Игорь Сорокин,
менеджер департамента секьюритизации, Стандарт Банк

ИЗМЕНЕНИЯ коснутся всех

АМЕРИКАНСКИЙ РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ — САМЫЙ КРУПНЫЙ РЫНОК СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ В МИРЕ. НЕУДИВИТЕЛЬНО, ЧТО ЕГО БУРНЫЙ РОСТ В 1990-Е И НАЧАЛЕ 2000-Х ГОДОВ, А ТАКЖЕ ПОСЛЕДОВАВШИЙ ЗА ЭТИМ РОСТОМ КРИЗИС 2007–2008 ГОДОВ ОКАЗАЛИ ВЛИЯНИЕ НА МНОГИЕ ОТРАСЛИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ МИРА В ЦЕЛОМ. В ЭТОЙ СТАТЬЕ МЫ РАССМОТРИМ ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ПРИВЕДШИЕ К РАСЦВЕТУ ЭТОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА, ПРИЧИНЫ, ВЫЗВАВШИЕ ЕГО ТАКОЙ БОЛЕЗНЕННЫЙ КРИЗИС, А ТАКЖЕ ПОПЫТАЕМСЯ ДАТЬ ПРОГНОЗ ОТНОСИТЕЛЬНО ТОГО, ЧТО ЖЕ ЖДЕТ ЭТОТ РЫНОК В БУДУЩЕМ.

СТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Ипотечные ценные бумаги (Mortgage Backed Securities — MBS) представляют собой обеспеченные ипотекой облигации, выпускаемые специально созданным для этой цели юридическим лицом (SPV). Платежи по ипотеке являются единственным источником выплаты по облигациям. Ипотека может быть индивидуальной (Residential Mortgage-Backed Securities — RMBS) или коммерческой (Commercial Mortgage-Backed Securities — CMBS). MBS зародились в последней четверти XX века в США, где они быстро приобрели популярность благодаря ряду экономических, политических и финансовых причин.

К экономическим причинам можно отнести устойчивый рост ВВП и снижение ставки Федеральной резервной системы (ФРС). Первый фактор придал заемщикам уверенность в собственных силах и побудил их больше занимать и тратить, чем накапливать и сберегать. Второй уменьшил стоимость заимствования на рынке ипотеки, так как большая ее часть выдается под плавающую ставку, привязанную к уровню ФРС.

Политические стимулы сводились к вопросу, который давно занимал правящие круги США: как интегрировать растущее количество менее состоятельных сограждан в американский средний класс и разрядить нарастающие социальные противоречия. Теория, победившая в Вашингтоне, заключалась в том, что наибольший уровень ответственности проявляется у человека, когда он становятся домовладельцем. Считалось, что хозяину дома или квартиры есть чем дорожить, поэтому его поведение становится более предсказуемым и менее склонным к маргинальным поступкам.

Вопрос упирался в то, как обеспечить эти широкие массы населения индивидуальным жильем. Немногие могли позволить себе выложить за дом или квартиру сразу всю сумму, и им оставалась единственная возможность — оформить ипотеку. Но до определенного времени эта финансовая услуга была достаточно дорога, и немногие заемщики могли позволить себе платежи в 15–20% годовых.

Последним фактором, давшим решающий толчок росту популярности MBS, стало развитие финансовых

рынков. Инвестиционные банки предложили новый инструмент — MBS, который казался, с одной стороны, абсолютно надежным, а с другой, достаточно гибким. Надежность этого инструмента позволила существенно снизить стоимость ипотеки и оказалась как нельзя кстати для реализации новой политической программы американских властей. Так как RMBS давали возможность широкому кругу американцев стать домовладельцами, а также попутно развивали строительную и финансовую отрасли, американские власти «благословили» этот продукт и предприняли все законодательные меры к его скорейшему распространению. Все были довольны: американцы обрели возможность купить жилье, строительные компании увеличили продажи, инвесторы получили новый инструмент, банки — новый бизнес, а политической элите, похоже, удалось решить вопрос социальной интеграции общества.

В результате возникла гигантская индустрия с четким разделением ролей. Коммерческие банки и ипотечные агентства выдавали ипотечные кредиты. Инвестбанки переупаковывали их в RMBS и перепродавали широкому кругу инвесторов от пенсионных фондов до страховых компаний и банков. Рейтинговые агентства, исходя из надежности рынка американской недвижимости, назначали высокие рейтинги, что позволяло инвесторам избежать излишних усилий в оценке кредитного качества этих продуктов.

В последние предкризисные годы в погоне за новыми рынками банки стали выдавать кредиты заемщикам так называемой категории subprime, которые характеризуются либо отсутствием подтвержденного дохода, либо отсутствием положительной кредитной истории. На фоне успешно развивающейся экономики и растущей цены на недвижимость банки рассчитывали, что либо доходы заемщиков вырастут и они смогут самостоятельно обслуживать кредиты, либо недвижимость можно будет продать и вернуть кредит.

В результате к концу 2006 года рынок ипотечных ценных бумаг составлял $5.8 трлн, из них на subprime и близкие к нему виды приходилось $1.8 трлн. Для сравнения, рынок ВСЕХ корпоративных облигаций мира составлял на тот момент $11 трлн. Таким образом, ипотечные облигации США стали крупнейшей частью мировой финансовой системы.

КРИЗИС 2007–2008 ГОДОВ

Безмятежное развитие рынка ипотечных облигаций оказалось грубо прерванным, когда на рынке появились две новые тенденции: увеличение ставки ФРС и снижение стоимости жилья в национальном масштабе.

ФРС начала поднимать ставку, доведя ее с 1% в 2003 году до 5.25% к 2006 году. Это привело к существенному возрастанию ежемесячных платежей тех заемщиков, которые оформили ипотечные кредиты с плавающей ставкой. Многие заемщики оказались не в состоянии обслуживать взятые на себя обязательства.

Дальнейшее ухудшение ситуации вызвали события на рынке недвижимости. Долгое время считалось, что в Америке снижение цены может произойти только в отдельных штатах и только под воздействием краткосрочной конъюнктуры. На этом же предположении базировались и рейтинги агентств, которые предполагали, что цена на недвижимость в национальном масштабе никогда не снизится, и вероятность реализации обеспечения без потерь достаточно велика.

Стагнация и снижение стоимости жилья спутали карты тем заемщикам, которые брали ипотеку по низкой первоначальной ставке, планируя рефинансироваться по окончании льготного периода. Они вдруг обнаружили, что рефинансироваться под более низкую ставку возможности нет, а платить возросшие проценты они не в состоянии.

Более того, стало понятно, что ипотечный рынок страдает от конфликта интересов. Основной доход банков, выдававших ипотеку (ориджинаторов), составляет комиссия за выдачу и обслуживание кредита, а не проценты, которые идут инвесторам RMBS. Таким образом, банки заинтересованы в количестве кредитов, а не в их качестве. Выяснилось, что многие ориджинаторы закрывали глаза на отсутствие или фальсификацию заемщиками определенной информации, относящейся к их кредитоспособности. А несущие основную часть рисков инвесторы в силу большого количества посредников между ними и заемщиками и недостаточного раскрытия информации не всегда имели возможность адекватно оценить уровень риска, который они на себя принимали.

Участившиеся неплатежи по кредитам привели к увеличению числа отчуждений домов и их реализации на аукционах. Рост предложения вызвал дальнейшее снижение цены и, как следствие, новые дефолты. В ответ банки стали поднимать ипотечные ставки, еще больше осложняя процесс рефинансирования и увеличивая количество невозвратов. Ни рейтинговые агентства, ни инвесторы не предполагали такого сценария развития событий. Дефолты, как снежный ком, приводили к новым дефолтам. За массовыми дефолтами по ипотеке начались дефолты обеспеченных ими облигаций.

Наибольшие последствия кризиса испытали на себе те, кто нес максимальные риски — инвесторы в ипотечные ценные бумаги. Объем списания к маю 2008 года превысил астрономическую сумму в $400 млрд. Банки составляли примерно 30% от общего количества инвесторов в ипотечные ценные бумаги, но в конце концов они оказались счастливыми обладателями большей части RMBS сомнительного качества. Произошло это из-за того, что банки финансировали большое количество других инвесторов под залог этих бумаг. По другим сделкам (например, Asset Backed Commercial Papers (ABCP), кондуитам и Structured Investment Vehicles — SIV) банки являлись спонсорами и проводниками ликвидности. Когда у этих инвесторов начались проблемы и они оказались не в состоянии исполнять свои обязательства, обеспечение в виде RMBS перешло на балансы банков, ухудшая их и без того сложное положение. В результате кризиса банки списали большую часть заработанного в 2004–2006 годах.

ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Политическая и социальная важность ипотечных облигаций дает им определенную гарантию от полного исчезновения. Слишком многие заинтересованы в жизнеспособности этого рынка. Как уже говорилось выше, именно RMBS способствовали осуществлению части американской мечты — появлению у американцев собственного дома. Более того, рынок структурных продуктов в США продолжает функционировать даже в самый разгар кризиса и,

например, объем публичных размещений секьюритизированных кредитных карт, автокредитов и коммерческой ипотеки за первые пять месяцев 2008 составил $132 млрд. Тем не менее, потрясения последних месяцев — это не сезонная смена погоды на рынках, а фундаментальное изменение всего инвестиционного ландшафта, которое затронет инвесторов, продукты и все прочие составляющие рынка.

ИНВЕСТОРЫ

Кризис значительно уменьшил число инвесторов в RMBS. SIV, которые составляли около 10% инвесторов, оказались среди наиболее пострадавших. В настоящий момент все из них находятся в стадии ликвидации, и мнение многих участников рынка заключается в том, что их бизнес-модель оказалась нежизнеспособной. Определенную надежду рынку дало достижение договоренности между Goldman Sachs и SIV Cheyne Finance. Но слишком обольщаться не следует, потому что речь идет все равно о сложной схеме реструктуризации, которая подразумевает выполнение обязательств перед кредиторами путем аукционной ликвидации активов. Даже если убытков удастся избежать, вряд ли можно говорить о том, что инвесторы в SIV будут и в будущем готовы работать по такой модели.

Кондуиты ABCP показали себя лучше в силу определенных структурных особенностей, например, полного обязательства банка-спонсора выкупить на свой баланс бумаги в случае отсутствия рынка. Несмотря на то что объем ABCP уменьшился на две трети по сравнению с уровнем августа 2007 года, многие кондуиты продолжают функционировать, хотя и вызывая повышенное внимание со стороны регуляторов и спонсоров.

Прочие инвесторы либо не имеют возможности покупать активы в силу отсутствия финансовых ресурсов из-за понесенных убытков, либо слишком напуганы и не хотят входить в рынок, пока ситуация не стабилизируется. У многих игроков сейчас достаточно денежных средств, но большая их часть инвестирована в облигации Казначейства США и не приносит даже минимально удовлетворительного уровня доходности. С течением времени, когда поток негативных новостей иссякнет, можно ожидать постепенного возвращения по крайней мере части инвесторов. Вопрос заключается только в том, когда это произойдет. С одной стороны, рынки отличаются короткой памятью, с другой стороны, шок от многомиллиардных потерь вряд ли пройдет через несколько месяцев. Интересно, что возросшая (иногда многократно) доходность ипотечных ценных бумаг привлекает к ним нетрадиционных для этого рынка инвесторов: хедж-фонды и даже фонды прямых инвестиций.

Волатильность публичных рынков, а также необходимость отражать рыночные котировки в своих результатах отбила у многих инвесторов желание работать с такими рынками. Все большее количество инвесторов предпочитает частные размещения публичным. В будущем можно ожидать роста непубличных рынков, основное достоинство которых заключается в отсутствии обязанности открывать сумму и объем сделки, что, в свою очередь, защищает инвесторов от волатильности колебаний цен.

Сама концепция оценки активов по справедливой стоимости (Fair Value Accounting) вызвала немало нареканий. Согласно данному правилу, инвесторы вынуждены отражать актив по той стоимости, которую показывает рынок (Mark-to-Market). Другими словами, рыночная стоимость воспринимается как наиболее справедливая. Проблема заключается в том, что сделки могут проходить не на рыночных условиях, например, как вынужденная продажа, и не отражать справедливой стоимости актива. Кроме того, необходимость отражать активы по рыночной стоимости, как показали события последних месяцев, в определенной ситуации приводит к дальнейшей дестабилизации рынка. Например, вынужденная продажа на рынке с низкой ликвидностью, скорее всего, пройдет по не очень привлекательной цене. Прочие участники рынка будут вынуждены переоценить актив по этой цене, и некоторые, показав снижение его стоимости (пока только бумажное), вынуждены будут его продать. Происходящие на неликвидном рынке продажи моментально превратят бумажные потери в реальные. Риски, связанные с этой моделью оценки, вызвали определенные комментарии даже со стороны регуляторов. Фундаментальность этой системы для международной отчетности, скорее всего, защитит ее от кардинальных изменений, но безоговорочное ее применение, возможно, будет ограничено.

Не секрет, что многие (если не большинство) инвесторы практически без оглядки полагались на рейтинги ведущих рейтинговых агентств Standard & Poors, Moody's и Fitch. Стратегия таких инвесторов заключалась в том, чтобы купить максимально доходные бумаги с тем рейтингом, который их устраивал. Полностью полагаясь на аналитиков рейтинговых агентств, инвесторы часто практически не делали своего кредитного анализа.

Акционеры и руководство таких игроков вряд ли позволят им работать так, как они делали до кризиса. Целый ряд крупных банков и фондов заявили о том, что они пересматривают свои процедуры и модели оценки кредитного и рыночного риска, и в будущем ориджинаторам стоит ожидать гораздо больше вопросов и пристального внимания со стороны инвесторов.

РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА И ПРОЧИЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА

Роль рейтинговых агентств, разумеется, тоже не останется без изменения. Именно их все считали главными гарантами безмятежного функционирования рынка MBS. Их мощные аналитические модели, гигантские базы исторических данных и команды аналитиков, казалось, не давали никаких возможностей возникновению ошибки в определении рейтингов. Разумеется, любой человек, читавший раздел «Отказ от ответственности», знал, что рейтинг — это не гарантия и не рекомендация покупать или продавать, и он может измениться в любую сторону, но большинство инвесторов относилось к этому как к простой формальности.

Американские законодатели готовят целый ряд предложений об изменении деятельности рейтинговых агентств. Часть нововведений коснется большей степени открытости того, что они делают, как они назначают свои рейтинги и какую информацию при этом используют. Доминирование трех основных рейтинговых агентств попытаются разрушить путем усиления конкуренции и появления на рынке новых компаний. Например, в июне SEC аккредитовал очередное (десятое) рейтинговое агентство Realpoint.

Другие изменения коснутся принципиального уменьшения зависимости инвесторов от рейтинговых агентств. Например, фонды money market, управляющие колоссальной суммой в $3.4 трлн, могут вкладываться по текущим правилам только в краткосрочные бумаги с инвестиционным рейтингом. Новые предложения дадут возможность управляющим такими фондами самим принимать решение, соответствует ли та или иная бумага инвестиционному рейтингу.

Однако вероятность существенного сокращения роли рейтинговых агентств достаточно мала, так как реальных альтернатив им на рынке просто нет. Пока только небольшой круг инвесторов обладает достаточными ресурсами, чтобы адекватно провести самостоятельный кредитный анализ сложных структурных продуктов. Поэтому хотя значение рейтинговых агентств и будет уменьшено, они все равно продолжат играть центральную роль в мировой финансовой системе.

Практически все участники финансового рынка могут рассчитывать на повышенное внимание со стороны регуляторов. SEC (Securities Exchange Commission) уже дала понять, что рынку не стоит ожидать, что правительство и налогоплательщики будут просто выписывать чек каждый раз, когда высокооплачиваемые банкиры доведут очередной банк до банкротства. Фиаско Bear Stearns поставило под угрозу всю финансовую систему США, и SEC не нравится выслушивать критику по этому поводу в свой адрес. Поэтому повышение уровня надзора за финансовыми институтами и отдельными людьми, работающими в них, можно воспринимать как данность. Компенсации банкиров, особенно провоцирующие краткосрочные действия в ущерб долгосрочным целям, уже попали под пристальное внимание. Ориджинаторы и их стандарты выдачи ипотечных кредитов тоже попадут под надзор властей.

ПЕРСПЕКТИВЫ RMBS

Кризис четко выявил слабые места RMBS, и полноценное функционирование финансового рынка возможно при условии определенных видоизменений в этом инструменте.

В первую очередь это коснется упрощения структур, так как события последних месяцев продемонстрировали непредсказуемость поведения и сложность оценки комплексных элементов (например, step-downs, credit enhancement targets). Кроме того, часть инвесторов не скоро еще восстановит свое доверие к публичным рейтингам и предпочтет полагаться на более простые инструменты, которые будет в состоянии оценить самостоятельно. Это упростит рынок и подтолкнет его к более понятным классическим и стандартизированным продуктам.

Во-вторых, инвесторы будут настаивать на переоценке доходности, которую платят RMBS. Предкризисные уровни (например, 10 bps над Libor для бумаг с рейтингом AAA) останутся в прошлом, и бумаги будут платить более внушительную премию по сравнению с корпоративными бумагами с аналогичным рейтингом.

Наконец, ориджинаторы должны будут нести ответственность за качество секьюритизируемых активов. Инвесторы вряд ли будут готовы участвовать в сделках, где ориджинатор не сохранил прямых экономических интересов и не выкупил, по крайней мере, самый младший транш (equity), который несет риск первых потерь.

Часть рынка ипотечных бумаг может перейти к обеспеченным облигациям (covered bonds). По своей сути этот продукт представляет собой облигацию, выпускаемую ориджинатором с пулом активов (например, ипотеки), отданных в обеспечение прав кредиторов по этим облигациям. Преимущество для инвесторов заключается в том, что, с одной стороны, в случае банкротства ориджинатора они получат средства из погашения ипотечных кредитов (как в классических RMBS), а с другой стороны, ориджинатор несет на себе весь риск плохих ипотечных закладных и таким образом заинтересован в их высоком качестве. До последнего времени этот продукт не был популярен в США, где только Bank of America и Washington Mutual выпустили подобные инструменты. Уже озвученные изменения в законодательстве, ожидаемые осенью 2008 года, вполне могут вдохнуть новую жизнь в этот продукт. Стоит отметить, что рынок обеспеченных облигаций в Европе переживает кризис намного лучше, чем ипотечные облигации, и по объемам выпуска, и по своей экономической привлекательности (ни по одной облигации не было объявлено дефолта).

Сроки восстановления рынка ипотечных ценных бумаг пока неясны. Некоторое оживление можно наблюдать уже сейчас, но это лишь незначительная доля предкризисного уровня. Рецепт выздоровления несложен: возвращение инвесторов и восстановление рынка недвижимости и ипотечного кредитования.

Спрос на аукционах, проводимых ФРС, пока превышает предложение, что говорит о недостатке ликвидности в американской экономике. В ситуации недостатка финансовых средств инвесторы предпочитают не вкладываться в долгосрочные ценные бумаги, такие как RMBS. Банки продолжают повышать ставки по новым кредитам, что свидетельствует о том, что они ожидают новых списаний и не спешат расставаться со свободными средствами. Количество просроченных кредитов продолжает расти (например, в мае количество домов, выставленных на аукцион, выросло на 48% относительно мая 2007 года). Согласно Отчету о глобальной финансовой стабильности МВФ, общие списания из-за кризиса недвижимости ожидаются на уровне $565 млрд, таким, образом рынок ожидает списаний еще на $100–150 млрд.

С одной стороны, снижение стоимости недвижимости в США увеличивает ее доступность. С другой стороны, падение цен отпугивает потенциальных покупателей. Одновременно банки ужесточают свои кредитные стандарты и поднимают ставки по ипотеке, что еще больше снижает покупательскую активность на рынке. Объем нераспроданного жилья стабильно растет. Таким образом, плохие новости на рынке ипотеке пока превалируют над хорошими, и снижение рынка продолжается.

В данной рыночной конъюнктуре признаков восстановления в краткосрочной перспективе практически не наблюдается, и участникам рынка стоит запастись терпением и готовностью гибко реагировать на новые формирующиеся реалии.

Каким точно будет рынок ипотечных ценных бумаг после своего выздоровления, сказать сейчас вряд ли можно. Но с уверенностью можно говорить о том, что изменения коснутся всех его участников: от ориджинаторов до рейтинговых агентств и инвесторов. Продукты будут более простыми, и часть рисков будет оставаться у ориджинаторов. Рынок будет более регулируемым, более прозрачным и, скорее всего, меньшим по размеру.