

ИПОТЕЧНЫЕ ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ КАК ИНСТРУМЕНТ РАЗВИТИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

© 2016 М.Е. Коновалова, О.Ю. Кузьмина, Е.С. Недорезова*

Ключевые слова: долгосрочное финансирование, доходность банковского портфеля, ипотечное кредитование, инфраструктура секьюритизации, ликвидность активов, секьюритизация.

Доказано, что секьюритизация является способом, вызывающим увеличение кредитной активности банков при умеренном росте денежного предложения, определено влияние в законодательстве изменений, детерминирующих активность на рынке секьюритизированных продуктов, выявлены факторы и условия, определяющие развитие инфраструктуры рынка секьюритизации ипотечных активов; проведен сравнительный анализ моделей привлечения денежных ресурсов в систему ипотечного кредитования.

В связи с объективными процессами глобализации финансовых рынков все более популярными становятся инновационные инструменты рынка секьюритизации активов¹. Конкурентными преимуществами осуществления сделки секьюритизации для банковского сегмента являются высвобождение капитала, рост ликвидности активов и доходности от ипотечного кредитования. Существует множество моделей секьюритизации, обладающих своим набором достоинств и недостатков, которые могут быть компенсированы соответствующими действиями со стороны основных регуляторов.

Наиболее известными базовыми финансовыми продуктами для секьюритизации традиционно являются ипотечные кредиты. Процесс секьюритизации способствует интенсивному развитию рынка ипотечного жилищного кредитования, повышает доступность жилья для населения любой страны мира, привлекая долгосрочное фондирование в банковскую систему экономики².

Процесс секьюритизации представляет собой относительно новое явление в банковской практике. Замедление темпов экономического роста мировой экономики обуславливает необходимость поиска его принципиально новых источников, среди которых особое значение приобретает секьюритизация³. Однако существует достаточно много факторов, препятствующих развитию рынка секьюритизированных активов.

Чрезмерная зарегулированность данного финансового сегмента приводит к его сжатию, а имеющиеся противоречия в законодательстве многих стран создают дополнительные трудности в процессе эмиссии ипотечных бумаг⁴. Несовершенство институциональной среды секьюритизации, слабый интерес государства к развитию данного финансового инструмента, который мог бы стать ключевым источником фондирования жилищного строительства, требуют более глубокого теоретического и практического изучения данной проблемы.

Цель исследования - анализ и оценка перспектив функционирования рынка секьюритизированных активов как инструмента развития глобальных рынков капитала. Для достижения указанной цели были поставлены такие задачи, как: изучение зарубежного опыта применения ипотечных секьюритизированных продуктов; выявление основных проблем, присущих данному рыночному сегменту; оценка перспектив развития секьюритизации ипотечных активов как в российских условиях, так и в масштабах мировой экономики в целом.

Впервые о секьюритизированных бумагах заговорили в середине XIX в. в США, речь шла о выпуске железнодорожных ипотечных облигаций. В современном виде секьюритизированные ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) были выпущены только в 1975 г.,

* Коновалова Мария Евгеньевна, доктор экономических наук, доцент, зав. кафедрой экономической теории. E-mail: mkonoval@mail.ru; Кузьмина Ольга Юрьевна, кандидат экономических наук, доцент. E-mail: pisakina83@yandex.ru; Недорезова Елена Сергеевна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории. E-mail: nedlen63@yandex.ru. - Самарский государственный экономический университет.

тогда-то и возникло первое ипотечное агентство GNMA⁵. Расцвет рынка секьюритизированных продуктов приходится на начало XXI в., когда секьюритизация ипотечных активов как процесс охватила фондовые рынки практически всех развитых стран. Экспансия данного инструмента обусловлена тем, что он позволяет в условиях рецессии стать объективным фактором оживления рынков.

Процесс развития секьюритизации протекает неравномерно в разных регионах мира, что связано с различиями национального законодательства и с разной степенью государственного регулирования данного финансового сегмента. Так, например, в Китае рынок секьюритизированных продуктов за 2013-2014 гг. вырос в 4 раза, превысив 20 млрд долл. и став крупнейшим рынком секьюритизации на Азиатском континенте. Во многом такой рост обеспечивается непосредственной государственной поддержкой ЦБ Китая. Развитие данного рыночного сегмента, позволяющего без наращивания денежной массы фонтировать коммерческие банки, является приоритетной целью правительства КНР⁶. Правда, в отличие от многих других стран мира, в том числе и от законодателей мод в этой области США, китайская секьюритизация не предназначена для иностранных инвесторов, китайский финансовый рынок практически закрыт для остального мира⁷. Исключением явилась лишь сделка Volkswagen, позволившая в 2014 г. привлечь 96 млн долл.

Несмотря на интенсивное развитие секьюритизированных продуктов, в 2008 г. наметилась общемировая тенденция сжатия рынка ипотечных ценных бумаг⁸, что наглядно демонстрирует европейский рынок (рис. 1).

Структурированные продукты до 2008 г. были во многом инструментом неконтролируемых рисков и премий. Финансовый кризис привел к сжатию спредов на вторичном рынке ипотечных облигаций, к снижению стоимости заимствований для эмитентов, уменьшая привлекательность секьюритизации для инвесторов. Начиная с 2014 г. ситуация на рынке секьюритизации начала стабилизироваться⁹. Во многом это обусловлено снижением зарегулированности данного рынка, существенно возросшей в период кризиса. Растет потребительское доверие к ипотечным институтам в связи с изменением условий кредитования жилья. Центральные банки чаще приобретают секьюритизированные активы как на первичном, так и на вторичном рынке, увеличивая возможности их выпуска, подогревая тем самым интерес не только отечественных, но и зарубежных инвесторов.

Проблемы фондирования портфелей российских банков стоят очень остро, поскольку высокие ставки, а как следствие, и стоимость привлеченных ресурсов обуславливают значительные риски и рост транзакционных издержек. Так, например, портфели ипотечных ценных бумаг довольно значительно количества банков уже стоят на грани рен-

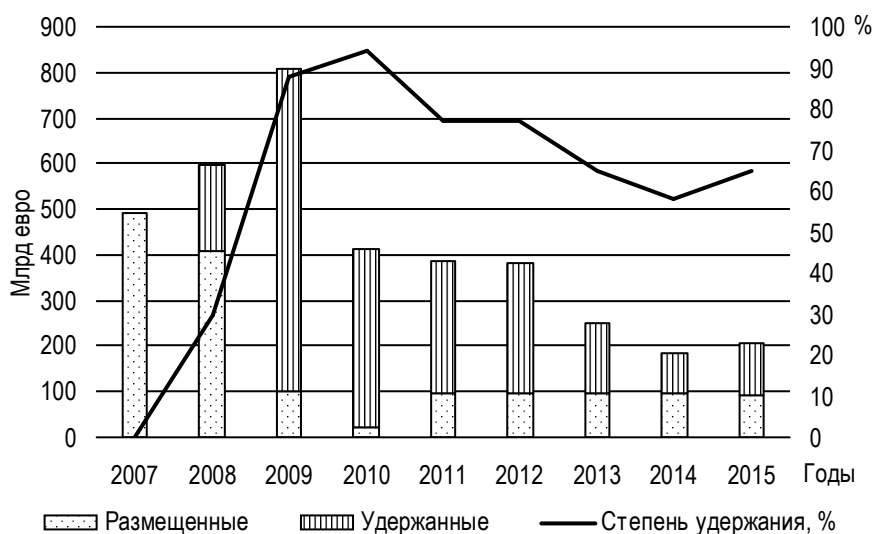


Рис. 1. Объемы секьюритизации в Европе

Источник: Энциклопедия российской секьюритизации. Москва: Сбондс.ру, 2015.

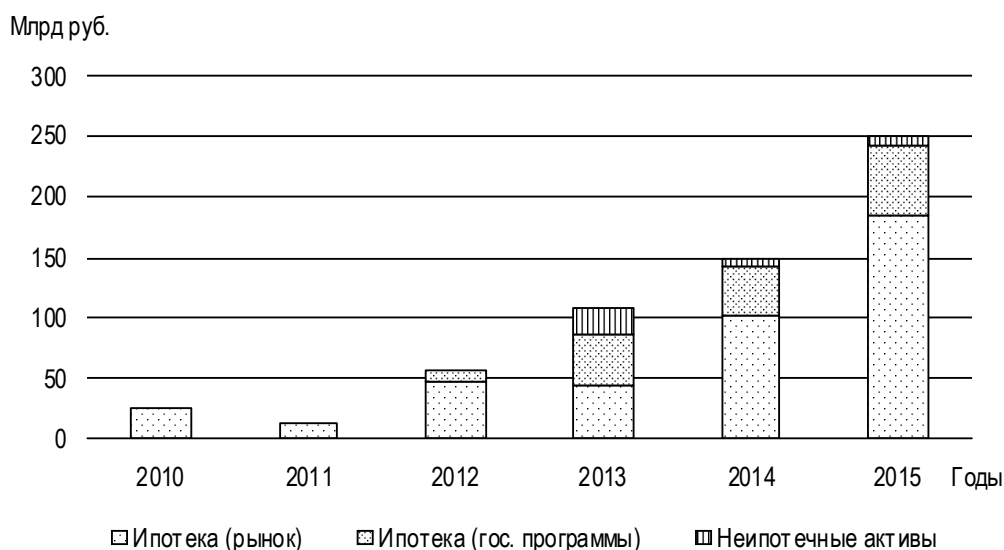


Рис. 2. Объемы выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, в России

Источник: Энциклопедия российской секьюритизации. Москва : Сбондс.ру, 2015.

табельности, чистая маржа одного из крупнейших российских банков - Сбербанка - в 2015 г. снизилась до 2,5-3,5%, что является минимальным значением за последние семь лет¹⁰.

В данной связи следует отметить, что такой широко используемый в российской практике инструмент, как ипотечный кредит с фиксированной ставкой, держать на балансе банка не всегда удобно, так как он достаточно рискованный. Компенсировать отчасти такие риски могут государственные агентства, такие как Fannie Mae в Америке и АИЖК в России, которые обладают достаточно длинными инвестиционными активами.

Одним из перспективных инструментов долгосрочного финансирования ипотечного кредитования является секьюритизация. В настоящее время данный инструмент может стать основой привлечения ликвидности, а также базой расширения источников фондирования для банков и одновременно стимулирования кредитования реального сектора в России. В 2015 г. активность использования такого инструмента, как секьюритизация, заметно выросла (рис. 2). В результате удельный вес ИЦБ в фондировании текущей выдачи достиг 14% (рис. 3), что уже в принципе сопоставимо с результатами ЕС, где процесс секьюритизации обеспечивает порядка трети фондирования¹¹. Одним из перспективных способов финансирования ипотеки является целевой выпуск ИЦБ для РЕПО.

В Европе в период кризиса доля секьюритизированных ценных бумаг, находящихся на балансе, составляла до 90%, а их доля в настоящее время после оживления экономики - около половины (рис. 4). С целью стимулирования развития рынка секьюритизации ЕЦБ в 2015 г. начал программу покупки ABS и covered bonds. Данная программа предшествовала политике количественного смягчения, которую начал ЕЦБ. Внедрение подобного рода программ явилось бы значительным вкладом в формировании стратегии антикризисного регулирования и способствовало бы поддержке ведущих банков. В этой ситуации необходимо снижение величины процента, а также целесообразно удлинение сроков РЕПО до одного года, как это было сделано в Европе, при одновременном снижении ставки по операциям долгосрочного РЕПО¹².

Если говорить о секьюритизации, нельзя не затронуть проблему банковского регулирования. В этом смысле результаты, полученные в ЕС в связи с реализацией секьюритизации для кредитования реального сектора, могут служить положительным примером и быть полезными. Как полагают многие эксперты, основным фактором развития секьюритизации в Европе будет состояние регулятивной среды. Некоторые направления в снижении требований к объему ликвидности и капиталу уже реализуются в настоящее время¹³. Однако неадекватное внедрение положений Базельского комитета некоторым образом тормозит раз-

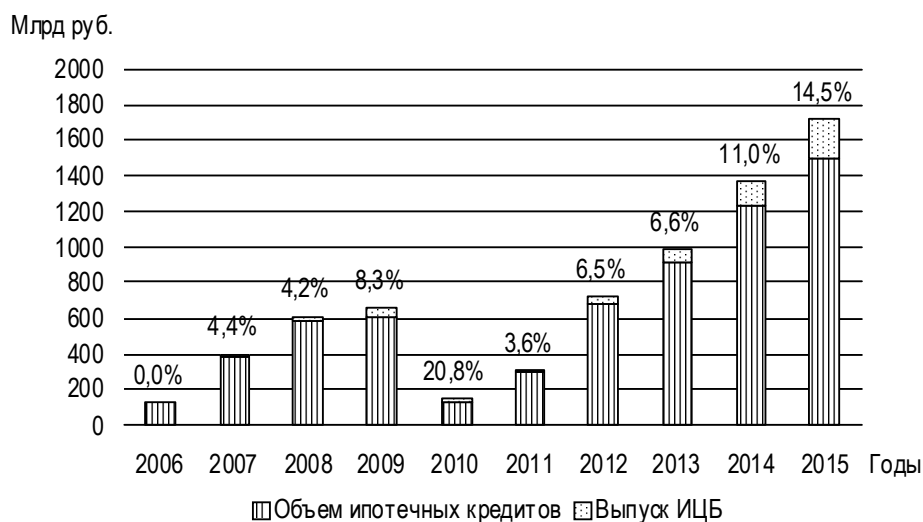


Рис. 3. Отношение объема выпуска ИЦБ к объему ипотечных кредитов в России
 Источник: Энциклопедия российской секьюритизации. Москва : Сбондс.ру, 2015.

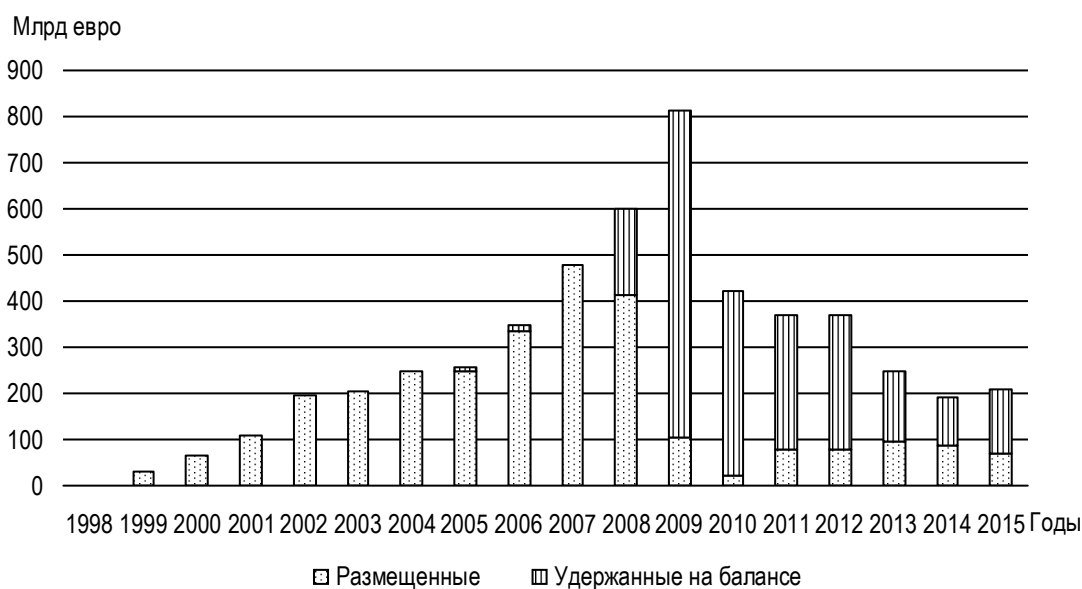


Рис. 4. Объем выпуска европейских ABS

Источник: Энциклопедия российской секьюритизации. Москва : Сбондс.ру, 2015.

витие рынка секьюритизации в России и лишает банки альтернативного источника финансовых ресурсов. Определенную проблему составляет и инвесторская база, в которую входят в основном резиденты. Круг потенциальных инвесторов только начал формироваться в России, и он нуждается в существенной поддержке. Наблюдающаяся в текущий период рецессия в экономике России не позволяет рассчитывать на значительный рост активности частных инвесторов. В этой связи наилучшими вариантами по-прежнему остаются операции РЕПО в банке России, а также покупка ипотечных ценных бумаг ведущими оригинаторами, такими как ВЭБ и АИЖК.

Положение ВЭБ как основного инвестора в настоящее время является не очень стабильным, так как он отказался от инвестиций в ипотечные активы, что не лучшим образом сказывается на развитии рынка ипотечных ценных бумаг в российской экономике. Альтернативными организациями, которые могут заменить ВЭБ, могли бы стать негосударственные пенсионные фонды. Однако перманентная пенсионная реформа, связанная с замораживанием перевода накоплений в фонды, ставящая под сомнение существование самих накоплений, вызывает большие вопросы относительно возможности такой замены. В настоящее время доля негосу-

дарственных пенсионных фондов как институциональных инвесторов превышает 80%, поэтому отказ от накопительной части пенсии может иметь значительные негативные последствия для инвестиционного потенциала и в целом для экономического роста.

В настоящее время, в период стагнации и рецессии, основным фактором выживания рынка секьюритизации может стать государственная поддержка посредством программы АИЖК¹⁴. В 2015 г. российским правительством была разработана концепция создания единого института развития жилищного строительства и ипотеки путем объединения АИЖК и фонда содействия развитию жилищного строительства. Данный институт призван стимулировать кредитование строительства жилья и развития производственной и коммунальной инфраструктуры, а также организацию капитального ремонта. Кроме того, планируется в рамках этого агрегированного института создать кредитную организацию, которая будет кредитоваться в ЦБ РФ. Тем не менее, ряд аналитиков полагают, что из института рынка АИЖК способен превратиться в институт строительства жилья экономкласса. В связи с этим существует потенциальная опасность ликвидации одного из эффективных институтов развития рынка секьюритизации.

До недавнего времени АИЖК проводило контрциклическую политику, основанную на поддержке в период рецессии небольших предприятий, что очень важно для сохранения и воспроизводства конкурентной среды. В российской экономике отсутствует развитая финансовая инфраструктура, что становится серьезным препятствием для всего финансового сектора, и в частности для рынка секьюритизации¹⁵. Отдельные элементы такой инфраструктуры можно создать в относительно сжатые сроки, другие компоненты требуют достаточно длительного времени. В настоящий период большинство требований Банка России основано на международных рейтингах трех агентств. Одним из ключевых инфраструктурных институтов процесса секьюритизации является ипотечный агент, а также управляющая компания. На российском рынке таких компаний мало. Международные же компании (например,

TMF) под влиянием санкций отказывают в регистрации SPV для оригинаторов - госбанков. Вышеизложенная проблема относится к российскому финансовому сектору в целом, но в сфере секьюритизации имеет свою специфику. Если анализировать перспективу развития секьюритизации, то это достаточно тяжело, так как общая рыночная конъюнктура весьма неопределенна. Одной из вероятных тенденций может стать кредитное сжатие, способствующее обострению проблем с фондированием, особенно у тех банков, которые не вошли в программу государственной поддержки. При этом развитие рынка ипотечного кредитования в условиях кризиса будет во многом зависеть от государственной поддержки. В текущей ситуации в условиях секвестирования государственных расходов вряд ли поддержка системы рефинансирования через рынок ИЦБ войдет в число приоритетных направлений. Еще одним важным источником государственной поддержки рынка может стать ЦБ РФ с его переориентацией на фондирование рынка секьюритизации. Дальнейшее развитие национального рынка ипотечных ценных бумаг будет зависеть от функционирования негосударственных пенсионных фондов, в которые уже более 27 млн чел. перевели свои средства.

В целом, если говорить о результатах развития секьюритизации в мировой экономике, то можно отметить следующее:

- ♦ для большинства ипотечных кредиторов выпуск ипотечных ценных бумаг является стандартным механизмом фондирования;

- ♦ различается техника использования секьюритизации, некоторые агенты становятся постоянными участниками государственных программ;

- ♦ значительно расширился круг оригинаторов, где основную роль стали играть государственные программы, в которых могут принимать участие не очень крупные кредитные организации;

- ♦ расширяется инфраструктура рынка секьюритизации, что способствует снижению транзакционных издержек и повышению эффективности компании;

- ♦ существенно выросло и число потенциальных участников рынка секьюритиза-

ции, активными агентами становятся негосударственные пенсионные фонды, управляющие и инвестиционные компании.

¹ *Haaranen T., Nisar T.M.* Innovative ways of raising funds and adding value: A stakeholder approach to whole business securitization // *Business Horizons*. 2011. Vol. 54, Issue 5, P. 457-466.

² *Nadault T.N., Sherlund S.M.* The impact of securitization on the expansion of subprime credit // *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 107, Issue 2. P. 454-476.

³ *Bonaccorsi di Patti E., Sette E.* Did the securitization market freeze affect bank lending during the financial crisis? Evidence from a credit register? // *Journal of Financial Intermediation*. 2016. Vol. 25. P. 54-76.

⁴ *Cerasi V., Rochet J.-C.* Rethinking the regulatory treatment of securitization. // *Journal of Financial Stability*. 2016. Vol. 10. P. 20-31.

⁵ *Chatterjee S., Eyigungor B.* A quantitative analysis of the U.S. housing and mortgage markets and the foreclosure crisis // *Review of Economic Dynamics*. 2015. Vol. 18, Issue 2. P. 165-184.

⁶ *Yu L., Hu X.-W., Guo K.* The Study of the Development of Chinese Stock Market Based on Factor Analysis // *Procedia Computer Science*. 2015. Vol. 55. P. 422-430.

⁷ *Hwang S., Park M., Lee H.-S.* Dynamic analysis of the effects of mortgage-lending policies in a real

estate market // *Mathematical and Computer Modelling*. 2013. Vol. 57, Issues 9-10. P. 2106-2120.

⁸ *Agarwal S., Chang Y., Yavas A.* Adverse selection in mortgage securitization // *Journal of Financial Economics*. 2012. Vol. 105, Issue 3. P. 640-660.

⁹ *Aktup R.E.* Empirical dynamics of emerging financial markets during the global mortgage crisis. // *Borsa Istanbul Review*. 2015. Vol. 15, Issue 1. P. 17-36.

¹⁰ *Сучков А.* Итоги и перспективы развития рынка ипотечной секьюритизации в России // *Энциклопедия российской секьюритизации*. Москва : Сбондс.ру, 2015. С. 49-54.

¹¹ *Farruggio C., Uhde A.* Determinants of loan securitization in European banking // *Journal of Banking & Finance*. 2015. Vol. 56, P. 12-27.

¹² *Скрипкин Д.* Обзор рынка секьюритизации в Европе // *Энциклопедия российской секьюритизации*. Москва : Сбондс.ру, 2015. С. 22-25.

¹³ *Sedunov J.* What is the systemic risk exposure of financial institutions? // *Journal of Financial Stability*. 2016. Vol. 24. P. 71-87.

¹⁴ *Штырова И.* Инфраструктура АИЖК как фактор повышения эффективности и стабильности на ипотечном рынке // *Энциклопедия российской секьюритизации*. Москва : Сбондс.ру, 2015. С. 146-151.

¹⁵ *Дамбраускас С.* Секьюритизация в современных экономических условиях // *Энциклопедия российской секьюритизации*. Москва : Сбондс.ру, 2015. С. 10-16.

Поступила в редакцию 24.08.2016 г.