

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Картвелишвили Василий Михайлович

доктор физико-математических наук, профессор кафедры математических методов в экономике РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: VMK777@mail.ru

Николаева Анна Владимировна

аспирант кафедры математических методов в экономике РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова», 117997, Москва, Стремянный пер., д. 36.

E-mail: AnnaNikolaeva.IKAO@yandex.ru

В статье представлена модель вторичного рынка ипотечного кредитования, основная задача работы которой – привлечение более дешевых «длинных» денег на ипотечный рынок. Описаны ключевые компоненты модели, выявлены их основные характеристики, цели функционирования, исследованы потоки взаимодействия между компонентами модели. Показана история зарождения секьюритизации, рассмотрена ее роль в мировом финансовом кризисе. Автором дан обзор ключевых показателей рынка российской секьюритизации за последние несколько лет. В ходе анализа рынка отмечены основные тенденции его развития в России, проанализированы слабые стороны развития рынка. Проведен анализ основных проблем, препятствующих более активному развитию модели секьюритизации на отечественном рынке, предложены некоторые пути их решения и даны рекомендации по привлечению большего числа инвесторов к реинвестированию ипотеки.

Ключевые слова: оригинатор, индикативный портфель, рефинансирование, организация со специальной целью, ипотечные ценные бумаги.

MORTGAGE CREDITING SECURITIZATION MARKET

Kartvelishvili, Vasilij M.

Doctor of Physico-Mathematical Sciences, Professor of the Department for Mathematical Methods in Economics of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: VMK777@mail.ru

Nikolaeva, Anna V.

Post-Graduate Student of the Department for Mathematical Methods in Economics of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University of Economics, 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russian Federation.

E-mail: AnnaNikolaeva.IKAO@yandex.ru

The article presents a model of the secondary market of mortgage crediting, whose basic aim is raising cheaper 'long' money to mortgage market. The authors describe key components of the model, identify their key characteristics, goals of functioning and analyze flows of interaction between model components. The article shows the origin of securitization and explains its role on the global finance market. The authors provide a review of key market indicators of Russian securitization market for some years. While analyzing the market principle trends of its development in Russia were shown and weak points of the market were highlighted. The article analyzes key problems hindering the active development of securitization model on Russian market, puts forward some ways of their resolving and provides recommendations aimed at attracting a bigger number of investors to mortgage reinvestment.

Keywords: originator, indicative portfolio, refinancing, special goal organization, mortgage securities.

Ипотечное кредитование играет ключевую роль на рынке жилья в России. Помимо того, что оно позволяет решить вопрос обеспечения жильем граждан, ипотечное кредитование – это продукт, который также выступает в роли драйвера банковской деятельности и экономики страны в целом. Доля ипотечного кредитования в ВВП многих развитых стран давно достигает 50% и более, в то время как отношение выданных ипотечных кредитов к ВВП России в 2014 г. составило лишь 5%. Тем не менее нужно отметить положительную тенденцию рынка ипотечного кредитования России последних лет. Объемы выданных ипотечных кредитов росли из года в год вплоть до 2015 г., когда экономический кризис, начавшийся в середине 2014 г., неблагоприятным образом отразился на ипотечной отрасли и на всем банковском секторе в целом.

По данным Центрального банка РФ, за 2014 г. число участников первичного рынка кредитования сократилось с 658 до 629, а за первое полугодие 2015 г. количество кредитных организаций, предоставляющих ипотечные жилищные кредиты, сократилось еще на 57 и составило 572 участника, из них более трети не осуществляло выдачу новых кредитов в первом полуго-

дии 2015 г. Наряду с этим по итогам 9 месяцев 2015 г. на 35% упал объем выдаваемых ипотечных кредитов и продолжился рост доли просроченной кредиторской задолженности по ипотечным кредитам в общей сумме задолженности по ипотечным жилищным кредитам (ИЖК).

Несмотря на довольно медленное восстановление российской экономики в целом, Банк России постепенно смягчил кредитно-денежную политику, понизив ключевую ставку с 17% в конце 2014 г. до 11% в сентябре 2015. Помимо этого, государство, понимая необходимость поддержать ипотечное кредитование и рынок жилья, ввело с апреля 2015 г. специальную программу субсидирования процентных ставок по ипотечным кредитам на покупку жилья в новостройках. Согласно Постановлению Правительства РФ от 13 марта 2015 г. № 220, субсидии предоставляются на возмещение недополученных доходов кредитных организаций и Агентства по ипотечному кредитованию до уровня ключевой ставки Центрального банка Российской Федерации, увеличенной на 3,5 процентного пункта, вследствие предоставления ими скидок при выдаче физическим лицам (приобретении) кредитов (займов) по ставке 12 процентов годовых. Таким образом, программа направлена также на

стимулирование и поддержку строительного сектора экономики. Кабинет министров активно старается помочь ведущим российским банкам с ликвидностью: освобождены от налогов доходы от процентов по вкладам, превышающим ставку рефинансирования на 10%, реализуются меры по докапитализации крупнейших банков. Все вышеперечисленные меры призваны облегчить нагрузку на банковский сектор

и постепенно вернуть ипотечное кредитование к тенденции роста.

По данным Центрального банка РФ (рис. 1), в третьем квартале 2015 г. рынок постепенно начал восстанавливаться: если еще во втором квартале 2015 г. сокращение объемов ипотечного кредитования по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. достигало 50%, то в третьем квартале 2015 г. по сравнению с предыдущим годом рынок просел уже на 35%.



Рис. 1. Динамика объемов, предоставленных ИЖК

Следует отметить, что нынешнее снижение, наблюдаемое на рынке ипотечных кредитов, лишний раз доказывает сильную подверженность российских банков процентному риску, который возникает из-за несогласованности по срокам пассивов и активов банка. Иными словами, долгосрочные ипотечные жилищные кредиты выдаются в большинстве банков под фиксированную процентную ставку, а средства для выдачи этих кредитов в распоряжении банка менее долгосрочны, процентные ставки по ним меняются в зависимости от экономической ситуации в стране. Отсюда – снижение рентабельности ипотечных займов при резком удорожании фондирования.

Для того чтобы решить проблему «длинных» денег («длинных» средств фондирования), в мировой практике уже давно используется инструмент секьюритизации. Согласно Федеральному закону

от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», под секьюритизацией понимается финансирование или рефинансирование активов юридических лиц, приносящих доход, посредством повышения их ликвидности через выпуск (эмиссию, выдачу) ценных бумаг. Термин «секьюритизация» (от англ. *securities* – ценные бумаги) пришел к нам из модели вторичного ипотечного рынка США. Эту модель часто называют американской.

Модель вторичного рынка ипотечного кредитования

Суть модели вторичного рынка ипотечного кредитования состоит в том, что кредитная компания – оригинатор (или инициатор) сделки формирует пул ипотечных кредитов (индикативный портфель), которые она хочет снять со своего баланса, и продает их специально созданному по-

среднику – организации со специальной целью (special purpose vehicle – SPV), который в свою очередь организует выпуск ипотечных ценных бумаг. При этом с момента передачи активов SPV банк не несет никаких рисков по этим кредитам, и если по кредиту возникает дефолт, то убытки несет уже SPV. Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ, или mortgage-backed securities – MBS) продаются инвесторам, и таким образом за счет вырученных от продажи ИЦБ средств рефинансируются ипотечные

кредиты. При этом первоначальный заемщик продолжает обслуживаться в банке-оригинаторе, не ощущая на себе никаких изменений. Поступающие по кредитам платежи от первоначальных заемщиков передаются непосредственно SPV (при этом банком взимается плата за обслуживание кредитов), которая перераспределяет их между инвесторами. В общем случае модель вторичного рынка ипотечного кредитования представлена на рис. 2.

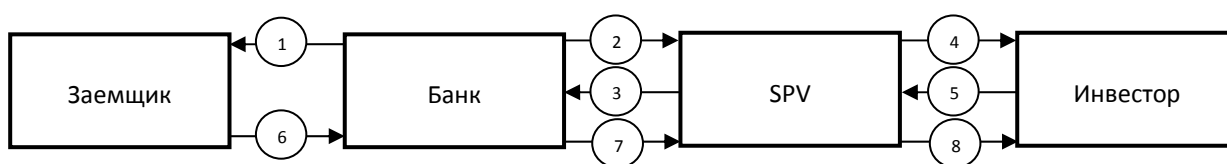


Рис. 2. Схема модели вторичного рынка ипотечного кредитования:

1 – денежные средства, выданные под залог недвижимого имущества; 2 – сформированный пул ипотечных кредитов (индикативный портфель); 3 – денежные средства за пул ипотечных кредитов; 4 – эмиссия ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов; 5 – денежные средства от продажи ценных бумаг; 6 – возврат основного долга и процентов по кредиту; 7 – платежи по кредитам за вычетом расходов на обслуживание в банке; 8 – выплаты по ценным бумагам

Помимо основных участников в модели могут появляться различные сервисные компании, обслуживающие тот или иной этап, а также кураторы и организации – гаранты качества выпускаемых ценных бумаг, которые чаще всего обеспечены государственной поддержкой, поэтому гарантия, полученная от такой организации, может приравниваться к государственной, что в свою очередь положительно отражается на рейтинге ценных бумаг.

Чаще всего индикативный портфель делится на несколько частей – траншей. Каждый транш имеет свой показатель риска и доходности и продается отдельно по определенной цене. Различают старший, младший и средний транши. Старший транш считается наиболее надежным ввиду того, что обладатели ценных бумаг из старшего транша имеют первоочередное право на получение доходов от базовых активов, в то время как до инвесторов младшего транша очередь доходит в самом

конце. Таким образом, младший транш считается наиболее рискованным и, как правило, самым небольшим, однако наиболее доходным. Старшим траншам ипотечных ценных бумаг часто присваивается кредитный рейтинг ведущими мировыми и отечественными рейтинговыми компаниями. Нередко в силу надежности ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, такие ценные бумаги получают рейтинг на несколько пунктов выше рейтинга оригинатора.

Модель секьюритизации активов в мировой практике имеет множество форм и модификаций. Помимо традиционной из наиболее популярных форм секьюритизации в России широко используется так называемая модель ипотечных облигаций, суть которой состоит в том, что банк не продает сформированный пул активов SPV, а осуществляет выпуск ИЦБ непосредственно со своего баланса.

Опыт США на вторичном рынке ипотечного кредитования

Именно появление рынка вторичного ипотечного кредитования способствовало бурному развитию ипотеки в США. Однако ключевую роль в становлении рынка сыграло правительство США, учредившее три крупнейших и широко известных во всем мире агентства ипотечного кредитования – Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac, которые были призваны выкупать у банков кредиты и затем выпускать ипотечные ценные бумаги MBS, обеспеченные пулом купленных ипотечных кредитов. Ценные бумаги MBS легко могут быть проданы инвесторам, заинтересованным в долгосрочном и надежном вложении денежных средств. Дневной оборот по таким бумагам на Уолл-стрит достигает миллиардов, что вызвано крайней популярностью этого типа ценных бумаг в США среди широкого круга инвесторов. Дело в том, что при наличии гарантий своевременной выплаты инвесторам процентов и основного долга крупнейших агентств, пользующихся поддержкой правительства, доходность по таким бумагам выше, чем по казначейским ценным бумагам, а также по корпоративным ценным бумагам сопоставимого качества. Популярность и разнообразие ипотечных ценных бумаг делает их ликвидными и еще более привлекательными как для внутренних, так и для внешних инвесторов.

Таким образом, ипотечные агентства США обеспечивают кредитные организации более дешевыми средствами для выдачи ипотечных кредитов, что в свою очередь, по оценкам многих экспертов, привело к существенному снижению стоимости кредитных продуктов для населения.

Анализируя опыт американского рынка ипотеки, нельзя не вспомнить, что именно обрушение рынка ипотечной секьюритизации стояло у истоков мирового финансового кризиса 2008 г. Кризис был вызван в первую очередь ростом дефолтов по ипотечным кредитам с высоким уровнем рис-

ка. Однако среди основных причин выделялись также:

- использование сложных забалансовых методов секьюритизации, которые позволили ряду банков скрывать часть заемного капитала от надзорных органов государства;

- появление частных агентов, реинвестирующих ипотечные займы, которые неправильно рассчитывали и перераспределяли риски;

- подрыв репутации ипотечных ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами с высоким уровнем риска, а затем и всего рынка MBS.

В ходе анализа причин кризиса были выявлены ошибки в методике оценки кредитных рисков активов, входящих в пулы секьюритизации, и, как следствие, искажение кредитных рейтингов ипотечных ценных бумаг. Таким образом, секьюритизация, призванная сокращать и перераспределять риски между агентами, на самом деле способствовала их сокрытию. Все эти факторы негативно сказались на вторичном рынке ипотеки США и продемонстрировали всему мировому сообществу опасность бесконтрольных сделок секьюритизации, которые могут нанести серьезный вред финансовой стабильности страны. Отчетливо была выявлена необходимость пересмотра на законодательном уровне методов регулирования рынка ипотечных ценных бумаг.

В настоящее время рынок США уже оправился от кризиса, и рынок вторичного ипотечного кредитования, учитывая все ошибки, допущенные в модели до кризиса, тоже постепенно восстанавливается. Модель секьюритизации остается довольно популярной на многих рынках и постепенно начинает завоевывать российский рынок ипотечного кредитования. Сейчас, когда сделки по секьюритизации в России пока находятся на ранней стадии развития, нашей стране рано опасаться опыта США, где размер сделок по секьюритизации исчисляется сотнями миллиардов долларов.

Статистика рынка ИЦБ в России

Рассмотрим более подробно механизм секьюритизации и ряд особенностей функционирования модели на российском рынке. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России официально началось с принятия в 2003 г. Федерального закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Однако фактически с момента появления закона до первого выпуска ИЦБ по российскому законодательству прошло три года. Инициатором первого выпуска стал Газпромбанк, а в роли эмитента (SPV) выступило ОАО «Ипотечная специализированная организация ГПБ-Ипотека». Развитию рынка ипотечных ценных бумаг в России в значительной мере способствовало привлечение в 2005 г. к выпуску ИЦБ АО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК). Агентство было создано по решению правительства Российской Федерации в 1997 г. 100% акций АИЖК принадлежит государству. Таким образом, ипотечное агентство было создано по типу американских агентств по ипотечному кредитованию и было призвано стать ключевым участником в модели рефинансирования ипотечного кредитования в России.

В 2007 г. АИЖК разместило свои первые ипотечные ценные бумаги на рынке ММВБ, ставка старшего транша при размещении составила 6,94%. Это был первый выпуск ИЦБ, доступный широкому кругу инвесторов. Международное рейтинговое агентство Moody's присвоило облигациям выпуска класса «А» предварительный рейтинг А3, что на две ступени выше суверенного. С 2007 г. АИЖК выступило инициатором 13 выпусков облигаций с ипотечным покрытием. Кроме того, начиная с 2009 г. оно выдает поручительства по жилищным облигациям с ипотечным покрытием, выпущенным в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации. По данным Аналитического центра компании «Русипотека», за все время существования ИЦБ в России по состоянию на ноябрь 2015 г. было осуществлено 91 сдел-

ка локальной (внутренней) секьюритизации, 13 трансграничных сделок (сделка признается трансграничной, если эмитент (SPV) и оригинатор находятся в разных странах) и 3 мультиоригинаторные (сделка с привлечением нескольких оригинаторов – инициаторов выпуска). Немаловажную роль в развитии секьюритизации сыграла Программа инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку, в рамках которой в период с 2010 по 2013 г. Внешэкономбанк выкупил облигации с ипотечным покрытием на общую сумму 91,699 млрд рублей по номинальной стоимости за счет собственных средств, средств пенсионных накоплений, а также средств Фонда национального благосостояния, выделенных для поддержки продуктов АИЖК. Основная цель программы – снижение ипотечных ставок по ипотечному кредитованию и стимулирование рынка жилья в целом.

Как видно из графика, представленного на рис. 3, объем сделок по секьюритизации на российском рынке имеет тенденцию к росту. В 2014 г. было проведено 28 сделок по выпуску ипотечных ценных бумаг на общую сумму 252 819 млн рублей, при этом 5 выпусков ИЦБ было осуществлено с балансов крупнейших игроков ипотечного рынка – Газпромбанка, банка ВТБ24 и банка «ДельтаКредит», а 2 выпуска осуществило АИЖК. За 10 месяцев 2015 г. российскими кредитными организациями было инициировано 16 выпусков ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. При этом объем выпуска ИЦБ, осуществленный при помощи SPV, составил 67 143,1 млн рублей, а объем ИЦБ, выпущенных российскими банками с собственных балансов, составил 11 500 млн рублей.

Средневзвешенная процентная ставка по старшему траншу ИЦБ постепенно увеличивается, о чем свидетельствуют данные, представленные на рис. 4. Повышение процентных ставок по ипотечному кредитованию привело в 2015 г. к росту процентных ставок по ИЦБ. По результатам 10 месяцев средневзвешенная про-

центная ставка старшего транша при размещении ипотечных ценных бумаг составила 10,7%. При этом по сделкам некоторых инициаторов выпуска ставка старшего транша превысила 12%. Это значит, что

ипотечные ценные бумаги по ряду выпусков стали более привлекательными для инвесторов, чем государственные облигации и облигации федерального займа.

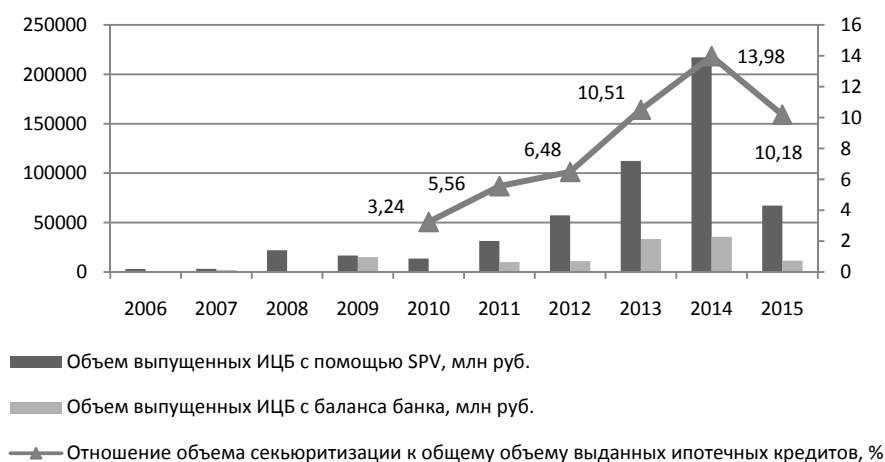


Рис. 3. Динамика объемов выпущенных ИЦБ



Рис. 4. Динамика средневзвешенных процентных ставок, выпущенных ИЦБ, и выданных ипотечных кредитов

Негативное влияние на развитие рынка может оказать введение в сентябре 2015 г. поправок в Инструкцию Банка России № 139-И «Об обязательных нормативах банка». Поправки, в частности, коснулись увеличения норм резервирования на ИЦБ, которые были введены вслед за ужесточением норм Базельского комитета. И хотя эти дополнительные меры были введены в связи с выявленными в ходе кризиса 2008 г. прорехами в регулировании модели секьюритизации, многие специалисты оценивают их как чрезмерные и настаивают на

более адекватной адаптации этих мер к ситуации в российской экономике.

Еще одним немаловажным событием для рынка секьюритизации является начавшаяся реорганизация АИЖК, направленная на создание «фабрики ИЦБ», задачей которой будет дальнейшее стимулирование рынка секьюритизации и сокращение сроков выпуска ипотечных ценных бумаг. Основной проблемой развития российского рынка вторичного кредитования многие эксперты считают сокращение и без того небольшого числа инвесторов. В условиях санкций с рынка ушли практиче-

ски все иностранные инвесторы. В связи с этим главным источником рефинансирования ипотеки остаются сделки РЕПО с Центральным банком РФ с участием ипотечных ценных бумаг, выпущенных оригинатором. Позитивным моментом, однако, можно считать повышение интереса со стороны негосударственных пенсионных фондов, для которых ИЦБ являются надежным вложением свободных средств.

Помимо санкций и неблагоприятной экономической обстановки недоверие к ИЦБ сложилось у инвесторов в результате слабой прогнозируемости доходности из-за возможности досрочного погашения кредитов. Поэтому для дальнейшего привлечения инвесторов на российский рынок секьюритизации необходимо построение

модели, адекватно оценивающей риск досрочного погашения.

В целом рынок российской секьюритизации находится сейчас на этапе становления. С момента появления термина «секьюритизация» в российской практике до настоящего времени уже подготовлена достаточно зрелая и надежная законодательная база, сформированы и продолжают формироваться институты и государственные программы, направленные на поддержание и стимулирование рынка ИЦБ. Рынок начинает обрастать заинтересованными в ИЦБ инвесторами. Сейчас ключевая задача государства и всех участников модели секьюритизации заключается в сохранении и защите относительно молодого и уязвимого рынка ИЦБ в условиях стагнации российской экономики.

Список литературы

1. Алексеева П. А., Рачкевич А. Ю. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. – 2008. – № 8. – С. 22–31.
2. Джобст А. Возвращение к основам. Что такое секьюритизация? // Финансы & развитие. – 2008. – Сентябрь. – С. 48–49.
3. Картвелишвили В. М., Николаева А. В. Ипотечное кредитование в России: на пороге перемен // Наука и практика. – 2015. – № 1 (17). – С. 15–23.
4. Николаева А. В. Системно-динамическая модель рынка ипотечного кредитования в России // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2016. – № 1 (85). – С. 112–121.
5. Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

References

1. Alekseeva P. A., Rachkevich A. Yu. Sek'yuritizatciya: kharakternye priznaky i opredelenie [Securitization: Specific Features and Definition]. *Den'gi i kredit* [Money and Credit], 2008, No. 8, pp. 22–31. (In Russ.).
2. Jobst A. Vozvrashchenie k osnovam. Chto takoe sek'yuritizatciya? [Return to Foundations. What is Securitization?]. *Finansy & razvitie* [Finance and Development], 2008, September, pp. 48–49. (In Russ.).
3. Kartvelishvili V. M., Nikolaeva A. V. Ipotecnoe kreditovanie v Rossii: na poroge peremen [Mortgage Crediting in Russia: on the Threshold of Changes]. *Nauka i praktika*, 2015, No. 1 (17), pp. 15–23. (In Russ.).
4. Nikolaeva A. V. Sistemno-dinamicheskaya model' rynka ipotechnogo kreditovaniya v Rossii [System and Dynamic Model of Mortgage Crediting Market in Russia]. *Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics*, 2016, No. 1 (85), pp. 112–121. (In Russ.).
5. Haier L. Tcennye bumagi, obespechennye ypotekoi i aktivami [Securities with Mortgage and Asset Collateral]. Moscow, Al'pyna Byznes Buks, 2007. (In Russ.).