

инвестиционных инструментов с фиксированным доходом. Для того чтобы конвертировать MEY в «облигационный эквивалент» - BEY, необходимо определить, какой купон даст аналогичный доход в годовом эквиваленте:

$$(5) \left(1 + \frac{MEY}{12}\right)^{12} = \left(1 + \frac{BEY}{2}\right)^2 = 1 + AEY,$$

где AEY – годовая эквивалентная доходность

Поскольку при вычислении доходности по ипотечным бумагам предполагается более частое реинвестирование средств, преобразование MEY и BEY увеличивает значение доходности.

Рыночная стоимость

Практически все меры рыночной стоимости ценных бумаг являются относительными показателями. Спрэд доходности, то есть разница между ставками доходности двух инвестиционных инструментов, может использоваться в качестве меры стоимости двух облигаций, если они обладают сходными характеристиками, но различаются по цене и величине купона.

Обычно спреды доходности рассчитываются путем вычитания из доходности анализируемого инструмента (MBS) доходности наиболее торгуемой казначейской облигации (то есть той, по которой активно заключаются сделки).

ВЫПУСК ОБЕСПЕЧЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПЕРИОД МИРОВОГО КРИЗИСА

Мязова Я.С., Лукьянов А.В.

Мировой финансовый кризис охватил множество проблемных рынков и сфер деятельности (валютный рынок, рынок энергоресурсов, рынок ипотечного кредитования в США, продовольственный рынок, сфера международных отношений) и продемонстрировал широкую

взаимосвязанность различных секторов мировой экономики. В результате кризис оказал и продолжает оказывать негативное воздействие как на отечественную финансовую систему в целом, так и на рынок ипотечного кредитования.

Российский рынок ипотеки столкнулся с целым рядом внешних негативных факторов, среди которых следует выделить проблемы ограниченного доступа к рефинансированию, недостаточная ликвидность, повышение уровня инфляции, удорожание заемных средств, замедления темпов строительства нового жилья, падение уровня доверия населения к финансовой системе. Основные риски развития сектора ипотечного кредитования, выделяемые Агентством по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), со стороны предложения подразделяются на три группы:

Для первичных кредиторов:

- обесценение долгосрочных кредитов с фиксированными ставками в условиях роста процентных ставок на финансовом рынке;
- сокращение долгосрочных источников финансирования;
- снижение качества обслуживания ипотечных кредитов в долгосрочной перспективе в связи с реализацией труднопрогнозируемых негативных событий, оказывающих влияние на платежеспособность заемщиков и рост резервов на возможные убытки;
- достаточность капитала;
- недостаточный опыт сервисного обслуживания больших ипотечных портфелей;
- неустоявшиеся процедуры обращения взыскания на недвижимое имущество.

Для рефинансирующих организаций:

- сокращение спроса на ипотечные активы и ипотечные ценные бумаги;

- отсутствие внутреннего рынка ипотечных ценных бумаг;
- повышение уровня процентных ставок на финансовом рынке.

Для институциональных инвесторов (то есть, юридических лиц, выступающих в роли держателя денежных средств и осуществляющее их вложение в ценные бумаги, недвижимое имущество с целью извлечения прибыли) :

- существующие ограничения на включение ипотечных ценных бумаг в ломбардный список ЦБ;
- законодательные ограничения на инвестирование в ипотечные ценные бумаги;
- дебитный характер выпуска ипотечных облигаций и неопределенность срока обращения.

Данная структура рисков во многом определяется особенностями двухуровневой системы ипотечного кредитования в РФ, в основе которой лежит американская модель рынка. В качестве первичных кредиторов выступают кредитные организации (как банковские, так и небанковские), рефинансирующие ипотечные кредиты путем их продажи специализированным ипотечным агентствам (АИЖК, ГПБ-Ипотека, АТТА Ипотека) или напрямую через проведение сделок секьюритизации и выпуск MBS (mortgage-back securities, трансграничная секьюритизация) и ИЦБ (ипотечные ценные бумаги).

Важное место на рынке отводится системе рефинансирования ипотеки. Количество досрочно погашенных кредитов (в этот показатель включаются также выкупленные рефинансирующими организациями кредиты) выросло с 2005 года более чем в 9 раз. Основным источником досрочного погашения (для первичных кредиторов) является уступка прав требования по договорам ипотечного кредитования на общую сумму в 113,9 млрд. руб. (68% от общего объема досрочного погашения). В 2007 году основными источниками рефинансирования ипотечных кредитов

были средства кредитных организаций (41,6%), специализированных организаций (ипотечных агентств, 31,3%), иностранных компаний (22,6%) и фондов ипотечного жилищного кредитования и управляющих компаний (4,5%). Общая численность рефинансирующих кредитных организаций достигла 30, при этом до 90% этих организаций одновременно являлись участниками первичного рынка ипотечного кредитования.

Значительное влияние на развитие системы рефинансирования оказало продвижение АИЖК унифицированных стандартов выдачи, рефинансирования и сопровождения ипотечных кредитов, а также построение сети региональных партнеров, в которую вошли первичные кредиторы, региональные операторы, сервисные агенты, страховые и оценочные компании. В частности, региональные операторы формируют пул закладных, выданных в данном регионе, путем их выкупа у первичных кредиторов с последующей передачей АИЖК.

В рамках рефинансирования ипотечных кредитов 11 оригинаторов (кредитные организации и специализированные ипотечные агентства) провели 11 сделок трансграничной секьюритизации на 50 млрд. руб. и 3 сделки локальной секьюритизации на сумму в 17 млрд. руб. Обеспечение по такого рода сделкам состоит как из собственных кредитов, выданных банками, так и из кредитов, предварительно выкупленных у банков-партнеров.

Несмотря на все обозначенные выше успехи, есть основания полагать, что отечественный рынок ипотечного кредитования оказался неустойчивым к негативным событиям на международных финансовых рынках.

Падение количества рефинансированных кредитов объясняется ужесточением условий выкупа закладных. АИЖК по сути отменило единый фиксированный коридор процентной ставки при выкупе кредитов и обязалось выкупать любые ипотечные кредиты, однако в зависимости от разницы между текущей процентной ставкой и процентной ставкой по

ипотечному кредиту, закладные могут выкупаться как с премией, так и с дисконтом. Результатом ужесточения стандартов работы стал отказ ряда региональных операторов от дальнейшего сотрудничества с АИЖК. Дополнительно выделенных (осенью 2008 года) из федерального бюджета 60 млрд рублей, которые будут направлены на рефинансирование ипотеки, будет не достаточно для кардинального улучшения описанной ситуации.

Приоритетным направлением деятельности АИЖК на сегодняшний день является развитие вторичного рынка, т.е. рефинансирование ипотечных кредитов на рынке капиталов. В соответствии с планами, получившими отражение в Концепциях Правительства, в 2010 году в РФ планируется выдать 1 трлн. руб. ипотечных кредитов, половина из которых должна быть рефинансирована посредством проведения сделок секьюритизация, а вторая половина останется на балансе банков. При этом доля АИЖК в рефинансировании, как ожидается, будет снижаться, при сохранении ипотечных кредитов на банковских балансах. В настоящее время доля АИЖК в сделках секьюритизации составляет 20%, оставшиеся 80% приходятся на коммерческие банки и рефинансирующие организации.

Приоритеты рынка ипотечного кредитования

В условиях кризиса сокращение участия государства (и АИЖК, в качестве его агента) в рефинансировании (выкупе и последующей секьюритизации) ипотечных кредитов не отвечает стратегическим потребностям рынка. В качестве основания для таких выводов следует провести сравнение с ипотечным рынком США. В 2003 году 76% (\$2,13 трлн.) ипотечных кредитов было рефинансировано тремя специализированными ипотечными агентствами Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae и только 24% (\$586 млрд.) пришлось на независимых оригинаторов (non-agency или private-label RMBS). В 2005 году доля private-label RMBS уже составила \$1,19 трлн., или 55% от суммарного объема выпущенных бумаг. Основными движущими силами увеличения

private-label RMBS выступили как желание инвесторов, заинтересованных в новых продуктах, так и предпочтения заемщиков, направленные на сокращение ежемесячных платежей при растущих ценах на жилье. При этом значительно возросли риски ипотечного рынка, как за счет снижения стандартизации, так и по причине отсутствия исторических данных поведения заемщиков при внешних шоках. В частности, не до конца проясненным оставался вопрос о том, каким образом отразится на ипотечных кредитах и бумагах, обеспеченных такого рода кредитами, возможное снижение цен на недвижимость.

В результате независимые оригинаторы на американском рынке оказались наименее устойчивыми в ситуации международного финансового кризиса, ими же и спровоцированного, – падение выпуска private-label RMBS в первом полугодии 2008 года в сравнении с первым полугодием 2007 года составило 94%. Можно утверждать, что увеличение non-agency RMBS было попыткой перехода на новый уровень развития исторически сформировавшегося ипотечного рынка США. В любом случае, увеличение доли независимых оригинаторов в сделках секьюритизации активов в российских условиях не соответствует потребностям ни инвесторов, ни заемщиков, ни всей финансовой системы в целом.

С учетом сказанного выше существуют сомнения в возможностях существующей системы ипотечного кредитования обеспечить выдачу 1 трлн. руб. ипотечных кредитов к 2010 году с последующим увеличением ежегодных объемов кредитования и достижением к 2020 году непогашенной задолженности по ипотечным кредитам в 20 трлн. руб. В данном случае ожидается значительный рост рисков ликвидности, когда для финансирования долгосрочных активов в виде ипотечных кредитов банки будут вынуждены использовать краткосрочные пассивы. Это окажет значительное негативное влияние на банковский сектор в целом и весь финансовый рынок в случае внешнего негативного шока. Существуют

сомнения относительно того, что в целом временно утратившие доверие инвесторов инструменты секьюритизации ипотечных активов (падение объема сделок секьюритизации активов в Европе и США в первом полугодии 2008 года по сравнению с первым полугодием 2007 года составило 25,4% и 52,5% соответственно) сможет обеспечить в ближайшее время рефинансирование российской ипотеки хотя бы на текущем уровне – на середину 2008 года 9,1% ипотечных кредитов было списано с балансов кредитных организаций путем рефинансирования на рынке.

Новые инструменты рефинансирования ипотеки

На развитых рынках хорошо зарекомендовал себя ряд инструментов, позволяющий привлечь «длинные» деньги в ипотечное кредитование как через рефинансирование на рынке капиталов, так и напрямую у потенциальных заемщиков. К первому типу относятся упоминавшиеся выше трансграничная и локальная (выпуск облигаций с ипотечным покрытием на основе закона «Об ипотечных ценных бумагах») секьюритизация активов и рефинансирование через закрытые паевые инвестиционные фонды (ИЗПИФы), а также выпуск закладных листов (обеспеченные облигации, Pfandbriefe, covered bonds). Ко второму типу следует отнести разнообразные системы жилищных накоплений.

Разумное сочетание и совместное использование данных инструментов должно во многом решить проблему долгосрочных финансовых ресурсов.

Схема выпуска закладных листов (covered bonds)

Covered bonds являются видом ценных бумаг, используемым кредитными организациями для балансового фондирования (или рефинансирования) принадлежащих им пулов ипотечных кредитов. При этом основной особенностью данного типа ценных бумаг является наличие высоконадежного и в то же время долгосрочного обеспечения, что

позволяет привлекать «длинные» и в то же время относительно дешевые ресурсы.

Covered bonds представляются привлекательным инструментом для инвестирования по ряду причин, среди которых можно выделить их первоклассное кредитное качества, высокую ликвидность данного рынка, различную срочность. Кроме того, covered bonds попадают под льготное регулирование в ряде стран ЕС.

По своим кредитным характеристикам covered bonds занимают промежуточное положение между государственными ценными бумагами (облигациями) и необеспеченным корпоративным долгом. При этом с учетом особенностей структурирования (т.е. наличия ипотечного покрытия), covered bonds не отличаются абсолютной корреляцией с другими долговыми инструментами, что позволяет инвесторам диверсифицировать свои вложения.

Инвесторами в covered bonds в странах ЕС выступают как частные, так и крупные институциональные инвесторы, среди которых доминирующее положение занимают кредитные организации (43%), инвестиционные фонды (22,8%), центральные банки (13,2%), пенсионные фонды (6,6%) и страховые компании (5,2%).

Covered bonds в Европе в условиях кризиса

На сегодняшний день covered bonds являются одним из основных инструментов финансового рынка в Европе, обеспечивающих эффективное распределение капиталов и обеспечивающих экономический рост. По состоянию на конец 2007 года в странах ЕС в обращении находилось covered bonds на общую сумму в 2095 млрд. евро, 54,6% которых было обеспечено ипотечными кредитами (1143 млрд. евро.). В общей сложности около 17% непогашенных на тот момент ипотечных кредитов выступали в качестве обеспечения по таким ценным бумагам. При этом рынок этих инструментов демонстрировал 10% прирост в годовом исчислении.

Странами-лидерами по объему выпуска covered bonds в 2007 году являлись Дания (29,3%), Испания (23,3%), Германия (18,1%), и Франция (5,6%) соответственно.

Перспективы развития рынка covered bonds подтверждаются существующими тенденциями на долговом рынке в условиях мирового финансового кризиса, при которых участники рынка столкнулись с проблемой выбора между covered bonds, RMBS и необеспеченным долгом. При этом введение требований Базеля II и EU Capital Requirements Directive (CRD) значительно снизило преимущества секьюритизации активов как способа финансирования из-за ужесточения требований к капиталу кредитных организаций.

Можно утверждать, что по мере разворачивания финансового кризиса рынку covered bonds был нанесен значительно меньший урон в сравнении с альтернативными долговыми рынками – за год с 1 июля 2007 года было эмитировано covered bonds на сумму в 124 млрд. евро, что сделало данный рынок наиболее насыщенным среди всех способов фондирования кредитных организаций. Основными эмитентами за рассматриваемый период стали банки из Франции (34%) и Германии (25%) соответственно, что объясняется как высоким внутренним спросом со стороны инвесторов (до 90% в Германии и 50% во Франции), так и априори более развитыми рынками covered bonds в этих странах.

Значительное влияние на повышение интереса к covered bonds сыграл ипотечный кризис в США, практически ливший банки возможности секьюритизации ипотечных активов на ближайшие месяцы (если не годы) – спред по сделкам, число которых и так значительно сократилось, вырос с 20 б.п. (к interest rate swap) до 100 б.п. в Голландии и 200 б.п. в Испании. В то же время значительно улучшились позиции covered bonds относительно необеспеченного долга – если раньше спред в доходностях между двумя инструментами составлял 10-20 б.п., то к маю 2008 года он вырос до 60 б.п.

Таким образом в условиях кризиса covered bonds стали рассматриваться инвесторами в качестве кредитных, а не процентных инструментов.

Однако, несмотря на хорошие результаты относительно альтернативных техник финансирования рынок covered bonds был также нанесен существенный урон, вылившийся в снижение ликвидности рынка.

Covered bonds в США

С учетом того, что облигации с ипотечным покрытием (covered bonds), выпускаемые кредитными организациями, являются новым и по сути не изученным на практике инструментом рефинансирования на российском рынке, представляется интересным изучение опыт регулирования covered bonds в США, на рынке которых данная техника рефинансирования начала использоваться несколько лет назад.

В настоящее время рынок covered bonds, положительно зарекомендовавший себя в Европе, делает только первые шаги в США – на конец первого полугодия 2008 года было закрыто несколько сделок. При этом в США, в отличие от стран континентальной Европы, отсутствует нормативно-правовая база, регулирующая данные сделки, и «Best practice for residential covered bonds», подготовленный Казначейством США, является, по сути, лишь первой попыткой создать единую систему стандартов выпуска covered bonds. Казначейство США рассматривает covered bonds в качестве дополнительного механизма рефинансирования ипотечных кредитов, позволяющего диверсифицировать источники привлечения долгосрочных ресурсов в ипотеку и «разгрузить» рынок MBS.

Covered bonds используются эмитентами для рефинансирования ипотечных кредитов путем формирования и обособления на балансе originатора пополняемого обеспечительного пула (covered pool), покрывающего выпущенные ценные бумаги. Кредитный риск, связанный с обеспечением, также остается на балансе эмитента. Держатели covered bonds обладают в праве требовать от эмитента уплаты номинальной

стоимости (non limited recourse), вне зависимости от поведения обеспечительного пула (покрытия). Данное право, являющееся краеугольным элементом в структуре выпуска covered bonds, в случае банкротства эмитента не ведет к автоматическому дефолту по выпущенным облигациям – состав обеспечительного пула фиксируется и продается, а доходы от его реализации зачисляются на специально созданный счет (guaranteed investment contract (GIC) account). В случае наличия денежных средств, достаточных для выплат суммы основного долга и процентов по облигациям, выпуск covered bonds погашается. Если же ликвидационная стоимость обеспечения оказывается ниже номинала ценных бумаг, владельцы облигации приобретают необеспеченное право требования к эмитенту (в размере непогашенной части требования) . В качестве единственного возможного механизма кредитной поддержки при выпуске covered bonds может выступать лишь избыточное обеспечение (overcollateralization). В случае, если некоторая часть обеспечения (т.е. ипотечные кредиты) в процессе осуществления эмитентом своей деятельности оказывается ненадлежащего качества, то она заменяется другими ипотечными активами с банковского баланса.

Соответствие достаточно жестким требованиям дает эмитенту значительные преимущества при выпуске covered bonds в сравнении с другими источниками привлечения средств. Covered bonds позволяют привлечь относительно более «дешевые и длинные деньги» в сравнении с необеспеченными долговыми инструментами, расширить базу потенциальных инвесторов, улучшить соответствие активов и пассивов и как следствие показатели ликвидности, повысить финансовую дисциплину и качество активов. Однако выпуск covered bonds может оказать негативное воздействие на стоимость необеспеченных займов, так как наиболее качественные активы на балансе эмитента обособляются и передаются в обеспечение (покрытие) covered bonds.