Сергей Зобов,
Cbonds

Не Freddie ЕДИНЫМ

Финансовый кризис нарушил множество привычных механизмов, существовавших на рынке долгое время. Эти изменения затронули и систему гарантированного долга: сегодня условия гарантий нередко нарушаются, обесценивая смысл самого механизма для владельцев долга. Коллапс американской ипотечной системы продемонстрировал, что в кризисной ситуации, пожалуй, единственной надежной гарантией можно считать поддержку государства. Как показал опыт Freddie Mac и Fannie Mae, гарантии государства по обязательствам американских квазисуверенных заемщиков являются далеко не пустым звуком.

Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC) и всегда упоминаемое вместе с ним агентство Fannie Mae (Federal National Mortgage Association, FNMA) являются крупнейшими в США квазисуверенными заемщиками. Согласно определению, квазисуверенные заемщики — это государственные или полугосударственные организации, кредитный риск по обязательствам которых мало отличается от кредитного риска национального правительства, поскольку имеет место прямая или косвенная государственная гарантия возвратности заемных ресурсов. Американское государство осенью прошлого года действительно поддержало упомянутые выше ипотечные агентства, предотвратив дефолт по обязательствам обоих и подтвердив их кредитный статус. Всего на национализацию Fannie и Freddie правительство США рассчитывало потратить до $200 млрд.

Между тем, наряду с печально известными Fannie и Freddie, существуют и другие, правда, менее популярные за пределами США, американские квазисуверенные компании, такие как Управление ресурсами бассейна Теннесси (Tennessee Valley Authority, TVA), Федеральные банки фермерского кредита (Federal Farm Credit Bank, FFCBs), Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae), Ассоциация образовательного кредитования (Student Loan Marketing Association, Sallie Mae) и другие.

Все американские квазисуверенные эмитенты делятся на две группы — федеральные агентства и так называемые «учреждения, спонсируемые правительством» (Government Sponsored Enterprises, GSE). Различие между группами состоит в том, что спонсируемые правительством учреждения являются по форме собственности частными компаниями, созданными Конгрессом США с целью активизации кредитных механизмов в некоторых сегментах экономики (хотя большинство из этих компаний получают финансовую поддержку и напрямую от правительства).

Каждое GSE имеет общественную или социальную цель — улучшать качество кредитного обслуживания для жилищного строительства, сельского хозяйства или образования. GSE обычно создаются, когда частные рынки не соответствуют целям, которые Конгресс считает важными, — или покрытие дефицита кредитных ресурсов, или увеличение конкуренции на долговых рынках.

Каждое GSE имеет некоторые особенности или привилегии, которые являются его характерными признаками и позволяют ему преодолеть барьеры, которые препятствовали развитию в чистом виде частных рынков.

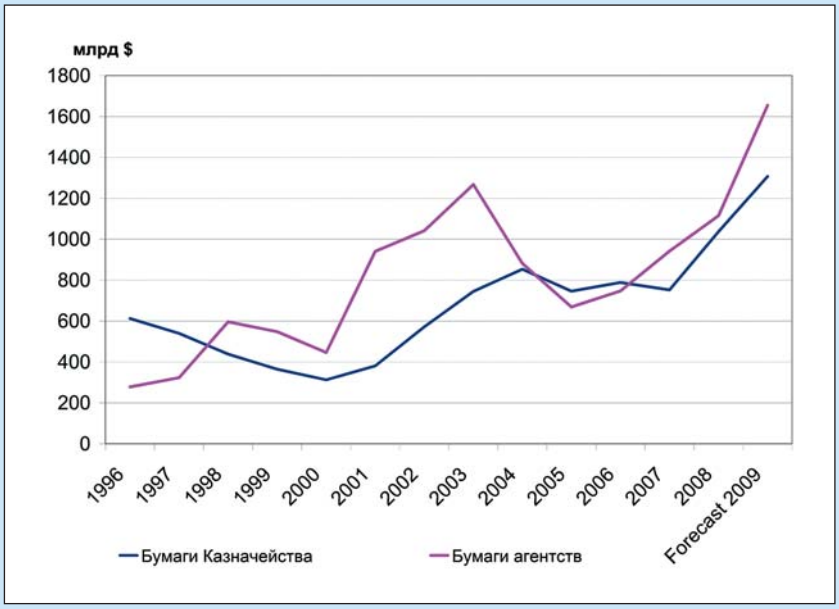
Первоначально GSE создаются государством, а затем, после выхода на устойчивый уровень работы, продаются частным лицам с обязательным условием сохранения их целей и задач, чтобы они продолжали играть прежнюю роль в тех отраслях, для которых были созданы. Если же созданные GSE не продаются по каким-либо соображениям (например, по соображениям контроля над рынком производства и продажи электроэнергии, как в случае TVA), любая помощь в критических случаях и все первоначальные взносы в течение определенного срока, часто достаточно большого, постепенно возвращаются государству в виде ежегодных отчислений. Кроме этого, на невыплаченную сумму обычно начисляются проценты. Иначе говоря, отсутствует какая-либо государственная благотворительность, благодаря чему GSE конкурируют почти на равных с частными компаниями.

Федеральные агентства, напротив, полностью принадлежат правительству США, но при этом имеют право выпускать от собственного имени долговые обязательства. Отметим, что в повседневном обиходе четкого терминологического разделения на федеральные агентства и GSE не делается, эти два понятия смешиваются, чаще всего и те, и другие называются просто агентствами.

Почти все американские «квазисуверены» эмитируют собственные долговые обязательства, известные как Agencies по аналогии с US Treasuries (бумаги казначейства), Munis (муниципальные бумаги) и другие. Причем обе группы организаций размещают свои обязательства под контролем министерства финансов. Непосредственная связь с федеральным правительством является объяснением того, почему по кредитному качеству эти бумаги уступают только казначейским обязательствам. Агентства используют поступления от продажи своих долговых обязательств на рынках капитала для финансирования вверенных им направлений государственной политики.

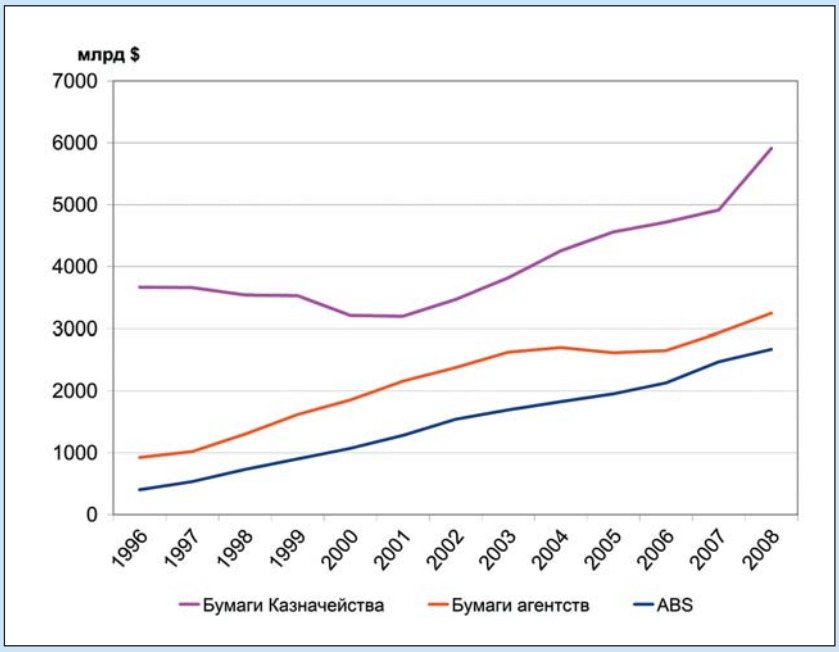
Облигации агентств, как правило, выпускаются минимальным достоинством от $1000 до $100000. Для привлечения широкого круга инвесторов агентства предлагают долговые инструменты со всем перечнем сроков погашения (от нескольких дней до 30 лет) как с фиксированной, так и с плавающей процентной ставкой. По безотзывным долговым обязательствам купон выплачивается два раза в год, а основной долг — только на дату погашения. Отзывные долговые обязательства отличаются от безотзывных тем, что выплата основного долга (или его части) может произойти досрочно на оговоренную дату (или после нее) до наступления первоначально установленного срока погашения. В зависимости от эмитента, процентные платежи либо полностью облагаются налогом, либо не подлежат налогообложению со стороны штатов и муниципальных органов. Кроме этого, агентства часто используют производные финансовые инструменты, например процентные свопы, для изменения эффективного срока погашения своих долговых обязательств.

Рис. 1. Динамика выпуска US Treasuries и Agencies



Источник: Securities Industry and Financial Markets Association

Рис. 2. Объем бумаг в обращении



Источник: Securities Industry and Financial Markets Association

Как уже было отмечено, агентства обладают особым статусом, который заключается в финансовых, налоговых и регулятивных привилегиях, предоставляемых им, а также в предполагаемой «моральной» гарантии правительства США. По мнению инвесторов, такая гарантия означает выполнение правительством обязательств агентства при наступлении случая несостоятельности последнего. В то же время формально проспекты эмиссии всех ценных бумаг GSE прямо указывают на то, что их долговые обязательства не являются государственным долгом и, соответственно, государство не гарантирует их выплату. Тем не менее, предполагаемая гарантия делает облигации указанных агентств более надежными по сравнению с облигациями других корпораций и фактически соответствует государственным дотациям деятельности квазисуверенных заемщиков.

Долговые обязательства агентств имеют максимальный кредитный рейтинг AAA/Aaa основных мировых рейтинговых агентств. Учитывая, что их ценные бумаги пользуются преимуществами предполагаемой государственной гарантии, для более точной оценки этих бумаг агентство S&P создало специальный рейтинг для оценки надежности долговых обязательств агентств без учета возможной поддержки государства. Он основывается на надежности каждого агентства как обычной корпорации и учитывает такие факторы, как деловой риск, конкурентная позиция, стратегия управления, анализ финансовой отчетности.

Агентства размещают свои долговые обязательства через группу менеджеров. В каждой конкретной сделке по выпуску ценных бумаг количество менеджеров может варьироваться. При небольших эмиссиях может работать всего один менеджер, или андеррайтер, в то время как при выпуске ценных бумаг на сумму более $1 млрд могут быть задействованы более четырех менеджеров. Группа менеджеров обладает эксклюзивным правом по продаже новых выпусков ценных бумаг, и поэтому менеджеры конкурируют между собой для получения большей доли эмитируемых долговых обязательств с целью их последующей продажи.

Краткий анализ текущего состояния рынка Agencies показывает, что он сократился в первом квартале 2009 года на 11% по сравнению с первым кварталом прошлого года. Объем эмиссии составил $383 млрд, в то время как за аналогичный период прошлого года он составлял $428.5 млрд. Банк Barclays Capital стал лидером среди андеррайтеров в первом квартале, сохранив позицию прошлого года. Доля рынка этого инвестиционного банка в первом квартале составила 16.2%. На втором месте оказался JP Morgan с 16.1%. На третьем месте — UBS с результатом в 9.4% рынка.

В прошлом году рынок рос в основном за счет размещения краткосрочных инструментов, к которым из-за проблем на рынках долгосрочного капитала и потерь обратились все участники рынка. В первом квартале этого года выпуски постепенно переходили в разряд долгосрочных, поскольку кредитные рынки начали «размораживаться», а краткосрочные бумаги стали приближаться к датам погашения.

Теперь подробнее остановимся на отдельных американских агентствах — наиболее активных эмитентах долговых бумаг.

Fannie Mae — крупнейшее американское ипотечное агентство, было основано в 1938 году указом президента Франклина Рузвельта с целью организации вторичного рынка ипотечных займов. В 1968 году агентство Fannie Mae было преобразовано в частную компанию. В сентябре прошлого года Fannie и Freddie перешли под контроль государственного Федерального агентства по жилищному финансированию (FHFA) в связи с катастрофическими убытками и вероятностью дефолта.

Так в чем же заключается бизнес американских ипотечных агентств? Формально они занимаются поддержкой вторичного рынка закладных, скупая ипотечные кредиты у банков, консолидируя их в пулы и выпуская под их обеспечение ипотечные ценные бумаги, продаваемые на открытом рынке.

Таблица. Объем выпуска Agencies и спред Agencies к US Treasuries в базисных пунктах

Объем выпуска Agencies ($ млрд)			
	2008: Q4	**2009: Q1**	
Fannie Mae	0	45	
Freddie Mac	0	45	
Federal Home Loan Bank System — Office of Finance	23	65	
Federal Farm Credit Banks Funding Corporation	13	18	
Спред Agencies к US Treasuries в базисных пунктах			
	12.2008	**3.2009**	**6.2009 (прогноз)**
2 Year Agency Benchmark/Reference Notes	69	55	50
5 Year Agency Benchmark/Reference Notes	100	75	70
10 Year Agency Benchmark/Reference Notes	76	85	75

Источник: Securities Industry and Financial Markets Association

Если описывать данный механизм подробнее, то он выглядит следующим образом: непосредственно сам кредит на приобретение жилья выдает банк, обеспечением кредита является залог приобретаемой недвижимости. После этого банк продает выданный кредит и передает закладную одному из ипотечных агентств, возвращает обратно выданные средства и остается оператором по кредиту, то есть получает платежи от заемщика и перечисляет агентству, за что имеет определенный процент. Весь процесс от выдачи до выкупа занимает около двух месяцев. После того как агентство выкупило достаточное количество кредитов у разных банков, оно формирует из них пулы и выпускает под них ценную бумагу. В основном это MBS (mortgage backed securities — ценные бумаги, обеспеченные ипотекой).

MBS размещаются на фондовом рынке, и агентство становится фактически посредником между заемщиком, взявшим кредит, и инвестором, купившим ценную бумагу, перечисляя ему полученные от банков платежи и оставляя себе небольшую маржу. Очень важно, что конкретная процентная ставка, по которой банки выдают кредиты, устанавливается не банком и даже не ипотечным агентством. Эту планку устанавливает рынок. Как правило, уровень ставки немного выше ставки по государственным ценным бумагам США.

Агентство Freddie Mac было создано в 1970 году для усиления конкуренции на вторичном рынке ипотечных займов. По сути, оно занимается абсолютно тем же, что и Fannie — упаковкой купленной у банков ипотеки в MBS.

Менее печально известная организация **Ginnie Mae** изначально являлась именно федеральным агентством, а не GSE, как Fannie и Freddie. Была основана в 1968 году и полностью принадлежит федеральному правительству. Ценные бумаги, выпускаемые Ginnie Mae, обеспечены пулами ипотечных кредитов, застрахованных Федеральной жилищной администрацией (Federal Housing Administration) или гарантированных Администрацией ветеранов (Veterans Administration). Технически ценные бумаги Ginnie Mae выпускаются одобренными организациями, которые сформировали пул из собственных ипотечных кредитов, но своевременность выплаты основного долга и процентов по этим ценным бумагам гарантирована Ginnie Mae, имеющей, в свою очередь, полную гарантию правительства США.

Federal Home Loan Banks — это кооператив, состоящий из 12 региональных ипотечных банков США. Эта система принадлежит более чем 8000 собственников — американских финансовых институтов. Бумаги FHLB не подлежат налогообложению со стороны штатов и муниципальных органов.

Sallie Mae — федеральное агентство, находящееся в полной собственности государства. Sallie Mae является крупнейшей в США компанией, занимающейся обеспечением кредитов на образование. В 1972 году соответствующим законом конгресса США Sallie Mae была создана как государственная финансовая компания, в 2004 году она была приватизирована, став публичной компанией. В 2007 году она была куплена консорциумом банков JP Morgan Chase, Bank of America и частных инвестиционных фондов J.C. Flowers & Company и Friedman Fleischer & Lowe за $25 млрд. Обязательства агентства не подлежат налогообложению в большинстве штатов, кроме Пенсильвании, Массачусетса, Теннесси и Миссисипи.

Federal Farm Credit Bank — целью банка является предоставление кредитов сельскохозяйственной индустрии по конкурентоспособным процентным ставкам. Существенным отличием Системы фермерского кредита от GSE, работающих в отрасли ипотечного кредитования и кредитования студенческих займов, является то, что они занимаются финансированием конечного продукта потребления — жилья и займов на обучение, а Federal Farm Credit Bank занимается финансированием производственного процесса, а значит, и риск выше. Это отражается на законодательно требуемой более высокой капитализации системы, на объеме создаваемых резервов под потери по активам, на многоступенчатой системе принятия решений и контроля и на системе страхования рисков и поддержки капитализации.

Tennessee Valley Authority, TVA — федеральное агентство, название которого можно перевести как «компания, имеющая полномочия на управление долиной Теннесси», является стопроцентным государственным корпоративным агентством, которое было учреждено 18 мая 1933 года Конгрессом США для развития и управления ресурсами региона долины Теннесси и для укрепления региональной и национальной экономики и национальной обороны. Основными тремя задачами TVA являются достаточное предложение электроэнергии в регионе по минимально возможным ценам, наблюдение за судоходными каналами и защита от наводнений в пределах речной системы долины Теннесси, а также сельскохозяйственное, промышленное развитие и развитие лесного хозяйства долины. Стратегия работы TVA на энергетическом рынке больше напоминает стратегию неприбыльной корпорации. Это закреплено уставом и соглашениями о выпуске облигаций, в соответствии с которыми агентство должно получать только определенный уровень доходов для защиты своих инвесторов.

Прошлый год показал, что американские квазисуверенные компании могут рассчитывать на помощь правительства в практически неограниченном объеме, так как они «слишком велики, чтобы потерпеть неудачу». Но рынок долга уровня квази-AAA намного больше, чем бумаги двух национализированных агентств. Понадобится ли еще кому-то из квазисуверенных заемщиков помощь государства, и если да, то кому и в каком объеме, покажет время.