 — начале 2007 годов, когда федеральная процентная ставка достигла 5.25%, возникла опасность, что в результате массового удорожания обслуживания ипотечного долга с плавающей ставкой, произведенного в 2004–2005 годах, значительная часть заемщиков может оказаться недееспособной.

С увеличением долгового бремени для большой части американцев проблема ипотечного рынка стала также и проблемой политической. В предвыборный год экономическая платформа, а особенно ее положения по разрешению жилищного кризиса, приобретает самое высокое значение. В конце августа 2007 года президент Буш объявил о программе FHAsecure, нацеленной на облегчение бремени ипотечных платежей для домовладельцев на грани дефолта в результате переключения процентной ставки на более высокую.

По оценкам администрации президента, примерно 240 тыс. семей попадали под положения программы и были бы в состоянии сохранить свое жилье. Коллективный ипотечный долг этих семей составлял примерно $53 млрд. Эта программа не требовала одобрения Конгресса США и вошла в действие немедленно после ее опубликования 21 августа 2007 года.

В соответствии с этой программой, ипотечный кредит мог быть модифицирован банком-кредитором таким образом, чтобы платежи по кредиту были посильны и предотвращали бы выселение практически обанкротившегося домовладельца и его семьи.

Кроме того, положения налогового кодекса были временно изменены таким образом, чтобы при модификации ипотечного кредита фактический доход домовладельца от снижения основного долга не облагался налогом. Прочие положения программы составляли инициативы, направленные на банки, специализирующиеся в области ипотечного кредитования, поощряющие работу с заемщиками на грани риска дефолта, включая бесплатное консультирование и предоставление второго кредита на покрытие затрат по модификации основного кредита.

Однако уже в момент введения программы в действие финансовые аналитики полагали, что общий эффект заявленных президентом инициатив окажется меньше ожидаемых рынком. Было просчитано, что в течение 2007–2008 годов процентная ставка возрастет примерно на 2 млн ипотечных кредитов, общая сумма которых составляет почти $250 млрд. То есть если рассматривать общую картину, помощь 240 тыс. семей рынок бы не спасала. Как потом показало время, предположение, что время депрессии в этом секторе еще не миновало, оказалось справедливым.

ПЕРЕРОЖДЕНИЕ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

События осени и зимы 2007 года, которые к началу 2008 года переросли в глобальный кризис ликвидности и кризис доверия к финансовым институтам, являлись логическим продолжением вышеописанных событий. Дело в том, что к этому времени в результате ухудшения качества ипотечных портфелей рейтинги на огромное количество секьюритизированных долгов с залогом этими кредитами были снижены. Естественно, большинство портфельных менеджеров в ожидании действий рейтинговых агентств приступило к ликвидации ипотечных активов. Массовые и многократные понижения рейтингов на мезонинные транши ценных бумаг с залогом subprime привели к цепной реакции и практической остановке торговли по всем траншам, включая самые старшие, на которые рейтинги не были снижены, а также на большинство секьюритизированных ценных бумаг вне зависимости от типа активов.

Среди богатого ассортимента структурных финансовых инструментов есть и такие, рейтинг которых основан на стоимости ценных бумаг, составляющих секъюритизированный портфель (Market Value (MV) deals). При падении цены портфеля до определенного уровня, обозначенного в юридических документах, портфель должен быть ликвидирован, а выручка от его продажи распределена между инвесторами с соответствии с их уровнем. Одним из важных этапов в развитии кризиса был процесс ликвидации SIV[4)].

К середине 2007 года на рынке оперировало 36 SIV/SIV-lite, под управлением которых находилось активов на общую сумму около $400 млрд. SIV служили одним из основных объектов инвестиций фондов денежного рынка наравне с инвестициями в бумаги, выпущенные правительством США, банками и самыми платежеспособными международными корпорациями. Первый SIV был организован в начале 1990-х годов Ситибанком. К 2007 году практически каждый крупный американский банк спонсировал подобную программу. Однако в течение последних двух лет в бизнесе управления SIV появились небанковские финансовые организации: страховые компании и управляющие компании.

Поскольку рынок функционировал без малейшего сбоя около 15 лет, требования к структуре SIV были снижены, и образовались гибридные программы — что-то среднее между SIV и CDO. Эти программы получили название «облегченного» SIV (SIV-lite). Портфели SIV-lite последнего поколения в основном были инвестированы в самые старшие транши пулов с залогом subprime с рейтингом не ниже AA. Эти инвестиции финансировались с помощью выпуска коммерческих бумаг, которые и покупали в основном фонды денежного рынка. Фонды денежного рынка являются наиболее консервативными инвесторами. С началом развития ипотечного кризиса эти фонды прекратили покупку бумаг, выпущенных SIV. При отсутствии средств финансирования портфелей SIV должны были приступить к их ликвидации.

Угроза выброса на рынок такого количества ценных бумаг привела к еще большему падению цен на секьюритизированные ценные бумаги. Соответственно, перед всеми участниками финансового рынка встала необходимость переоценить инвестиционные портфели и ценные бумаги на балансе по текущей рыночной стоимости. В результате переоценки активов большинство американских брокерско-дилерских компаний вынуждены были провести значительные списания, а международные банки — увеличить резервы под возможные потери при реализации секьюритизированных активов.

Таблица 2. Финансовые потери, связанные с ипотечным кредитованием и инвестициями в ценные бумаги, обеспеченными ипотечными кредитами

Название организации	Размер потерь ($, млрд)
UBS	14.40
Freddie Mac	8.60
Merrill Lynch	7.90
Citigroup	7.00
Bank of America	4.68
HSBC	3.40
Deutsche Bank	3.12
Fannie Mae	3.00
Barclays	2.70
Washington Mutual	2.60
Morgan Stanley	2.50
Royal Bank Scotland	2.43
Credit Suisse	2.20
Wachovia	2.10
Wells Fargo	1.93
JPMorgan	1.64
Goldman Sachs	1.48
Bear Stearns	1.40
Countrywid	1.20
IndyMac	1.02
Swiss Reinsurance Co.	0.98
GMAC	0.91
Dresdner	0.85
Lehman Brothers	0.70
CIBC	0.61
Commerzbank	0.43
E*Trade	0.39
BNP Paribas	0.27
Metlife	0.20
Suntrust	0.16
Всего в 3 и 4 кварталах 2007 года	80.80

Таблица составлена на основании публичных анонсов и отчетных данных компанией Bear Stearns; данные на 12 декабря 2007 года

---

4) SIV — Special Investment Vehicle — разновидность специального агента, созданного с целью инвестиций в относительно краткосрочные бумаги (до 3 лет) высокого кредитного качества. Инвестиции финансируются выпуском коммерческих бумаг и нот с погашением до 13 месяцев. Все SIV организованы таким образом, чтобы удовлетворять требованиям рейтинга AAA.

К декабрю 2007 года финансовые организации объявили о прямых потерях, связанных с ипотечным кредитованием и инвестициями в ценные бумаги, обеспеченными ипотечными кредитами, на сумму $80.8 млрд.

Массовое обесценивание портфелей финансовых организации привело к ухудшению их нормативных показателей в плане соответствия требованиям регулирующих организаций и рейтинговых агентств. Банки, брокерско-дилерские организации, а также страховые компании, занимающиеся страхованием финансовых рисков, вынуждены были заняться поисками внешних инвесторов. Такими инвесторами во многих случаях выступили суверенные инвестиционные фонды. В частности, в декабре 2007 года Инвестиционная корпорация Китая приобрела 10% голосующих акций инвестиционного банка Morgan Stanley. Сумма инвестиций составляла $5 млрд и предназначалась на восстановление пошатнувшегося баланса этого банка с мировым именем.

РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ ГАРАНТОВ

Одним из серьезных негативных событий начала 2008 года послужило снижение кредитных рейтингов страховых компаний, занимающихся страхованием финансовых рисков[5)]. Процесс страхования состоит в том, что финансовый «гарант» принимает на себя риск неуплаты процентов и основной суммы долга по тем или иным долговым инструментам. Таким образом, кредитный рейтинг застрахованного инструмента становится равен кредитному рейтингу соответствующей страховой компании.

Как показано на Графике 7, страхование секьюритизированных ценных бумаг составляет более 50% в совокупном объеме выдаваемых финансовых гарантий. Отметим, что другой основной частью бизнеса финансовых страховщиков является страхование муниципальных долгов.

До момента снижения рейтингов финансовых гарантов застрахованные секьюритизированные ценные бумаги хоть и не обладали рыночной ликвидностью, но сохраняли высокий кредитный рейтинг. После понижения рейтинга соответствующей страховой компании рейтинг застрахованной ценной бумаги, хоть секъюритизированной, хоть муниципальной, также считается пониженным. Таким образом, снижение рейтингов финансовых страховых компаний не только привело к усилению кризиса ипотечного рынка, но и поставило под угрозу значительный сегмент рынка муниципального.

График 7. Рост объемов застрахованных секьюритизированных ценных бумаг финансовыми страховщиками

Источник: данные Ассоциации финансовых страховщиков США

ДЕЙСТВИЯ ФЕДЕРАЛЬНОГО РЕЗЕРВА (FED)

Выход из кризиса требовал разрешения проблемы ликвидности рынка. Меры, которые Федеральный резерв предпринимал в течение 2007 года, были в этом смысле малоэффективны. С начала развития кризиса FED избрал политику плавного снижения процентной ставки, что помогло понижению стоимости финансирования активов в целом, но слабо отразилось на стоимости ипотечного кредитования.

Ставки однодневных кредитов (repo rates) с залогом ипотечными кредитами оставались на исторически высоком уровне, если вообще кто-то и заключал подобные сделки. Высокий уровень процентных ставок по операциям РЕПО отражал недоверие банков друг к другу как к сторонам сделки, далеко превосходя доселе самые высокие уровни кризиса LTCM (август — октябрь 1998 года) и Y2K (декабрь 1999 — январь 2000 годов). Частное финансирование ипотечных продуктов независимыми финансовыми небанковскими организациями практически ушло со сцены.

В конце января FED пошел на решительный шаг и неожиданно для участников рынка в промежуток между регулярными ежемесячными созывами кабинета снизил процентную ставку на 0.75% с 4.25% до 3.5%. Экстренное снижение ставки за пределами обычных собраний — явление неординарное. Последний раз такой шаг был предпринят в сентябре 2001 года, когда FED пытался предотвратить угрозу экономической рецессии, которая могла последовать за террористическим актом 11 сентября 2001 года. На регулярном собрании 30 января FED еще раз понизил ставку уже до 3.00%.

Активное управление монетарной политикой, вне всякого сомнения, оказало положительное влияние на финансирование ипотечного долга. Бремя обслуживание жилищного кредита заемщиками с плавающей ставкой окажется не таким высоким. Однако это не снимает негативных последствий общего снижения цен на недвижимость, особенно для домовладельцев с высокой долей долга в приобретенном жилье.

---

4) Страховые компании США, основная деятельность которых заключается в страховании финансовых инструментов против дефолта, на финансовом сленге называются monolines. К ним относятся компании AMBAC, MBIA, CIFG, FGIC и так далее. Большинство этих компании обладали рейтингом международных рейтинговых агентств на уровне AAA/Aaa.