

**Рубрика: Мировая экономика**

УДК 339.727

## **ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: РАЗВИТИЕ ЗА РУБЕЖОМ И РОССИЙСКИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ**

**Валл Федор Викторович**  
бакалавр

*Владивостокский государственный университет экономики и сервиса  
Россия. Владивосток*

*Ипотечные ценные бумаги играют особую роль в мировой экономике. Как часть процесса секьюритизации, их выпуск позволяет банкам расширять кредитные возможности, а также хеджировать кредитные риски. Однако они же представляют и серьезную угрозу, способную привести к масштабным негативным последствиям в рамках не только одной страны, но и целого мира.*

**Ключевые слова и словосочетания:** *ипотечные ценные бумаги, секьюритизация, кредитные возможности, кредитный риск, кризис.*

## **MORTGAGE-BACKED SECURITIES: OVERSEAS DEVELOPMENT AND RUSSIA'S PROSPECTS**

*Mortgage-backed securities play a special role in the world economy. As a part of securitization the issuance allows banks to enhance credit facilities and hedge credit risks. However, they also constitute a threat that could lead to widespread negative implications for not only one country but for the entire world.*

**Keywords:** *mortgage-backed securities, securitization, credit facilities, credit risk, crisis.*

Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) занимают особое место не только в секьюритизации активов, но и в экономике в целом. Они всегда имели высокую долю в структуре выпуска и обращения секьюритизированных ценных бумаг (90% выпуска в США – 2016) [6], тем самым оказывая огромное влияние на весь рынок секьюритизируемых инструментов и в общем на экономику. Появившись в 80-е годы XX века, ипотечные ценные бумаги в условиях реальной секьюритизации позволяли банкам выдавать больше кредитов, при этом формально соблюдая требования Базельского соглашения относительно достаточности капитала. Однако в 2008 году случился «перегрев» рынка ИЦБ, что будет показано в дальнейшем. Таким образом, безопасность применения секьюритизации была поставлена под сомнение, что потребовало разработки дополнительных мер по защите финансовой системы от возможного кризиса.

Для начала необходимо определить, какие разновидности ипотечных ценных бумаг существуют. В целях исследования будет взят рынок США, как самый развитый и наиболее показательный. Изначально ипотечные ценные бумаги можно поделить на ИЦБ, выпускаемые государственными ипотечными агентствами (Agency), и ИЦБ, выпускаемые частными организациями (Non-Agency). Агентские ИЦБ, в свою очередь, делятся на Agency MBS и Agency CMO. Agency MBS – однотраншевые ИЦБ, по которым риск дефолта заемщика полностью принимают на себя государственные ипотечные агентства США (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae). Agency CMO – многотраншевые ИЦБ, включающие в себя транши с различным уровнем риска. Частные ИЦБ делятся на RMBS и CMBS. RMBS

– ИЦБ, которые обеспечиваются жилищной ипотекой, а CMBS – ИЦБ, обеспеченные коммерческой ипотекой, соответственно (рис. 1).

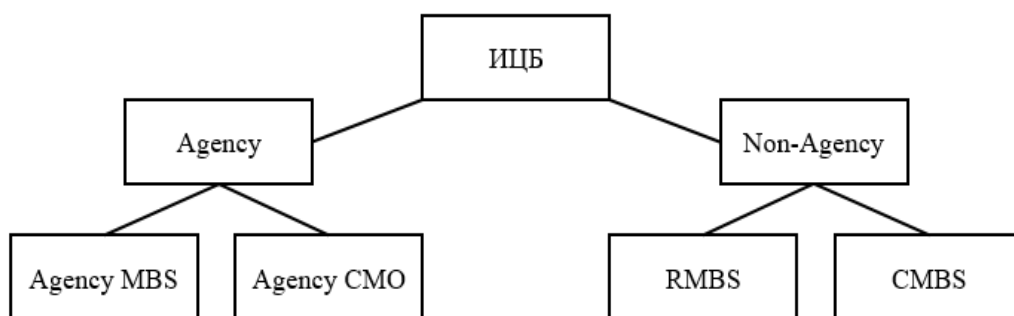


Рис. 1. Классификация ипотечных ценных бумаг на рынке США [1]

Всю историю рынка ипотечных ценных бумаг можно разделить на 2 периода, которые формируют один цикл. Первый период (80-е годы XX века - 2008) характеризуется активным развитием. Выпуск всех видов ИЦБ (рис. 2) в это время испытывал рост. Причем доля агентских ценных бумаг явно преобладала до 2005, что объясняется более приемлемыми для инвестора рисками.

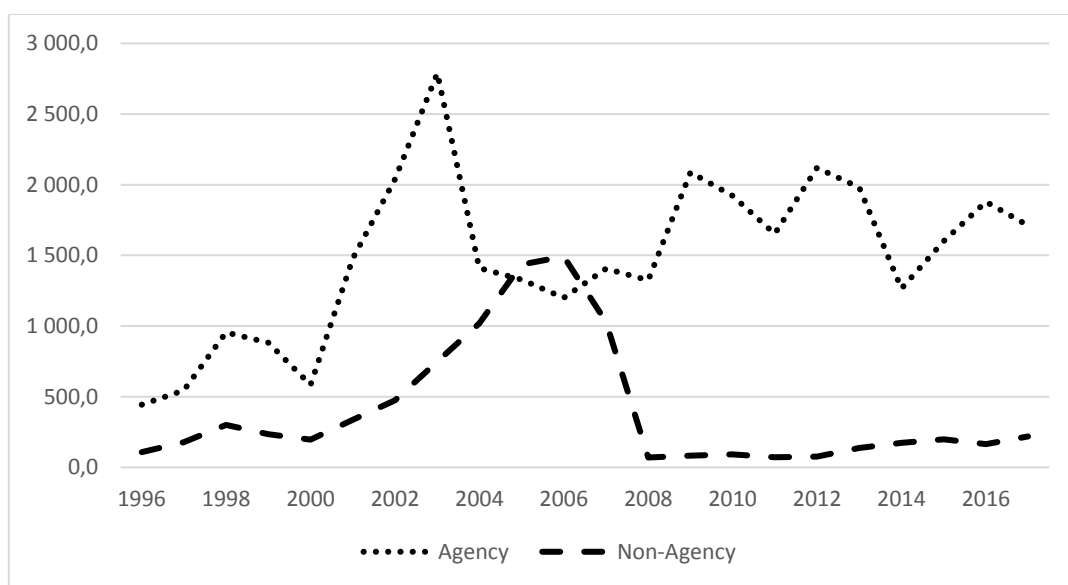


Рис. 2. Выпуск ипотечных ценных бумаг в США, млрд долл.  
Источник: составлено автором по [5]

Однако в 2005 году коммерческие банки выпустили ипотечных ценных бумаг на рекордную сумму в 1434,3 млрд долл., которая в 2006 увеличилась еще на 57,5 млрд долл. Данный факт свидетельствует о пике спроса на ИЦБ, одной из причин которого является высокая оценка бумаг со стороны ключевых рейтинговых агентств (Moody's, Standard & Poor's). При этом банки, стремясь максимизировать прибыль и избавиться от рисков, уделяли недостаточное внимание кредитному рейтингу заемщика, в результате чего доля субстандартных кредитов, под которые выпускались ценные бумаги, резко возросла. Поэтому в сторону рейтинговых агентств до сих пор высказывается критика в плане неадекватной оценки рисков по ипотечным ценным бумагам.

В 2008 году рынок ИЦБ, выпускаемых частными организациями, рухнул. Несмотря на это, эмиссия агентских бумаг продолжилась, а ее объемы в первые годы после кризиса даже увеличились, что можно объяснить сохранением благодаря гарантиям выплат со

стороны государства инвестиционной привлекательности. При этом в будущем продолжил расти объем находящихся в обращении ценных бумаг государственных агентств (рис. 3).

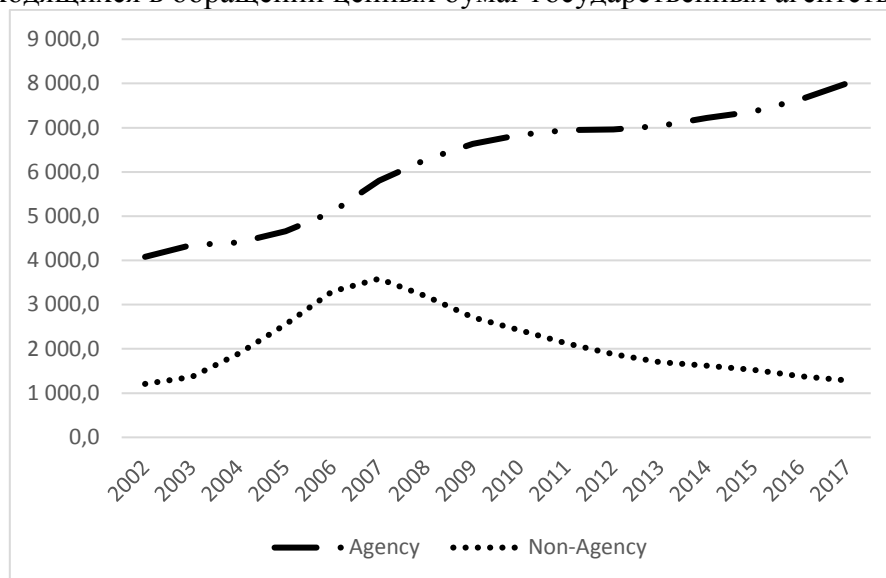


Рис. 3. Объем обращающихся на рынке США ипотечных ценных бумаг, млрд долл.  
Источник: составлено автором по [5]

Второй период (2008 – н.в.) характеризуется спадом активности в результате мирового финансово-экономического кризиса, что не в полной мере отражается на графике объема выпуска ИЦБ. Тем не менее, из рисунка 3 становится ясно, что объем обращающихся частных ИЦБ сокращается. Более того, ежедневный объем торгов по всем ипотечным ценным бумагам в 2017 снизился на 27,3% по сравнению с 2012 (табл. 1).

Таблица 1

#### Ежедневный объем торгов ипотечными ценными бумагами на рынке США

Год	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Объем торгов ИЦБ, млн долл./день	295592,66	238443,83	194544,39	198009,55	215733,05	214929,2

Источник: составлено автором по [7]

Как было упомянуто ранее, по мере развития ипотечной секьюритизации рейтинг заемщика стал далеко не самым важным параметром при выдаче займа банками. Поэтому они выдавали ипотечные кредиты, не предъявляя серьезных требований. Ввиду этого появлялось все больше людей, не обладающих серьезным капиталом, но желающих заработать на росте цены недвижимости, что только подтолкнуло рост объемов субстандартного кредитования при условии, что рейтинг ценных бумаг, обеспеченных такими кредитами, чаще всего был на уровне AAA. В итоге, позже рейтинговые агентства были вынуждены понизить рейтинг ранее «идеальных» инвестиционных инструментов (табл. 2).

Таблица 2

#### Объем находящихся в обращении в 2017 году ИЦБ США по рейтингу, млрд долл.

Рейтинг	CMBS	RMBS	Итого

Aaa\AAA - A\A	357	98,8	455,8
Baa\BBB - B\B	65	105,1	170,1
Saa\CCC и ниже	26,9	382,2	409,1
Нет данных	58,9	196,1	254,9
Итого	507,7	782,2	1289,9

Источник: составлено автором по [5]

Таким образом, по состоянию на 2017 год, пониженные в рейтинге ипотечные ценные бумаги обладают весомой долей среди остальных, причем формируют ее ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой. Однако судить о качестве эмитируемых в настоящее время ИЦБ стоит по отчетам Ассоциации участников фондового и других финансовых рынков, в которых заметна преобладающая доля высокорейтинговых (Aaa\AAA) ипотечных ценных бумаг [6].

После мирового финансово-экономического кризиса в целях снижения долгосрочных ставок ФРС США с 2009 года осуществляла покупку ИЦБ, быстрыми темпами наращивая их долю в балансе. Но в 1 квартале 2018 произошли значимые изменения. Как видно из графика объема ИЦБ на балансе (рис. 4), в 2017 серьезного прироста (за исключением 1 квартала) не наблюдалось, а в начале 2018 ФРС ввиду восстановления роста экономики начала осуществлять частичные продажи. В случае продолжения данной тенденции рынок ипотечных ценных бумаг, вероятно, войдет в новую стадию своего развития.

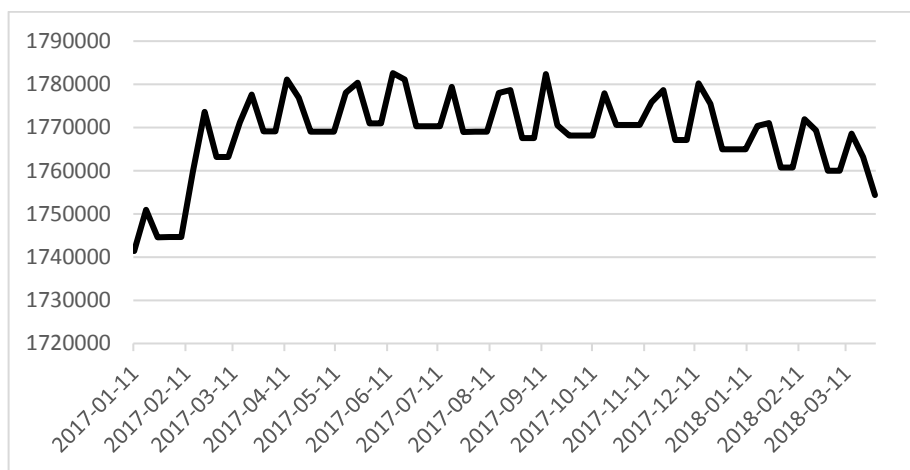


Рис. 4. Объем ипотечных ценных бумаг на балансе ФРС, млн долл.

Источник: составлено автором по [4]

Развитие ипотечных ценных бумаг за рубежом – сложный и неоднозначный процесс. Однако используя зарубежный опыт, можно сделать важный вывод о рисках и возможностях как ИЦБ, так и секьюритизации в целом. Для России развитие рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотечными займами, – возможность создания выгодных условий ипотечного кредитования. Так, за счет выпуска ИЦБ ставки по ипотеке будут постепенно снижаться. Стоит отметить, что в 2017 году наблюдается положительная динамика роста

объемов сделок по секьюритизации ипотечных кредитов (рис. 5), хотя уровень 2014 года пока не достигнут, а крупный объем в 2017 был в основном обеспечен двумя сделками по выпуску от ВТБ и Сбербанка.

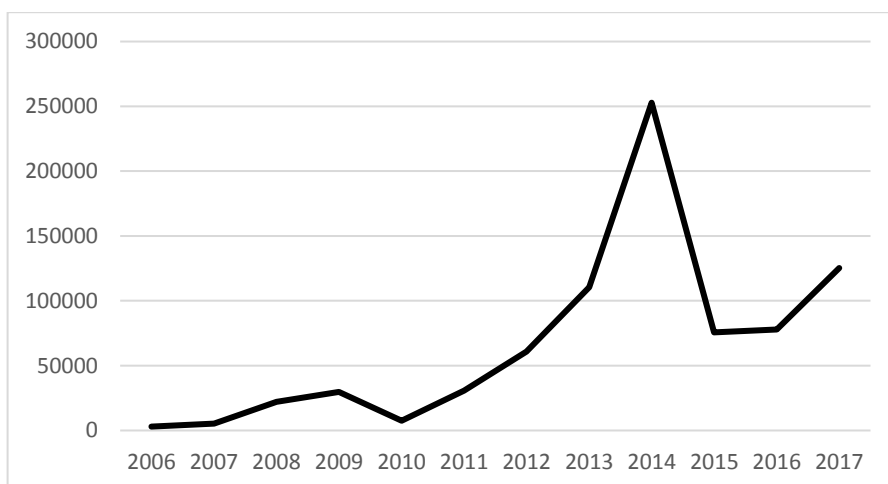


Рис. 5. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России, млн руб.  
Источник: составлено автором по [2]

Также, в процессе секьюритизации очень важно правильно оценивать риски и присваивать ценным бумагам рейтинг, отражающий реальную ситуацию. В таблице 3 представлено сопоставление некоторых кредитных рейтингов крупнейших международных и отечественных рейтинговых агентств.

Таблица 3

**Сопоставление некоторых кредитных рейтингов различных агентств**

S&P	Fitch Ratings	Moody's	Эксперт РА	АКРА	Частота дефолтов
BBB- и выше	Baa3 и выше	Baa3 и выше	ruAAA	AAA(RU)	0%-0,3%
BB+	BB+	Ba1	ruAA+, ruAA	AA+(RU), AA(RU)	0,3%-0,5%
BB	BB	Ba2	ruAA-, ruA+	AA-(RU), A+(RU)	0,5%-1%
BB-	BB-	Ba3	ruA, ruA-	A(RU), A-(RU)	1%-2%

Источник: составлено автором по [3]

Как можно заметить, требования международных рейтинговых агентств гораздо выше отечественных. Таким образом, для правильной оценки рисков по ипотечным ценным бумагам российским агентствам необходимо убедиться, что рейтинговые оценки и частота дефолтов соответствуют друг другу. В противном случае инвесторы будут вынуждены

брать на себя повышенный риск, что окажет негативное влияние на спрос на данные ценные бумаги.

Анализируя приведенные выше данные, можно сделать вывод о том, что ипотечная секьюритизация в России не получила широкого распространения. Тем не менее, отвергать или недооценивать данную финансовую технику не стоит, т.к. в перспективе она может улучшить условия ипотечного кредитования в стране путем снижения процентных ставок, а также поддержать ликвидность российского рынка ценных бумаг.

---

1. Рынок ИЦБ в США. Инвесторы и структура [Электронный ресурс] // ДОМ.РФ. – Режим доступа: <https://дом.рф/wp-content/uploads/2016/11/Рынок-ИТСБ-ССША.pdf>

2. Сделки секьюритизации ипотечных кредитов [Электронный ресурс] // Ипотека в России. – Режим доступа: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/)

3. Сценарии для проведения негосударственными пенсионными фондами стресс тестирования в соответствии с Указанием Банка России от 4 июля 2016 г. N 4060-У [Электронный ресурс] // ЦБ РФ. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/Scen\\_NPF.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/Scen_NPF.pdf)

4. Securities held outright: mortgage-backed securities [Electronic resources] // FRED. – URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WSHOMCB#0>

5. US mortgage-related issuance and outstanding [Electronic resources] // SIFMA. – URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-related-issuance-and-outstanding/>

6. US securitization 2016 year in review [Electronic resources] // SIFMA. – URL: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/05/us-securitization-2016-year-in-review.pdf>

7. US SF trading volume [Electronic resources] // SIFMA. – URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-sf-trading-volume/>