



Татьяна Лавренова

МВА, директор управления стратегического планирования и антикризисных решений
Консалтинговой компании «2Б Диалог»

АНАЛИЗ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

В статье проведен анализ долговых инструментов, основанный на эмпирических данных мирового финансового кризиса 2008 г., представлена текущая ситуация на рынке ипотечного кредитования, даны возможные сценарии развития событий.

Период первых займов для покрытия предприятиями государственного долга в России приходится на 1994–1998 гг. Кризис 1998 г. свернул программу облигационного заимствования, но в последнее время интерес к долговым инструментам начал расти. Положительными тенденциями для институциональных инвесторов в этом отношении являются стабилизационный и благоприятный курс, которого придерживаются макроэкономические тренды страны, снижение процентных ставок и приток иностранного капитала.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ ИЛИ ИПОТЕЧНЫЕ ПУЛЫ?

Российский рынок ипотечных долговых обязательств начал свое существование в 2003 г. после вступления в силу Закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», что свиде-

тельствует о слабой развитости данного сегмента на фондовом рынке. В целом с 2005 по 2012 г. проведено порядка 16 внутренних сделок секьюритизации ипотеки на сумму свыше 120 млрд руб. и 13 трансграничных сделок в объеме более 60 млрд руб., при этом одно только Агентство по ипотечному жилищному кредитованию заключило 6 сделок примерно на 59 млрд руб., а группа ВТБ — 6 сделок в размере 45 млрд руб.¹

В 2011 г. объем эмиссии ипотечных ценных бумаг составил 46 млрд руб. при 713 млрд руб., выданных в России за год ипотечных кредитов, тогда как в кризисном 2009 г. — 32 млрд руб. при 153 млрд ипотечных займов.

В отличие от России в США практика секьюритизации ипотеки существует с 1970-х гг. Инициаторами этого процесса были специалисты одного из крупнейших инвестиционных банков — *Salomon Brothers*. Однако стоит отметить некоторые

аспекты долговых рынков США в ходе секьюритизации ипотеки.

Ипотечный «пузырь» стал толчком к развитию мирового финансового кризиса. Еще в начале 2000 г. специалистами крупных инвестиционных банков США был освоен новый инструмент привлечения дешевых долгосрочных займов, так называемые «синтетические» облигации, т. е. облигации, обеспеченные долгосрочными займами (*Collateralized debt obligations, CDO*). Изначально *CDO* были придуманы для передачи риска дефолта государственных и корпоративных облигаций, однако в итоге суть данного механизма сводилась к возникновению новых дешевых долговых обязательств на базе уже существующих облигаций. Вышло, что при формировании ипотечных облигационных займов собиралось определенное количество кредитов с допущением на то, что вероятность их одновременной трансформации в низкокачественные

¹ «Ведомости». 2012. 25 апреля.

мала. Однако на тот момент специалисты крупнейших инвестбанков не видели возможной картины событий, которая впоследствии привела к росту ставок, а соответственно, и цен на жилье, из-за чего риск дефолта значительно увеличился.

Данный вид облигаций представлял собой пирамиду, поскольку обеспечением таких обязательств, как правило, служили облигационные займы с рейтингом от *B* до *BBB*, предоставляемые в первую очередь малообеспеченным слоям населения. Получалось, что после смешения ряда облигаций с бумагами, имевшими рейтинг *BBB*, появлялся новый вид облигаций с рейтингами от *A* до *AAA* и возникла иллюзия небольшого риска, поэтому они относились к высокорисковым ценным бумагам. Более детально объем переупаковки низкокачественных облигаций в высококачественные за период с 1998 по 2008 г. представлен на рис. 1².

Страховым инструментом в процессе роста долгового рынка на тот момент были дефолтные свопы на самые высокорисковые облигации класса *BB* и *BBB* на сумму порядка 63 трлн долл.³

НАРАСТАЮЩИМ ИТОГОМ...

В июле 2006 г. Американская национальная ассоциация риелторов зафиксировала падение на 4,1% продаж недвижимости на вторичном рынке по сравнению с июнем — 6,33 млн домов против 6,6 млн домов в июне (средние показатели годовых продаж), что постепенно начало оказывать негативное влияние на рынок облигаций. Снижение цен на недвижимость спровоцировало цепную реакцию, что привело к уменьшению индексов фондового рынка, таких как *Dow Jones*, который опустился на 0,37%.

По сути, чтобы достичь уровня дефолтов, необязательно было ждать падения на рынке недвижимости, достаточно было замедления темпов роста цен на недвижимость. Простым критерием объективности цен на жилую недвижимость считалось соотношение между средними показателями ее стоимости и дохода, для США исторически это значение было на уровне 3:1, тогда как к началу 2005 г. в некоторых штатах оно колебалось от 8,5:1 до 10:1.

В добавок ко всему следует учесть, что многие покупали дома с целью дальнейшей спекуляции, т. е. уже имевшееся жилье, приобретенное в ипотеку и еще не полностью погашенное, закладыва-

лось под покупку новых домов для их последующей перепродажи.

В итоге в одном из крупнейших инвестиционных банков — *Bear Stearns* — к июню 2007 г. соотношение заемных и собственных средств было на уровне 40:1, тогда как до этого показатель не превышал 20:1. Два хедж-фонда под управлением *Bear Stearns* потеряли на инвестициях в ипотечные облигации порядка 1,6 млрд долл. К марту 2008 г. Федеральная резервная система США и банк *JPMorgan Chase* согласились вы-

недвижимости США лишился примерно 5 трлн долл. (около 20%).

Что касается российского рынка, то с октября 2007 г. по ноябрь 2008 г. его капитализация снизилась на 1 трлн долл. Индекс промышленного производства просел на 6% в 2008 г. по отношению к 2007 г., а в 2009 г. — на 10%, по данным Росстата. Более наглядно тренд изменения индекса промышленного производства показан на рис. 2.

Объем золотовалютных резервов России по состоянию на апрель 2009 г.

Рисунок 1. ПЕРЕУПАКОВКА ОБЛИГАЦИЙ *SUBPRIME* В *CDO*'S

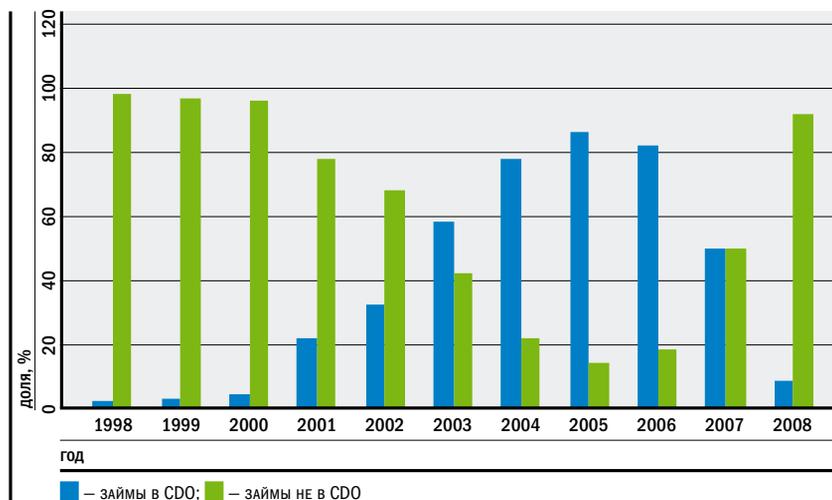
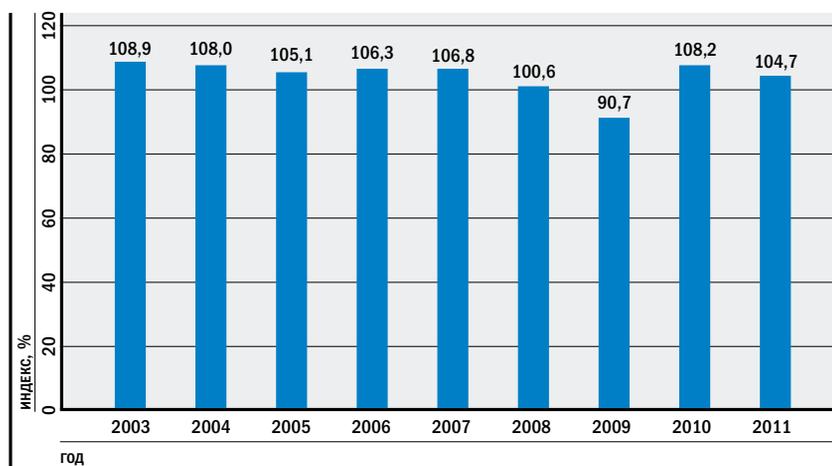


Рисунок 2. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ ИНДЕКСА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА



делить дополнительное финансирование, после чего акции банка подешевели на 47%. В марте того же года банк был продан другому крупному инвестиционному банку — *JPMorgan Chase* за 1,18 млрд долл., или по 10 долл. за акцию, тогда как в начале марта акция стоила порядка 47 долл.

В результате использования «синтетических» долговых обязательств рынок

составлял 385,0 млрд долл. и по сравнению со значением января того же года — 406,2 млрд долл. — уменьшился на 5,2%.

Приведенные данные говорят о полной беспомощности инструментов *CDO*, на базе которых создавались ипотечные пулы, повлекшие за собой цепную реакцию финансовых пузырей по всему миру на протяжении 2007–2008 гг. В целом же хочется отметить, что

² Anna Katherine Barnett-Hart. The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis.

³ База данных Bloomberg.

РЕТРОСПЕКТИВНЫЕ И ПРОГНОЗНЫЕ ДАННЫЕ ПО СЕГМЕНТУ ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ЗА ПЕРИОД 2005–2014 ГГ.

Наименование показателя	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	На 1 декабря 2012 г.	Прогноз 2012 г.	2013 г.*	2014 г.*
Общий объем жилищных кредитов, млрд руб.	114,0	347,1	650,2	756,8	182,2	437,4	769,6	943,5	1094	-	-
Объем ипотечных кредитов, млрд руб.:	56,3	263,6	556,4	655,8	152,5	380,1	716,9	904,6	1 058	-	-
умеренно-оптимистичный прогноз	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1300–1400	1600–1800
пессимистический прогноз	-	-	-	-	-	-	-	-	-	600–800	1200–1400
Темпы роста ипотечного кредитования, %	-	468	211	118	-77	249	189	126	148	-	-
Средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам в рублях, %:	14,90	13,70	12,60	12,90	14,30	13,10	11,90	12,20	12,20	-	-
умеренно-оптимистичный прогноз	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,80–12,30	11,10–11,60
пессимистический прогноз	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,90–14,70	13,00–13,50
Необеспеченные залогом кредиты, включая этап строительства, млрд руб.	57,7	83,5	93,8	101,0	29,7	57,3	52,7	38,9	36,0	-	-

Источник: Статистические данные Центрального банка РФ, расчетная модель автора.

* Экспертная оценка ООО «КК «2Б Диалог».

для российских институциональных инвесторов рынок долговых обязательств как таковой является второстепенным. В основном он представляет интерес для страховых компаний, пенсионных фондов и прочих потенциальных инвесторов.

ПЕРСПЕКТИВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ

За январь – ноябрь 2012 г. развитие рынка ипотечного жилищного кредитования носило противоречивый характер, что объясняется одновременным повышением процентных ставок по ипо-

течным кредитам и увеличением объема рынка ипотечного кредитования. За 11 мес. 2012 г. было выдано порядка 611 487 кредитов на общую сумму 904,6 млрд руб., или в 1,48 раза больше, чем за 11 мес. 2011 г. За период с 2005 по 2012 г. этот показатель был максимальным. В целом, с учетом прогнозных данных, построенных автором, динамика темпов роста рассматриваемого сегмента экономики указывает на замедление (см. таблицу).

Из таблицы видно, что общий объем жилищных кредитов в посткризисный период показал значительный рост. Средневзвешенная ставка по кредитам с 2009

по 2012 г. опустилась на 210 б. п. (рис. 3). Объем необеспеченных залогом кредитов в посткризисный период сократился в 1,59 раза – с 52,7 млрд до 36 млрд руб.

Также в течение 2012 г. поднимались процентные ставки по кредитам в рублях: с февраля по декабрь – +30 б. п. к февралю 2012 г. Одной из причин этого является низкая степень ликвидности, обусловленная влиянием кризиса в еврозоне, что в итоге спровоцировало повышение ставок. Таким образом, рост ипотечного кредитования происходил в условиях увеличения ставок по ипотечному кредитованию, что



КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Алексей Успенский

заместитель председателя правления Русского ипотечного банка

Основная причина глобального кризиса ликвидности 2008 г. – бурный рост низкокачественных ипотечных кредитов в США, на которых были основаны производные ценные бумаги. Рынок разогрел себя сам: круг ипотечных заемщиков становился все шире, вовлекая все больше участников с низкой кредитоспособностью, получавших кредит до 100% стоимости приобретаемого жилья, при этом в значительной степени мотивированных заработать на росте стоимости жилья. С другой стороны, бурно развивался рынок производных финансовых инструментов, призванных обеспечить рефинансирование ипотечного рынка. Первая производная от ипотечных кредитов – ипотечные ценные бумаги *RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities)*; вторая – сборные долговые облигации *CDO*, доходность по которым была высокой, так

как к базовому ипотечному покрытию примешивались кредиты с высокой ставкой и риском. Высокая ставка по *CDO* обеспечивала приток инвестиций в ипотечный сектор, стоимость жилья росла, качество ипотечного кредита, т. е. базисного актива, падало, а инвесторы этого не понимали.

Выпуск ипотечных ценных бумаг внутри России широко не практикуется по двум причинам. Во-первых, процедура секьюритизации весьма сложная организационно, дорогая, и подготовка к ней занимает до 1 года. Во-вторых, доходность старшего транша едва ли превысит 9–10% в рублях. Скорее всего, эти причины не позволят в ближайшие 2–3 года секьюритизировать на внутреннем рынке более 10–15% от ежегодного объема выдачи ипотечных кредитов.

объясняется желанием приобрести жилье на хороших условиях.

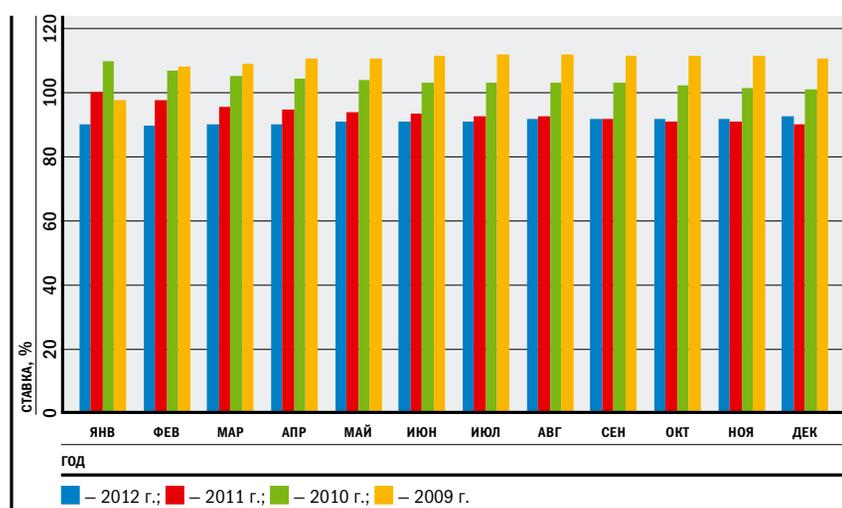
На основании проведенного анализа можно представить несколько сценариев развития событий.

В случае стабилизации в еврозоне и решения вопросов по частичному урегулированию проблем внешнего госдолга США, который на текущий момент составляет 16,394 трлн долл., предполагается рост ипотечного кредитования в пределах 26–30%⁴ на российском рынке. Также возможно снижение процентных ставок на 120 б. п. – с 12,3 до 11,1% в 2013–2014 гг.

При негативном тренде и ослаблении ведущих стран еврозоны возможно сокращение объема ипотечного кредитования в пределах 24–45% от показателя 2012 г. и, соответственно, значительное повышение процентных ставок в пределах 2–2,5 п. п.

В целом за весь период существования рынка ипотечного кредитования можно отметить, что данный инструмент стал одним из драйверов рынка долгового заимствования в России. Однако не стоит

Рисунок 3. ИЗМЕНЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ



забывать неудачный опыт стран Запада, который привел весь мир к финансовому коллапсу в 2007–2009 гг.

Институт ипотечного кредитования является эффективным для фондовой системы России, поскольку на российском рынке преобладает возможность быстрой трансформации в живые деньги. Подоб-

ное явление наблюдается на фоне низкого объема необеспеченных залогом кредитов, доля которых от общего рынка жилищного кредитования в 2012 г. составила порядка 3,4%, что в целом положительно характеризует рынок долговых обязательств России и позволяет результативно использовать данный инструмент. ■

⁴ Данный диапазон определен как медианное значение на основании ретроспективных данных темпов роста ипотечного кредитования за период с 2005 по 2012 г., а также с учетом текущей экономической ситуации.

