Тураев Т.Э., Трегуб А.В.

Ипотечные облигации на финансовом рынке: оценка влияния на отечественную экономику

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
(Россия, Москва)*

doi: 10.18411/lj-10-2019-195

idsp: ljjournal-10-2019-195

Abstract

The article describes mortgage-backed securities, bonds, as well as how the increased use of these financial instruments in the past few years has affected the Russian economy. In 2017 and 2019 introduction of two packages of amendments to the legislation on the activities of developers led to the emergence of barriers to access this market, however, it made it easier to provide protection from unscrupulous suppliers of construction services, protect citizens from fraud, reduce the number of “long-term construction”, but most importantly, improving the quality of mortgage-backed securities in the financial market, which involves not only construction industry, but also banking and exchange sectors.

Keywords: mortgage-backed securities, mortgage-backed bonds, developers, construction industry, macroeconomics.

Российский рынок жилищного кредитования продолжает расти ежегодно, при этом размер ставки по ипотеке сокращается, делая жилье более доступным для населения. С одной стороны, это позволяет снизить социальную напряженность, примерно уравнивая средний уровень жизни населения и сокращая разницу в благах, доступных людям с высоким и средним достатком, и тех, что доступны людям с низким достатком, при этом применяются различные финансовые инструменты, задействующие большое количество агентов, что заставляет активнее и эффективнее работать отечественную финансовую и денежно-кредитную системы. С другой стороны, при отсутствии должного контроля за состоянием и работой этих систем (речь в нашем случае идет о рынке ипотечного жилищного кредитования, о рынке ипотечных ценных бумаг и др.), может наступить коллапс - такой, какой в свое время привел к кризису в Японии и ее так называемому Потерянному десятилетию, который привел к мировому финансово-экономическому кризису в 2008-2009 гг., начавшийся в США.

Развитие рынка ипотечных ценных бумаг и системы ипотечного кредитования стало наиболее активно развиваться после «рублевого» кризиса 2014 г.: как законодатель, так и финансовые агенты принимают активное участие в создании такой системы, которая позволила бы одновременно обеспечить стабильный денежный поток для банков, выдающих кредиты, и одновременно не допустить убыточности рынка ипотечного кредитования. Как правило, в таких случаях применяются уже используемые западными странами модели и видоизменяются в зависимости от отдельных особенностей рынка, но в России ни одна из западных моделей не прижилась, что приводит к однозначному выводу – используя негативный и положительный опыт в некоторых аспектах, необходимо придумывать свой собственный план развития рынка недвижимости. Этот рынок оказывает значительное влияние не только на социальную составляющую, он способен стать одновременно и драйвером роста, и причиной экономического кризиса, поскольку строительство, требуя значительных капитальных вложений, обеспечивает большой объем доходов, а значит, и налоговых, и бюджетных отчислений. Отрасль строительства – одна из немногих, способная привлечь даже самых консервативных инвесторов, активизируя движение денежной массы, задействуя даже те средства, которые хранятся в домашних копилках.

Существует четыре основные формы приобретения жилья: покупка готового жилья сразу за полную стоимость, путем банковского ипотечного кредита,

потребительского жилищного кредита, с использованием участия в жилищных накопительных кооперативах, долевого участия в строительстве и коммандитного товарищества, а также жилищные субсидии, государственные жилищные сертификаты [7]. Интересно, что с развитием финансово-экономических отношений в России могут встречаться и сочетания способов приобретения. Например, благодаря изменениям, принятым в 2017 и в 2019 гг., участие в долевом строительстве может осуществляться и на условиях ипотеки – в этом случае банк условно размещает средства на эскроу-счете застройщика, одновременно имея возможность распоряжаться ими в других целях.

Согласно положениям Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)», суть ипотеки сводится к договорным обязательствам залогодателя и залогодержателя: залогодержатель (кредитор) предоставляет залогодержателю (заемщику) денежные средства под залог недвижимости. Таким образом, ипотека – это отношения между кредитором и заемщиком по поводу денежной суммы определенного договором размера, основанные на платности, своевременности и возвратности.

Логично, что учитывая общую стоимость всех объектов недвижимости, приобретаемых в кредит, появляется необходимость в задействовании используемых для этого средств в любых других объектах для предотвращения застоя денежной массы и девальвации денежной единицы – так в мировой практике появился рынок ипотечных ценных бумаг [5, с. 335]. В данной статье рассматриваются ипотечные облигации, приобретшие значительную популярность на отечественном финансовом рынке в течение последних нескольких лет. Основными участниками отношений на этом рынке являются банк-оригинатор, держащий ипотеку или портфель ипотек. Поскольку банки не могут напрямую участвовать в деятельности на рынке ценных бумаг, необходим ипотечный агент, предметом деятельности которого является приобретение требований, обеспеченных ипотекой или залогом прав требования участника долевого строительства, или закладных (секьюритизированных) для дальнейшего осуществления эмиссии облигаций с ипотечным покрытием [5, с. 340]. На сегодняшний день ипотечным агентом чаще всего выступает Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК или Дом.РФ).

Облигация с ипотечным покрытием – финансовый инструмент, которым в последние два года особенно активно пользовались на рынке ИЦБ, – долговая бумага, обязательства по которой обеспечены залогом ипотечного покрытия [3, с. 15]. Таким образом, если залогом ипотечного кредита является недвижимость, то для облигации залог – это сумма, которую клиент по договору должен выплатить банку. Обычно на рынок выпускается объем облигаций, равный 80% суммы стоимости залогового имущества.

На рисунке 1 представлена динамика изменения количества и объема предоставленных ИЖК за последние четыре года.

Рисунок 1. Количество и объем ИЖК выданных (2014-2018 гг.) [6]

Анализ данных позволяет сделать вывод о наличии положительной динамики: с 2014 года количество выданных ИЖК выросло на 32%, а их объем - на 51%, при этом средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам сократилась на 2,33%. Иными словами, в 2018 году сформировалась денежная масса в 2 трлн рублей, которую нужно заставить "работать", до этого объем предоставляемых ИЖК ежегодно составлял от 1,2 до 1,7 трлн рублей, и эти средства также должны работать.

На рисунке 2 представлена динамика изменения объемов отечественного ипотечного портфеля на рынке ценных бумаг.

Рисунок 2. Объем ипотечного портфеля в 2006-2018 гг., млрд руб. [4]

Данные, представленные на рисунке, показывают несомненный рост в 26,4 раза по сравнению с началом рассматриваемого периода, что подтверждает наше предположение о том, что на сегодняшний день ведется политика развития финансовых инструментов, способствующих активизации инвестиционной деятельности в отрасли строительства. Несмотря на то, что недвижимость не является высоколиквидным активом ввиду высокой стоимости и длительности предполагаемой продажи одной единицы такого блага, они обладают высокой степенью надежности, что и обуславливает резкий скачок в 2014-2015 гг., связанный с девальвацией рубля и активизацией инвестиций населения в недвижимость.

Основным риском ипотечных облигаций является досрочное погашение ипотеки человеком, взявшим ипотеку, и чей кредит вошел в ипотечный портфель банка, а следовательно, и ипотечного агента. На рисунке 3 представлено, как изменялась сумма погашенных ИЖК в 2018-2019 гг.

Рисунок 3. Объем досрочно погашенных ИЖК в 2018-2019 гг., млн руб. [6]

В 2018 году были погашены ИЖК объемом в 331 млрд рублей, т. е. примерно 16% от общего объема ИЖК, выданных в том же году. Учитывая, что обычно в портфель входят около 80% стоимости залогового имущества, можно сделать вывод, что отечественные ипотечные облигации относительно надежны, поскольку сумма досрочного погашения меньше 20% общего объема выданных ИЖК. Правило 80/20 в расчете объема облигаций применяется во избежание повторения судьбы американских ипотечных агентов Фредди Мак и Фэнни Мэй, которые, однако, продолжают существовать по сей день с введением некоторых поправок в деятельность и структуру ипотечного портфеля. Таким образом, основной проблемой или риском рынка ипотечных облигаций может быть не только досрочное погашение, но и чрезмерная выдача субстандартных кредитов (кредитов без первоначальных взносов на основании прогноза о постоянном росте цен на недвижимость).

На наш взгляд, снижение уровня риска возможно при использовании многотраншевой секьюритизации – модели, в которой один портфель разбивается на несколько классов облигаций, что обеспечит повышение кредитного качества таких ценных бумаг, а также позволит использовать индивидуальный подход к измерению риска для каждой конкретной сделки. В этом случае младший транш – своеобразная подушка безопасности, поглощающая убытки каждого общего выпуска [4]. Здесь имеется и системное преимущество: если при выпуске фабричных, или однотраншевых облигаций, из продажи условных 10 млрд руб. залладных банком-оригинатором, все 10 млрд выпускает ипотечный агент незащищенным траншем, то в случае с многотраншевыми те же условные 10 млрд руб. распределяются между банком оригинатором (выпускает младший транш - плюс-минус 1 млрд руб или 10%) и ипотечным агентом (оставшиеся 90% портфеля). Таким образом обеспечивается не только повышение качества ИЦБ, но и качества работы банков, поскольку они несут ответственность за младшие – субординированные кредиты, а значит, не допускают перекредитования населения и внедрения «кредитной иглы». Одновременно это позволяет и снизить риск досрочного погашения, поскольку люди с субординированными кредитами получают ипотеку на более долгий срок, хоть, возможно и по меньшему проценту.

Тем не менее, однотраншевые облигации будут продолжать выпускаться, поскольку по целевым показателям национального проекта «Жилье и городская среда» ипотечный портфель должен вырасти с 6 до 17 трлн руб., а это проще всего осуществить путем выпуска фабричных ИЦБ. Тем не менее, целевой показатель – некий идеал, и при рациональном использовании доступных средств можно было бы достичь существенного роста и многотраншевыми облигациями, которые за счет высокого качества могли бы быть востребованы и на мировых рынках, что обеспечило бы рост маржи и, соответственно, позволило бы натурально снижать ставку по ИЖК, а также положительно сказалось бы на бюджетных поступлениях, в то время как в выпуске однотраншевых облигаций вся нагрузка в случае дефолта ложится на федеральный бюджет – в этом случае теряется весь смысл запуска такого финансового инструмента.

Нужно также учитывать, что непосредственно строительная отрасль также претерпела существенные изменения. В Федеральный закон от 30.12.2004 №214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектах недвижимости» (далее – 214-ФЗ) были внесены значительные изменения, вступившие в силу 1 июля 2018 года.

Суть принятых изменений сводится к двум основным блокам правил в сфере долевого строительства. Первый блок – финансовый, в рамках которого компаниям запрещено совершать сделки, которые не связаны с привлечением средств дольщиков, а размер их собственных денежных средств в структуре капитала должен быть не менее 10% от проектной стоимости объектов. Таким образом, введение финансового блока

изменений приводит к усилению контроля над денежными потоками строительных компаний со стороны кредитных организаций и органов финансового контроля.

Второй блок изменений – административный, в рамках которого увеличивается количество требований к строительным организациям, и, в частности, к количеству разрешительной документации, а также к стажу застройщика в строительстве многоквартирных домов (не менее трех лет и более 10000 кв. м). Устроены также правила выдачи разрешений на строительство, согласно которым строить несколько домов по одному разрешению можно, но одной компании выдается лишь одно разрешение.

Еще одним поворотом стало вступление в силу 1 июля 2019 года поправок в тот же 214-ФЗ, согласно которым внедряется возможность покупки квартир с помощью эскроу-счетов. Эскроу-счета предполагают возможность покупателя купить недвижимость через банк: средства зачисляются на счета финансовой организации, и могут быть получены застройщиком только после официальной сдачи объекта [8]. Такие средства могут быть использованы в качестве обеспечения для получения заемных средств, но обходятся строительным компаниям дороже в силу необходимости оплаты процентов, включаемых в сумму прочих расходов в составе отчета о финансовых результатах компаний, что приводит к уменьшению чистой прибыли [9].

На рисунке 4 представлены первые результаты перехода на систему эскроу-счетов.

Рисунок 4. Итоги перехода к эскроу-счетам по состоянию на 26 августа 2019 г. [11]

Таким образом, на рынке строительства правила игры за последние два года изменились существенным образом. Если ранее данный рынок можно было условно назвать рынком продавца, диктовавшего цены исходя из себестоимости и необходимого порога рентабельности, имеющего возможность остановить или вовсе прекратить строительство с наименьшими для себя потерями, то теперь рынок строительства – рынок покупателя, которого государство защищает всевозможными способами. Однако, на наш взгляд, еще одним глобальным выводом может быть и другой взгляд: предпринятые изменения по улучшению качества предоставляемых услуг застройщиков предприняты для увеличения рейтинга качества ипотечных облигаций и соответствующего развития финансового рынка в этой сфере.

Таким образом, мы можем сделать следующие выводы:

- российская финансовая система продолжает развиваться – как в направлении развития законодательства о ценных бумагах, кредитных организациях и т.д., так и в области применения финансовых

инструментов, ярким примером чему служит развитие рынка ипотечных облигаций;

- использование большого объема денежной массы, формируемой за счет ипотеки, способствует усилению движения денежной массы, обеспечивает некоторый запас ликвидности, а следовательно, надежности рубля. Более того, доходы, формируемые за счет продажи ипотечных облигаций, формируют дополнительные бюджетные поступления;
- на наш взгляд, предпочтительнее использовать многотраншевую модель продажи выпуска ипотечных облигаций на рынок ценных бумаг, поскольку она позволяет задействовать систему в целом и увеличивает их качество, т.к. эмитенты берут на себя выпуск минимум 10% портфеля, что приводит к более осмысленной выдаче субординированных кредитов, снижая риски дефолта и досрочного погашения ИЖК;
- недавно вступившие в силу изменения в законодательстве о застройщиках, хотя имеют положительный эффект сокращения количества обманутых дольщиков, стратегически связан с активизацией деятельности ипотечных агентов: повышение барьеров входа на рынок, увеличение требований к качеству предоставляемых застройщиками услуг, сокращение кредитных организаций, имеющих право давать ипотеку – все эти изменения носят глубоко системный характер. С одной стороны, они направлены на оздоровление сразу двух стратегических отраслей отечественной экономики, очистку от недобросовестных экономических агентов, а с другой – укрупнение отраслей необходимо для облегчения формирования различных финансовых инструментов и выпуска их на рынок ценных бумаг.

1. Федеральный закон от 30.12.2004 N 214-ФЗ (ред. от 27.06.2019) "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации"
2. Федеральный закон от 16.07.1998 N 102-ФЗ (ред. от 02.08.2019) "Об ипотеке (залоге недвижимости)"
3. Ипотечное кредитование жилищного стр-ва: Учеб. пос./С.А.Баронин, В.В.Бочкарев и др.; Под общ. ред. С.А.Баронина и др. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2014 - 189с.: 60х90 1/16 + (Доп. мат. znanium.com). - (ВО: Бакалавриат). (п) ISBN 978-5-16-006823-7 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/409553>
4. Развитие российского ипотечного рынка. // АКРА. М.: 2018. 65 с.
5. Рынок облигаций: Анализ и стратегии / Фабочки Ф.Д., - 2-е изд. - М.:Альпина Пабли., 2016. - 950 с.: ISBN 5-9614-0468-4 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/923727>
6. Центральный банк России. Сведения о рынке жилищного (ипотечного жилищного) кредитования в России // Статистический сборник. М.: 2018. 67 с.
7. Бондарчук О. П., Гончарова Е. С. Кредитование через выпуск ипотечных облигаций. // Аллея науки. 2017. №14. Т. 1. С. 319-323.
8. Вылегжанина Е.В., Пронина Т.С. Об эскроу-счетах в долевом строительстве // Вектор экономики. 2019. № 6 (36). С. 115.
9. Емонакова Н.А. Особенности функционирования счета эскроу // Вектор экономики. 2019. № 8 (38). С. 1.
10. Харсеева А. В. Использование ипотечных ценных бумаг в России // ASPECTUS. 2016. №4. С. 125-130.
11. Банк России. Информация о проектном финансировании: заключении кредитных договоров с застройщиками, использующими счета эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве, и счетах эскроу для расчетов по договорам участия в долевом строительстве. [Электронный ресурс] URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finansirovanie-dolevogo-stroitelstva/informaciya-o-proektnom-finansirovanii-zaklyuchenii-kreditnykh-dogovorakh-s-zastroyschikami-ispol-zuyuschimi-scheta-eskrou-dlya-raschetov/>
12. Статья «Закон о переходе застройщиков на эскроу-счета вступил в силу» // РИА «Интерфакс». [Электронный ресурс] URL: <https://www.interfax.ru/russia/667266>