Шакирьянова, Алсу Илдаровна. Формирование и развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Шакирьянова Алсу Илдаровна; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Казань, 2010.- 215 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/903

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Теоретические основы функционирования рынка ипотечных ценных бумаг 9**

1.1. Рынок ипотечных ценных бумаг как сегмент финансового рынка 9

1.2. Модели организации рынка ипотечных ценных бумаг 27

1.3. Качественные характеристики ипотечных ценных бумаг 44

**2. Оценка современного состояния рынка ипотечных ценных бумаг в России 59**

2.1. Этапы становления рынка ипотечных ценных бумаг России 59

2.2. Анализ институциональной инфраструктуры современного российского рынка ипотечных ценных бумаг 77

2.3. Государственное регулирование российского рынка ипотечных ценных бумаг 90

**3. Направления развития рынка ипотечных ценных бумаг в РФ 106**

3.1. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг на основе секьюритизации ипотечных активов 106

3.2. Институциональный аспект совершенствования рынка ипотечных ценных бумаг 117

3.3. Совершенствование методических подходов к управлению рисками на рынке ипотечных ценных бумаг 135

Заключение 158

Список использованных источников

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Тенденции становления и развития системы ипотечного жилищного кредитования в России позволяют констатировать возникновение рынка ипотечных ценных бумаг, предпосылкой формирования которого является рынок ипотечных кредитов. Однако рынок ипотеки на текущий момент недостаточно развит и имеет потенциал роста: доля услуг ипотечного кредитования в ВВП в России на начало 2010 г. составляет 2,6%, тогда как в США - 64%, странах ЕС - 38%. Для стран среднего уровня развития Всемирный банк считает ориентиром долю жилищных ипотечных кредитов в ВВП на уровне 25%'.

В деятельности кредитных организаций, являющихся основными ипотечными кредиторами, главной проблемой, препятствующей развитию жилищного кредитования, является несоответствие активов и пассивов по срокам и ставкам. Таким образом, объективной необходимостью является развитие и совершенствование форм рефинансирования ипотечных кредитов. Решением данной проблемы выступает развитие и совершенствование форм рефинансирования ипотечных кредитов, позволяющих ипотечным кредиторам одновременно обеспечивать выдачу долгосрочных кредитов необходимыми финансовыми ресурсами и реструктуризировать активы в соответствии с имеющимися средствами.

Мировой финансовый кризис, причиной которого, в том числе, является ипотечный кризис в США, показал, что высокоразвитый рынок ипотечных бумаг не только дает дополнительные возможности для расширения ипотечного кредитования, но и формирует существенные системные риски, затрагивающие многие сегменты финансового рынка и оказывающие значительное влияние на социально-экономические процессы на макро- и микроуровне.

Соответственно, в условиях становления в России рынка ипотечных ценных бумаг научные исследования, нацеленные на обеспечение его экономически эффективного, стабильного и безопасного функционирования приобретают особую актуальность.

Степень разработанности проблемы. Основные участники и элементы рынка ипотечных ценных бумаг, соответствующее нормативно-правовое обеспечение в России созданы недавно, что объясняет относительно низкую степень научной разработанности рассматриваемой проблемы. В то же время большое количество работ в области ипотечного рынка и секьюритизации финансовых активов представлено в зарубежной литературе.

Теоретическую основу исследований в избранной области заложили такие фундаментальные труды американских и европейских экономистов, как работы П. Анри, Х.П. Бэра, Л. Вольфа, Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, Ж.Ж. Роббе, Ф. Фабоцци, Л. Хейра, А. Чинга, С. Шварца, Э. Якобуччи, и др.

Вместе с тем, в зарубежной литературе чаще всего отсутствует единый подход к определению.рынка ипотечных ценных бумаг и его основных элементов, а

1 По данным Росстата, ЦБ РФ.

в прикладных аспектах ипотечные ценные бумаги рассматриваются с позиции экономико-правового поля, присущего конкретной стране.

Большую практическую значимость для исследований в области отечественного ипотечного рынка представляют труды российских авторов М.И. Астраханцевой, В.Г. Баклановой, Г.Н. Белоглазовой, Л.В. Ильиной, Е.С. Демушкиной, Е.Ф. Жукова, АХ Казакова, Г.Г. Коробовой, Л.П. Кроли-вецкой, О.И. Лаврушина, Н.С. Пастуховой, И.А. Разумовой, Т.А. Савинковой, Г.П. Суворова, В.М. Усоскина, А. Фасаховой, Е.В. Чепенко.

В их работах освещены современные проблемы развития российской банковской системы и кредитных отношений в целом и ипотечного кредитования в частности, что значительно расширяет представление об экономическом содержании рынка ипотечных ценных бумаг в России.

Проблемам формирования и развития рынка ипотечных ценных бумаг посвящено ограниченное число переводов зарубежных книг и статей. Немногие существующие труды российских экономистов по данной проблематике рассматривают преимущественно проблемы ипотечного кредитования и секьюрити-зации финансовых активов.

Актуальность темы исследования и недостаточная степень разработанности проблемы определили цель и задачи диссертационной работы.

Целью диссертационного исследования является разработка теоретической базы и обоснование практических рекомендаций по совершенствованию рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

Задачи исследования. В соответствии с поставленной целью были обозначены задачи исследования, определяющие структуру диссертационной работы:

- исследовать рынок ипотечных ценных бумаг как сегмент финансового рын  
ка;

-проанализировать особенности моделей организации рынка ипотечных ценных бумаг;

исследовать качественные характеристики ипотечных ценных бумаг;

охарактеризовать этапы развития российского рынка ипотечных ценных бумаг и его современное состояние;

проанализировать инфраструктуру рынка ипотечных ценных бумаг в РФ;

выявить проблемы государственного регулирования российского рынка ипотечных ценных бумаг и предложить меры по его совершенствованию;

обосновать предложения по развитию российского рынка ипотечных ценных бумаг на основе секьюритизации ипотечных активов;

сформулировать рекомендации по институциональному развитию рынка ипотечных ценных бумаг;

систематизировать и дополнить методические подходы к управлению рисками на рынке ипотечных ценных бумаг.

Объектом исследования является российский рынок ипотечных ценных бумаг, его инструменты и деятельность его участников.

Предметом исследования выступили экономические отношения между участниками финансового рынка, связанные с выпуском и обращением ипотечных ценных бумаг.

Теоретической и методологической основой исследования являются фундаментальные труды ведущих зарубежных и российских специалистов в области ипотечного кредитования, секьюритизации активов, ипотечных ценных бумаг, действующие нормативные правовые акты РФ в области регулирования ипотечного кредитования, диссертационные исследования.

В процессе диссертационного исследования применялись приемы анализа и синтеза, дедукции и индукции, системный подход, сравнительный метод, статистический анализ, экономико-математическое моделирование и др.

Информационной базой исследования выступают информация Госкомстата РФ, Банка России, ФСФР России, аналитические отчеты международных рейтинговых агентств, данные об операциях с ипотечными ценными бумагами, раскрываемые коммерческими банками, фондовыми биржами.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретической базы функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, а также в разработке предложений и рекомендаций, направленных на совершенствование российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Наиболее существенными научными результатами являются:

дана развернутая характеристика рынка ипотечных ценных бумаг и его места в системе финансового рынка, а также его ключевых особенностей, к числу которых отнесены множественность состава и содержания основных субъектов (заемщик по ипотечному кредиту - кредитор по ипотечному кредиту - оригина-тор - эмитент ипотечных ценных бумаг - владелец ипотечных ценных бумаг) и вторичность, производиость по отношению к рынку ипотечного кредитования;

дано техническое определение ипотечные ценных бумаг как стандартизированных инвестиционных долговых и долевых ценных бумаг, обязательства эмитента по которым обеспечены требованиями по выданным ипотечным кредитам и закладными, а также поддерживаются дополнительными гарантийными механизмами;

проведен сравнительный анализ зарубежных моделей организации рынков ипотечных ценных бумаг, выявлены особенности и тенденции развития отечественного рынка ипотечных ценных бумаг (слабость сектора институциональных инвесторов и растущий дефицит внутренних долгосрочных источников финансирования ипотечного кредитования, медленное увеличение объемов секьюритизации ипотечных активов и ориентация эмитентов ипотечных ценных бумаг на зарубежные кредитные рынки, неразвитость системы управления рисками участников рынка) и сформулированы рекомендации по использованию зарубежного опыта в современных российских условиях, предусматривающие, в частности: введение нормативного регулирования объема рисков, принимаемых на себя участниками рынка; совершенствование системы раскрытия информации об ипотечном покрытии ценных бумаг; формирование норм и правил, связанных с рейтинговой оценкой ипотечных ценных бумаг и их эмитентов;

разработан комплекс мероприятий по формированию современной институциональной инфраструктуры российского рынка ипотечных ценных бумаг, включая создание и развитие ипотечных страховых компаний, рейтинговых агентств, ипотечных агентов, депозитариев по учету закладных, фидуциарных

представителей владельцев ипотечных ценных бумаг, а также специализированных финансовых организаций, обслуживающих ипотечные кредиты;

- разработана модель внебалансовой секьюритизации ипотечных активов, ос  
нованная на использовании потенциала рынка краткосрочных долговых обяза  
тельств для обеспечения накопления ипотечным агентом достаточного для дол  
госрочной секьюритизации пула закладных и характеризующаяся сблансирован-  
ностью финансовых потоков, то есть устойчивостью к основным рисковым фак  
торам;

-доказаны необходимость и возможность применения в современных российских условиях инновационных инструментов комплексной оценки кредитных рисков, связанных с ипотечными ценными бумагами, включая экономико-статистическое моделирование досрочных возвратов по ипотечным кредитам и стресс-тестирование, а также предложен алгоритм определения рыночной цены размещаемых ипотечных ценных бумаг, основанный на результатах предварительной оценки рисков;

- предложен алгоритм формирования качественных характеристик ипотеч  
ных ценных бумаг на этапе их эмиссии, предусматривающий: формирование пу  
ла стандартизированных ипотечных кредитов; определение формальных пара  
метров планируемого выпуска; анализ и количественную оценку рисков, связан  
ных с ипотечными активами, входящими в пул; выбор дополнительных гаран  
тийных механизмов, компенсирующих рисковые факторы для инвесторов; по  
следующую корректировку действия дополнительных гарантийных механизмов.

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что его результаты, относящиеся к рынку ипотечных ценных бумаг и его составляющим, моделям организации рынка ипотечных ценных бумаг, способствуют совершенствованию теоретических и методических основ функционирования российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Практическая значимость исследования заключается в предложенных рекомендациях по совершенствованию функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, в том числе по формированию инвестиционных качеств ипотечных ценных бумаг, организации секьюритизации ипотечных активов, по оценке рисков и справедливой стоимости ипотечных ценных бумаг.

Материалы диссертации могут быть также использованы при преподавании курсов "Рынок ценных бумаг", "Инвестиции", "Банковское дело".

Апробация результатов диссертационного исследования. Материалы исследования докладывались на научных и научно-практических конференциях: всероссийских (Казань, 2006, 2007 и 2009 гг.; Новосибирск, 2008 г.; Красноярск, 2009 г.), региональных и вузовских (Казань, 2005, 2006,2007 и 2008 гг.).

Результаты диссертационного исследования используются в Казанском государственном финансово-экономическом институте при преподавании учебных дисциплин "Инвестиции", "Рынок ценных бумаг".

Результаты диссертационного исследования опубликованы в 20 работах общим объёмом 6,1 п.л. В изданиях, рекомендованных ВАК, опубликовано 3 статьи общим объемом 1,4 п.л.

Объем и структура диссертации. Работа имеет следующую структуру, оп-

## Модели организации рынка ипотечных ценных бумаг

Изучение практики развития рынка ипотечных ценных бумаг позволяет выделить две основных модели организации рынка — американскую (двухуровневую) и европейскую (одноуровневую), которые сформировались в результате воздействия факторов, обусловленных особенностями правовых механизмов, спецификой развития институтов кредитования, обычаями делового оборота, историко-экономическими условиями страны. Сравнительная характеристика указанных моделей представлена в приложении 3.

В европейской модели организации рынка ипотечных ценных бумаг ос новной объем финансовых ресурсов поступает со специально организованного вторичного рынка обеспеченных облигаций. Первичными кредиторами являются как специализированные учреждения - ипотечные банки, строительные общества, сберегательные кассы и земельные банки, взаимные и кооперативные банки, так и универсальные банки, их доля составляет более 90%, доля страховых компаний составляет 10%.

Первый тип ипотечных ценных бумаг возник в Германии в форме закладного листа, называемого pfandbriefe, который выпускало с 1770 г. первое ипотечное кредитное учреждение в г. Силезии, представлявшее ассоциацию землевладельцев. Ассоциация предоставляла кредиты своим членам в виде ценных бумаг в форме «закладного свидетельства». В таких закладных листах указывался вид заложенной недвижимости и гарантии, предоставляемые членами ассоциации. Заемщик мог продать такую ценную бумагу на рынке капиталов. В 30-е годы XIX в. указание на заложенное имущество из закладного листа исчезло, но ссуды по-прежнему выдавались pfandbriefe эмитентами, которыми по-прежнему выступали ассоциации. Первый-частный ипотечный банк был создан в 1862 г. во Франкфурте-на-Майне, другие авторы считают, что первый специализированный по кругу операций ипотечный банк был организован ранее в Бельгии в 1831 г. [63;292].

Аналогичная германской система кредитования в виде ценных бумаг действовала в России с середины XIX в. по 1917 г, получившая развитие позднее и в других европейских государствах. Но прослеживаются различия, к примеру, в отличие от закладных листов германского типа, облигации французского ипотечного банка Credit Foncier de France, созданного в 1852 г., представляли собой облигации акционерного общества, выпущенные для финансирования ипотечных кредитов. Со временем эта форма финансирования ипотечных кредитов стала преобладающей и в других странах, в том числе и в Германии, но историческое название pfandbriefe сохранилось.

В настоящее время в европейских странах функционирует свыше 100 ипотечных банков, функционирует профессиональная организация - Европей екая ипотечная федерация (далее ЕИФ). Ипотечные банки предоставляют долгосрочные кредиты населению за счет средств, привлекаемых на основе эмиссии ипотечных облигаций. Европейские ипотечные банки имеют право выпускать ипотечные облигации (pfandbriefe и jumbo pfandbriefe) и социальные облигации, обеспеченные гарантиями правительств в целях финансирования социальной инфраструктуры. Такие облигации считаются обеспеченными (недвижимостью или гарантиями) облигациями, их также называют covered bond.

По статистике ЕИФ на конец 2008 г., за счет ипотечных облигаций финансировалось до 30% задолженности по ипотечным кредитам, в Германии -19%, в Швеции - 70%, а в Дании - 100%». В 2008 г. в странах ЕС насчитывалось до 70 эмитентов ипотечных ценных бумаг: в Германии - 39, в Дании - 8, в Швеции - 5, во Франции - 5, в Люксембурге - 3, Финляндии - 3, в Швейцарии -2 [178].

Эталоном европейской модели рынка ипотечных ценных бумаг является германская система организации рынка. Вообще в Германии сосредоточено самое большое число банков в Европе — до 4 тыс. (во Франции -1,2 тыс. банков, в Великобритании - 500), а также развитая филиальная сеть - 57 филиалов на каждые 100 тыс. жителей (в среднем по Европе на каждые 100 тыс. жителей по 48 филиалов, в России - по состоянию на 1.01.2009 - 18 филиалов, количество банков 1058) [178].

Европейская модель организации рынка ипотечных ценных бумаг представлена на рис. 1.2.1. Ипотечные Ипотечные облигации pfandbriefe ссуды і Частные ипотечные банки Земельные банкиУниверсальные банки г

Институциональные и частные инвесторы Заемщики: частные лица; правительственные органы купонные доходы і \. к І L І і Платежи в погашение Погашение ипотечных облигаций т Залог недвижимого имущества (ипотека) Рис. 1.2.1. Европейская модель организации рынка ипотечных ценных бумаг

Специфика германской финансовой системы заключается в преобладании в банковской сфере универсальных кредитных учреждений, которые независимо от организационно-правовых форм, отношений собственности и величины совмещают все возможные банковские операции. Объясняется тем, что Германия со времени ее промышленного развития не располагала в достаточном размере собственным капиталом, что вызывало необходимость использовать банковские кредиты в больших объемах. Основное преимущество такой банковской системы по сравнению с англосаксонской системой с разделением банков заключается в более высокой стабильности на базе эффектов диверсификации и в связанной с этим надежности денежных вкладов. Определенный интерес представляет организация деятельности частных банков и публично-правовых сберегательных касс, финансирующих приобретение жилых помещений по принципу коллективного накопления сбережений.

Германский рынок pfandbriefe является самым крупным рынком долговых обязательств в Европе и шестым по величине в мире. На конец 2008 г. в Германии доля обеспеченных облигаций составляла около 40% от общего объема фондового рынка страны, в Дании - 66%, в Швеции - 35% [178]. На европейских рынках ипотечных ценных бумаг обращаются два типа pfandbriefe - традиционные и «слоновьи» (jumbo).

Традиционные ипотечные облигации предназначены для размещения выпусков малых размеров, являются неликвидными и фрагментарными, поэтому интерес к ним иностранных инвесторов отсутствует. Для эмиссии традиционных pfandbriefe используется метод довыпуска. Рынок jumbo создан в 1995 г., и характеризуется крупными размерами размещаемых выпусков, и является» привлекательным для институциональных и частных инвесторов, в том числе нерезидентов. Рынок jumbo является четвертым в Европе по объему обязательств, после рынков правительственных облигаций Италии, Германии и Франции. Ликвидность рынка обеспечивается также обязательствами, принимаемыми на себя дилерами, участвующими в эмиссии. Все они обязуются до момента погашения облигации в течение торговой сессии котировать цены на покупку и продажу лотов в размере до 15 млн. евро.

Раньше pfandbriefe не имели рейтинговой оценки в силу их инвестиционных качеств, но в последнее время из-за выхода на зарубежные рынки они получают рейтинги. Pfandbriefe могут выпускать 45 финансовых учреждений: 25 частных ипотечных банков, 18 государственных (земельных) кредитных учреждений и 2 частных ипотечных банка по кредитованию судов. Доля частных ипотечных банков в выпуске ипотечных облигаций составляет до 70%. В Германии начиная с 1997 г. объем выпускаемых pfandbriefe рос в среднем на 10% в год, достигнув к 2007 г. 261,2 млрд. евро. Общая сумма непогашенных обязательств по ипотечным облигациям держится на уровне 1,1 трлн. евро.

## Качественные характеристики ипотечных ценных бумаг

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением эмитентом облигаций с ипотечным покрытием и управляющим ипотечным покрытием требований законодательства, а также обязан уведомлять Федеральную службу по финансовым рынкам о выявленных нарушениях. Специализированный депозитарий несет солидарную ответственность вместе с эмитентом или управляющим ипотечным покрытием перед инвесторами.

Таким образом, депозитарный учет ипотечных ценных бумаг представляет собой инструмент обеспечения учета перехода прав на них, отвечающий концепции действительной продажи (trae sale), выработанной зарубежной практикой структурирования сделок по секьюритизации активов.

В инфраструктурные звенья рынка ипотечных ценных бумаг также включаются органы государственной регистрации прав на недвижимое имущество, которые обеспечивают государственную регистрацию прав на недвижимое имущество. Заключено Соглашение о взаимодействии между Федеральной регистрационной службой и Агентством на основании которого в регистрационных территориальных органах введены- сокращенные сроки государственной регистрации ипотеки. Основными функциями этих органов относящихся к рынку ипотечных ценных бумаг являются оформление перехода прав собственности, к новому собственнику; регистрация договоров об ипотеке и права ипотеки.

Определенную роль в становлении и развитии рынка ипотечных ценных бумаг в стране отведена институтам саморегулируемых организаций. В 2004 г. было учреждено некоммерческое партнерство «Национальная ассоциация участников ипотечного рынка». Учредителями выступили ряд профессиональных организаций (Ассоциация российских банков, Всероссийский союз страховщиков, Международная ассоциация фондов жилищного строительства и ипотечного кредитования, Национальная ассоциация участников фондового рынка, Российское общество оценщиков, Профессиональная ассоциация регистраторов, трансферагентов и депозитариев, Российская гильдия риэлторов). Основные за дачи направлены на формирование механизмов;, обеспечивающих взаимодействие всех профессиональных участников рынка, развитие эффективного массового ипотечного рынка, создание системы подготовки ипотечных кадров и др

Для обеспечения .участия; государственных структур и в целях поддержки рынка ипотечного капитала, была учреждена Международная ассоциация ипотечных фондов; членамикоторой;являются;более 60 отраслевых, региональных и муниципальных фондов- из 40 регионов России, региональные ипотечные агентства:. (Еледует отметить что-фонды., являются основными исполнителями; федеральных и. региональных; программ4 жилищного строительства. Одним из инициаторов г создания являлся первый в России? Отраслевой- фонд жилищного; ипотечного кредитования созданный в соответствии с.Указом; Президента,РФ от 24.12Л993 г. №2281 «О разработке и внедрении1 внебюджетных формшнве-стиров ания жилищной сферы».

Особая роль. В обеспечении унификации и стандартизации нормативного и методологического обеспечения, в организации и развитии рынка ипотечных ценных бумаг отводится Российскому форуму секьюритизации; который осуществляет подготовку, и дальнейшее продвижение единых языковых норм и правил,,используемых.при описании сделок секьюритизации; активов Особая роль в этом процессе отводится европейским экспертам, в ТОМІЧИСЛЄ представляющим; Европейский форум; секьюритизации:. В: дальнейшем предполагается подготовить переводы, документов, разработанных Европейским форумом и рейтинговыми агентствами, которые задают терминологические стандарты в, сфере секьюритизации.

Развитие ипотечного рынка сегодня предполагает углубление специализации его участников,, в ипотечной: инфраструктуре появляется множество монофункциональных компаний, обслуживающих ипотечный рынок.

Одним из финансовых институтов, позволяющих снизить кредитные риски, является кредитное бюро. В! большинстве стран.мира кредиторы на посто- янной основе, обмениваются; информацией о платежеспособности заемщиков через кредитное бюро, которые являются информационным посредником на рынке кредитных услуг.

В мировой практике существуют три основные модели построения таких учреждений - американская1, французская и немецкая. К примеру, в США бюро1 предоставляют информацию о кредитных историях любому юридическому или физическому лицу за плату, однако объем этой информации весьма ограничен -чаще всего- он сводится, лишь к оценке в баллах. Во Франции информация в обязательном порядке предоставляется в национальный банк,.и кредитные бюро являются одним из его департаментов, соответственно, распространяется эта информация по каналам банка. В Германии доступ к кредитным историям могут получить только члены кредитного бюро - компании, заранее оплатившие свое участие и имеющие необходимую репутацию. При этом, например, в Германии кредитные бюро могут узнать о неоплаченных счетах потенциального заемщика, но информация о состоянии банковского счета и имущественном положении недоступна. К работе в России проявили интерес немецкая организация «Объединение общей защиты кредитов от риска» (Schufa), работающая на финансовом рынке с 1927 г., а также американские структуры, лидирующие на мировом рынке - TransUnion - Crif и Experian, основанные в 1970 г.

С января 2005 г. в России действует ФЗ №218-ФЗ «О кредитных историях», который предоставил банкам возможность обмена информацией о кредитоспособности их клиентов с помощью коммерческих организаций оказывающих услуги по формированию, обработке и хранению кредитных историй и предоставлению кредитных отчетов - бюро кредитных историй. Государственным органом, регистрирующим бюро кредитных историй является Федеральная служба по финансовым рынкам. Банком России в 2005 г. был сформирован Центральный каталог кредитных историй, осуществляющий сбор, хранение, временное хранение баз данных ликвидированных кредитных историй и представления субъектам и пользователям кредитных историй информацию о бюро кредитных историй. По данным Центрального каталога крупнейшими бюро являются ООО «Глобал Пейментс Кредит Сервисиз»; ОАО «Национальное бюро кредитных историй»; ЗАО «Бюро кредитных историй «Инфокредит»; ЗАО

## Анализ институциональной инфраструктуры современного российского рынка ипотечных ценных бумаг

А. Рассмотрим эффект процентных ставок. Уровни процентных ставок оказывают самое сильное влияние на коэффициенты досрочных возвратов по сравнению с другими факторами. По мере падения процентных ставок заемщики начинают активнее рефинансировать свои кредиты, что находит отражение в повышении значений коэффициента досрочных возвратов. Изобразим данный эффект на графике 3.3.2. Положительные значения спрэда указывают на то, что процентная ставка по кредиту выше текущего уровня процентной ставки. Если величина спрэда становится отрицательной, это означает что процентная ставка по ипотечному кредиту меньше рыночной. По мере увеличения спрэда значниє коэффициента досрочных возвратов увеличивается возрастающими .темпами. Уровень досрочных возвратов при отрицательных значениях спрэда; относительно стабилен. . Влияние процентных, ставок отражает тот факт, что заемщики реализуют возможность досрочного возврата (исполняют опцион) тогда; когда онй.гмогут осуществить рефинансирование наболее выгодных для себя;условиях. Относительно стабильныйуровень досрочных возвратов при отрицательных значениях спрэда является отражением,поведения заемщиков, которые оказываются нет достаточно мотивированы появившимися возможностями рефинансирования. Досрочные возвраты, осуществляемые при отрицательном-спрэде,могут быть объяснены результатом действия базового коэффициента мобильности заемщиков.

Одним из способов решения данной проблемы может стать переменная ставка процента, способная принимать значения, соответствующие, текущему положению на финансовом рынке! Величина процентной ставки в, ипотечных кредитах с переменной-ставкой не фиксируется, а увеличивается или уменьшается с течением времени в соответствии с условиями долгового обязательства. ,: Изменение процентной ставки будет определяться индексом, к которому она привязана. В качестве индекса могут быть использованы: - значение доходности сравнимых по; сроку обращения государственных ценных бумаг. Частота изменения процентной ставки определяет периодичность индексации соответствующей ценной бумаги, - значение инфляции. Но так как данные о темпах инфляции обычно.заранее неизвестны, то при индексации номинала облигаций используется период, сдвинутый назад на определенный срок (1-3 месяца), - значение ставки «MosPrime», отражающей состояние и динамику депозитного рынка. - индексы, базирующиеся на рыночной стоимости привлечения денежных средств (LIBOR, ставка рефинансирования Банка России).

Главной особенностью приемлемого индекса с точки зрения заемщика является то, что у организатора — кредитора не должно быть возможности осуществлять манипуляции с индексом, и он должен определяться под влиянием рыночных условий. Ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой будут пользоваться спросом среди людей, берущих кредиты на небольшой срок (до 5 лет).

Следует отметить, что такие ипотечные продукты более сложны в разработке и требуют определенной финансовой культуры со стороны заемщика. Если заемщики не адекватно оценивают свои будущие возможности, то это может привести к резкому росту просроченной задолженности.

Для кредитных организаций при плавающей ставке нет необходимости в «длинных» деньгах, так как можно рефинансировать портфель ипотечных кредитов с помощью «коротких» ресурсов, длина которых сопоставима с периодом переустановки плавающей ставки. Поэтому ипотечные кредиты с плавающей ставкой менее рискованны с точки зрения соответствия структуры долгов и привлечения. В случае плавающих ставок риск досрочного погашения ниже, так как у заемщика отсутствует стимул рефинансирования одного ипотечного кредита с помощью другого, из-за сопоставимости процентных ставок на рынке капитала. С учетом высоких накладных расходов переоформления ипотечного кредита такое рефинансирование становится экономически неоправданным.

С точки зрения обслуживания кредиты с плавающей ставкой сложнее и дороже кредитов с фиксированной ставкой. Большие транзакционные издержки возникают тогда, когда кредиты с плавающей ставкой выводятся за баланс ори-гинатора и секыоритизируются. В таких случаях приходится осуществлять мониторинг и контроль правильности начисления и передачи платежей от заемщика к инвестору, уведомлять заемщика и инвесторов об изменениях процентной ставки и т. п. Как правило, в плавающих ипотечных продуктах использу-ются «задержанные» значения индексов - ставка устанавливается в соответствии с историческим значением выбранного индекса, передвинутым на несколько месяцев назад.

На наш взгляд, учитывая развивающийся характер экономики, конструирование и эмиссия ипотечных ценных бумаг с переменной ставкой представ 141 ляются перспективными. Б. Условия кредитных продуктов (использование различных ставок и сроков погашения). Ипотечные ценные бумаги, эмитируемые на основе различных кредитных программ, могут показывать различную чувствительность к эффекту рефинансирования. На рис. 3.3.3. показаны значения коэффициентов досрочных возвратов по пулам ипотечных кредитов, сформированных агентствами «Ginnie Мае» и «Fannie Мае» со сроком погашения 30 лет, и ипотеками агентства «Ginnie Мае» со сроком погашения 15 лет. Соответствующие кредиты были выданы в 1996 г., а данные о досрочных возвратах приведены по состоянию на апрель 2006 г. Графики демонстрируют изменения частоты досрочных возвратов в зависимости от размера чистого купона. В течение рассматриваемого периода текущая доходность по ценным бумагам «Fannie Мае» составляла около 6,5%. Ипотечные ценные бумаги агентства «Fannie Мае» испытывают наибольшее влияние, вызванное эффектом рефинансирования. По мере увеличения купонных выплат частота досрочных возвратов по ценным бумагам агентства «Fannie Мае» растет более быстрыми темпами, чем по ценным бумагам агентства «Ginnie Мае». Эффект рефинансирования оказывается менее значительным для ипотечных кредитов, которые включаются в ипотечное покрытие «Ginnie Мае» с 15-летним сроком погашения, что объясняется более коротким инвестиционным горизонтом, не позволяющим получить существенный выигрыш от снижения суммы процентных платежей при рефинансировании своих первоначальных кредитов, либо снижением размеров экономии из-за уменьшения ставок ипотечных купонов.

В. Возраст кредита. Важным по значимости фактором, влияющим на графики досрочных возвратов, является возраст кредита. Статистика показывает, что частота досрочного погашения недавно выданных кредитов оказывается ниже, чем «возрастных» кредитов. На рис. 3.3.4. показана зависимость досрочных возвратов от возраста кредитов р.г-я двух величин купонов (с дисконтом и с премией). Кредиты, имеющие купонные ставки выше рыночных (с премией), демонстрируют более высокие коэффициенты досрочных возвратов, в то время как кредиты с низкими процентными ставками (с дисконтом), напротив, не отличаются особо активными досрочньгми возвратами, поскольку ставки по этим кредитам ниже рыночных. Исходя из графика 3.3.4. видно, что кредиты с меньшим возрастом имеют меньшую скорость досрочных возвратов. Применительно к кредитам с низкими процен і ными ставками (с дисконтом) досрочные возвраты равномерно возрастают, а за гем стабилизируются на максимуме CPR. Однако не для всех видов кредитов зависимость между их возрастом и частотой досрочных возвратов одинакова. Для кредитов с высокими процентными ставками (с премией) пиковая частота досрочных возвратов наступает быстрее, чем для кредитов с низкими ставками.

## Институциональный аспект совершенствования рынка ипотечных ценных бумаг

Изучение тенденций зарубежных финансовых рынковг показывает, что одним из факторов развития вторичного рынка ипотечного капитала является такой инструмент долгосрочного рефинансирования как секьюритизация ипотечных кредитов. Предпосылками для развития секьюритизации в мировой практике стал ряд следующих фактор.-в: - развитие вторичного рынка ценных бумаг; - развитие индустрии финансового и фондового инжиниринга; - экономическая политика государства в области- формирования и развития системы ипотечного кредитования; - поиски возможности снижения стоимости финансирования; - ужесточение банковских нормативов и требований к собственным средствам и структуре капитала банков, что вызвало необходимость «оздоровления» балансов банков путем исключения из активов долгосрочных обязательств заемщиков; - потребность рынка (инвесторов) в новых финансовых инструментах; - тенденции международной либерализации и интеграции рынка. Для российского финансового рынка данный механизм является инновационной формой финансирования, первые сделки секьюритизации ипотечных активов были проведены в 2006 г.

На наш взгляд, актуальность применения данного инструмента рефинансирования в российской практике заключается в том, что предоставляются возможности для развития кредитных организаций в условиях отсутствия на отечественном финансовом рынке доста очных долгосрочных финансовых ресурсов, что подтверждается следующими показателями. В приложении 18 представлена структура привлеченных средств кредитными организациями от физических лиц по состоянию на 1.05.2009 г. Как было отмечено, исходя из дан 107

ных представленных в приложении 18 рис.1, объем задолженности по ипотечным кредитам, предоставленными кредитными организациями составляет 1 229 981 млн. руб., объем привлеченных кредитными организациями средств,в виде вкладов (депозитов) физических лиц составляет 6 197 324 млн. руб., из них максимальный удельный вес в размере 59% составляет категория вкладов на срок от 1 года до 3 лет в сумме 3 626 940 млн. руб., вклады категории «до востребования» составляют 914 030 млн. руб., удельный вес в общей сумме вкладов составляет 15%; долгосрочные вклады (на срок свыше трех лет) составляют 433 215 млн. руб., а их удельный вес в общей сумме всего лишь 7%. Как было нами установлено, исходя из данных представленных в приложении 10 рис. 1-3, средневзвешенный срок ипотечного кредита составляет от 150,2 месяцев в 2009 г. до 203,15 месяцев в 2008 г.[195]. Таким образом, очевидно несоответствие активов и пассивов банковского капитала по срокам, то есть привлеченных долгосрочных средств для рефинансирования ипотечных кредитов в банковской системе недостаточно, к тому же банковский вклад любой катего-рии может быть изъят досрочно.

Эксперты, рассматривая потенциал секьюритизации в сравнении с аль- тернативными источниками долгосрочного финансирования банковской системы, отмечают следующее: - межбанковские кредиты играют большую роль в формировании ресурсов коммерческих банков, но у них имеются существенные недостатки, которые заключаются в отсутствии оперативности в перераспределении средств, ограниченности в размерах и сроках. Ликвидировать эти недостатки возможно благодаря только привлечению ресурсов Центрального Банка; - если рассматривать финансовые ресурсы иностранных инвесторов, то общий среднесрочный долг банков иностранным инвесторам составляет достаточную величину, а именно 110 млрд. долл., и подлежит погашению в течение трех-четырех лет [197]; - привлечение депозитных средств физических лиц, включая целевые накопления, было бы возможно, при на:мчии специального регулирования так на 108 зываемых «безотзывных» банковских вкладов, ш жилищных накоплений , которые; принимают универсальные банки или строительно-сберегательные кассы; использование ресурсов г российских институциональных инвесторов (пенсионные-фонды; страховые компании; управляющие их резервами, инвестиционные фонды) также затруднительно;, так.как, в« настоящее время страховые резервы российских страховщиков не-превышают; 1 трлн. руб:, пенсионные накоплениясоставляют не болееТтрла. рубї[ 196]і;

Таким образом; можно констатировать тот факт, что российские институциональные, инвесторы не являются надежным пластом долгосрочных институциональных инвесторов, которые могли бы поддерживать спрос; на: российском рынке ипотечных ценных бумаг, выступая в качестве поставщиков, долгосрочных ресурсовдля рынка ипотеки;