

## Поведение АИЖК в условиях повышения уровня принимаемых рисков по ипотечным кредитам в России

© 2012 А.И. Пилипенко

доктор педагогических наук

Российский университет дружбы народов, г. Москва

Государственная классическая академия им. Маймонида, г. Москва

E-mail: OET2004@yandex.ru

В статье идет речь об ипотечном кредитовании, которое приобрело чрезвычайную актуальность, благодаря активному развитию рынка недвижимости, фондового рынка и новых инструментов на рынке ценных бумаг, а также вызреванию современного глобального финансового кризиса.

*Ключевые слова:* финансовая устойчивость, государственный институт развития, ипотечное кредитование, глобальный финансовый кризис, принимаемые риски по ипотечным кредитам.

Научная и практическая востребованность проблематики управления рисками в сфере ипотечного кредитования в России связана с ролью ипотечных ценных бумаг на российском финансовом рынке. Отечественным инвесторам необходимо приобрести опыт работы с новым классом инструментов, получить принципиально новые возможности управления рисками и обеспечить новый более качественный уровень рыночных отношений. Это приведет к созданию отечественной системы фондирования активов, интегрирующей как облигации государственного займа, так и ипотечные ценные бумаги в качестве основы портфелей крупнейших консервативных инвесторов и одного из важнейших факторов финансовой стабильности на отечественном рынке капитала.

Финансовый кризис 2008-2009 гг. привел к снижению количества выдаваемых ипотечных кредитов более чем в 4 раза по сравнению с 2008 г. Государственная поддержка рынка ипотечного жилищного кредитования (ИЖК), в том числе через ОАО "АИЖК", позволила в 2010-2011 гг. частично восстановить рынок ипотечных кредитов, однако выйти на предкризисный уровень показателей его состояния не удалось. Причиной тому, помимо финансового кризиса, послужили такие факторы, как отложенный спрос населения на покупку жилья, в том числе с привлечением кредитных средств, а также диспропорция в темпах роста доходов населения и цен на жилье. Так, в 2006-2008 гг. наблюдался скачкообразный рост цен на рынке жилья, особенно в инвестиционно-привлекательных регионах (номинальные среднероссийские цены на первичном рынке жилья увеличивались на 30 % в год, а на вторичном - на 39 %). В результате рост доходов населения в этот период и улучшение условий ипотечного жилищного кредитования не

приводили к повышению доступности жилья. Снижение цен на рынке жилья в 2008-2009 гг. компенсировалось ростом ставок по ипотечным кредитам из-за общей финансовой нестабильности. В результате из-за кризиса ликвидности и ограниченности механизмов рефинансирования в условиях быстрого обесценения долгосрочных ипотечных активов при росте рыночных процентных ставок многие банки-кредиторы под залог недвижимости ушли с рынка ипотеки.

В новых условиях одна из ключевых задач государственного института развития ОАО "АИЖК" состоит в снижении рисков и волатильности системы ипотечного жилищного финансирования с целью повышения доступности ипотечных кредитов, а также расширения возможностей фондирования ипотечных кредитов не только за счет средств банковских депозитов, но и путем привлечения средств инвесторов с рынка капитала<sup>1</sup>. Это нацелено на обеспечение формирования целостной системы ипотечного жилищного финансирования.

Именно в данной связи актуализируются такие направления исследования, как изучение теоретических и практических аспектов функционирования государственного института развития на рынке ипотечного кредитования в России, определение наиболее эффективных инструментов принятия рисков по ипотечным кредитам, а также разработка методик и моделей в практике ипотечного кредитования в Российской Федерации в качестве одного из главных факторов стабилизации национальной финансовой системы. Только в этом случае можно прогнозировать создание отечественной системы фондирования активов, интегрирующей как облигации государственного займа, так и ипотечные ценные бумаги в качестве основы портфелей крупнейших консервативных инвесторов и одного из важнейших факторов финан-

совой стабильности на отечественном рынке капитала.

Система ипотечного жилищного кредитования представляет собой совокупность кредитных институтов, регулирующих и обслуживающих структур, заинтересованных сторон, инструментов и элементов инфраструктуры, а также отношений между ними, обеспечивающих кредитование и выпуск ценных бумаг под залог жилой недвижимости.

Любая система формируется и совершенствуется в процессе взаимодействия с внешней средой. Связующим звеном системы ИЖК с внешней средой является рынок ипотечного кредитования.

Схематично функционирование системы ИЖК можно представить следующим образом:

- заключение кредитного договора, договора об ипотеке; передача денежных средств заемщику, получение закладной кредитором;
- заключение договора купли-продажи недвижимости, передача денежных средств продавцу, получение свидетельства на право собственности покупателем;
- линейное рефинансирование ипотечных кредитов; передача закладных первичным кредитором рефинансирующей организации в обмен на денежные средства;
- структурное рефинансирование ипотеки - формирование пулов закладных, выпуск ценных бумаг на основании сформированного пула с передачей на баланс специально созданной компании или с баланса рефинансирующей организации, получение денежных средств от инвесторов.

Все сказанное выше отражает взаимодействие основных институтов и совокупность инструментов, их опосредующих, в двухуровневой системе ипотечного кредитования. Ее специфика определяется объектом залога - недвижимым имуществом, которое существенным образом отличается от большинства потребительских благ. Помимо полезности, которую недвижимость приносит во время использования, она часто служит средством сбережения и увеличения богатства<sup>2</sup>. Таким образом, недвижимость может рассматриваться и как потребительское благо, и как финансовый актив.

Дж. Мартинес и Л.А. Маза<sup>3</sup> отмечают, что наличие потребительских свойств серьезным образом отличает недвижимость от акций или облигаций, которые никакой полезности сами по себе не приносят, а служат лишь средством сбережения. Одновременно недвижимость используется в течение довольно длительного периода времени. Это создает условия для существования развитого вторичного рынка, что отличает недви-

жимость от других реальных активов и позволяет включать ее в инвестиционный портфель. Не случайно решение о покупке недвижимости является также инвестиционным решением.

Однако при всей схожести вложения средств в недвижимость с финансовыми активами существуют значительные различия, которые делают необходимым отдельное рассмотрение рынка жилья. Так, барьер для входа на рынок коммерческой торговли жилыми помещениями довольно высок. Если сравнивать его с рынком финансовых активов, то для осуществления каждой сделки инвестору понадобятся значительные средства. Именно поэтому, как указывает Дж. Стэйн<sup>4</sup>, спрос на рынке недвижимости будет ограничен ликвидностью покупателей. Более того, для высокоэффективного рынка с неограниченными возможностями для арбитража необходимо, чтобы актив был достаточно ликвидным. Однако рынок жилья этому условию не всегда отвечает.

Кризис 2007 г. на американском рынке необеспеченных ипотечных кредитов довольно остро поставил вопрос о вызревании глобальных шоков на отдельных сегментах финансового рынка. Это объясняется тем, что интегративное взаимодействие всех его сегментов между собой превращает данные связи в идеальный передаточный механизм, транслирующий дисбалансы в другие сегменты не только национальной экономики, но и по всему глобальному экономическому пространству. В результате особенно актуальной становится проблема эффективного функционирования ипотечного рынка, ее решение устранил возможность наращивания на нем структурных дисбалансов как основы разбалансированности финансового рынка в целом. Следует учитывать, что объектом или товаром рынка ипотечного кредитования является ипотечный кредит, предоставляемый под залог недвижимости. Участники рынка недвижимости, коммерческие банки, кредитные и рефинансирующие организации, инвесторы и множество обслуживающих организаций (оценочные, страховые, риелторские компании, инвестиционные компании, организаторы выпуска ценных бумаг, биржи и прочие компании) являются непосредственными участниками рынка ипотечного кредитования в рамках той или иной модели функционирования ИЖК. Среди них особое место занимает государственный институт развития. На развитых конкурентных рынках он проводит консервативную политику поддержания надежных стандартов и предложения наилучшей котировки для первоклассных ипотечных активов с целью обеспечения минимально возможной ры-

ночной ставки для надежных ипотечных заемщиков. Высокое качество приобретаемых ипотечных активов позволяет институту развития поддерживать рейтинг на уровне суверенного и создавать возможность рыночных заимствований в значительных объемах и по низкой стоимости. Именно эти условия обеспечивают финансовую устойчивость главного институционального игрока и системы ИЖК в целом.

Для внедрения инноваций и новых продуктов с целью развития новых сегментов ипотечного рынка, а также при реализации пилотных проектов, специальных ипотечных программ и антикризисных мер институт развития и его дочерние компании руководствуются агрессивной политической риск. При этом лимитирование объемов операций с активами повышенного риска и контроль их доли в консолидированном балансе группы способствуют минимизации негативного влияния данных активов на кредитный рейтинг государственного института развития в качестве индикатора его финансовой устойчивости<sup>2</sup>.

На российском рынке ИЖК функции государственного института развития выполняет ОАО "АИЖК". К ним относятся:

- обеспечение инновационного, конкурентного и устойчивого развития системы ипотечного жилищного финансирования;
- расширение базы инвесторов и привлечение долгосрочного капитала в систему ипотечного жилищного финансирования;
- снижение рисков и волатильности системы ипотечного жилищного финансирования с целью повышения доступности ипотечных кредитов;
- распространение лучших практик в системе ипотечного жилищного финансирования через формирование стандартов рынка ипотеки;
- реализация от имени и за счет государства специальных ипотечных программ для отдельных категорий граждан.

Результативное взаимодействие государственного института развития, кредитных организаций, профессиональных игроков и инвесторов, равно как и правительства, позволяет повысить эффект от реализации контрциклических мер, нацеленных на сглаживание колебаний рынка ИЖК и поддержание его стабильности в периоды спада и депрессии. Для разработки наиболее действенных мер блокирования ценовых шоков на рынке ипотечного кредитования необходимо понимание мотивов поведения его участников в те или иные периоды макроэкономического цикла. Основными проявлениями потребительской активности выступают спрос на вновь выдаваемые ипотечные кредиты и рефинансирование существующих кредитов в периоды подъема цикла, а также уровень просроченных платежей в периоды снижения цикла, особенно вызванные кризисным состоянием экономики. В этих условиях роль ОАО "АИЖК" в качестве государственного института развития многократно возрастает: от его деятельности во многом зависит стабильность всей системы ИЖК при условии снижения вероятности дефолта заемщиков в периоды кризиса национальной экономической системы, что требует адекватного управления рисками ипотечного кредитования.

Кризис, разразившийся на рынке ипотеки США, изменил планы государства относительно роли АИЖК в системе ИЖК. Кризисное состояние российских коммерческих банков привело к тому, что заемщики оказались неспособными обслуживать долги по ипотечным кредитам, увеличилось количество дефолтов, это негативно отразилось на всей ипотечной системе. Стоимость заимствований для банков как в США, так и в других странах мира резко подскочила, разразился кризис ликвидности. Российские банки, в свою очередь, начали пересмотр условий предоставления ипотечных кредитов, а некоторые объявили о временном или полном отказе от предоставления ипотеки. Все это в очередной раз обострило проблему рефинансирования ипотечных кредитов.

Именно в таких условиях была пересмотрена роль АИЖК в сторону его возрастания в 2011–2020 гг. В долгосрочной перспективе Агентство превращается в один из главных инструментов государственной политики в сфере жилищного кредитования.

Стремясь стабилизировать ситуацию на ипотечном рынке, АИЖК уже в первом полугодии 2010 г. удерживало самую низкую ставку, задавая ориентир для ведущих игроков рынка. В результате во втором полугодии 2010 г. началось массовое снижение ставок по ипотечным кредитам. По данным за 2010 г., ставка выкупа АИЖК по стандартным кредитным продуктам (накопленным итогом с начала года) составила 11,06 %, что было значительно ниже среднего уровня ипотечных ставок по России (13,1 % - по данным Банка России на 1 января 2011 г.). То же относилось и к уровню ставки выкупа: по данным за январь - июнь 2011 г., она составила 11,19 % (12,2 % - по данным Банка России на 1 июля 2011 г.). Продолжая эту динамику, с 1 июля 2011 г. АИЖК существенно снизило ставки по всему ряду своих продуктов. Однако в 2011 г. динамика ипотечных ставок зависела, прежде всего, от уровня инфляции и действий Банка России в области монетарной политики.

Так, в первом квартале 2011 г. (28 февраля) Банк России уже повысил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта до 8 %, а индекс потребительских цен в начале марта превысил 3 %.

Единственным условием для кредитов с низким первоначальным взносом было заключение договора страхования ответственности заемщика, защищающего кредитора и заемщика от риска изменения цен на жилье. В результате, снизив ставки, Агентство установило новый ориентир для рынка, в свою очередь, позволило если не добиться ощутимого снижения ставок, то, по крайней мере, продлить период их стабилизации на достигнутом уровне. При этом АИЖК не отступало от рыночных принципов своего функционирования и поддерживало показатели финансовой устойчивости в тех пределах, которые приведены в таблице.

торых требует норматива достаточности капитала свыше 10 %.

Поддержание финансовой устойчивости Агентства предполагало такую систему управления рисками, которая строилась на внедрении в бизнес-процессы индикаторов риска и их предельных значений, а также децентрализацию части полномочий в пользу тех, кто управляет рисками реально "на местах" и является их бенефициарами - бизнес-подразделениями. Именно в их руках сосредоточивалась ответственность за принимаемые риски в рамках имеющихся компетенций и ограничений, а система премирования, отложенная во времени, базировалась на оценке экономической эффективности в длительной перспективе. При этом исполнение Агентством функций по управлению рисками должно коррели-

**Целевые показатели эффективности деятельности Агентства в 2011-2015 гг.  
по системе сбалансированных показателей**

№	Блок показателей	Целевые показатели и их целевые значения на 2011-2015 гг.
1	Финансы	1. Обеспечение ежегодной безубыточной деятельности Агентства по консолидированной отчетности в 2011-2015 гг. с целевым значением ROE по группе компаний "АИЖК" на уровне $\geq 4,5\%$ 2. Поддержание рейтинга по корпоративным облигациям АИЖК на уровне, равном рейтингу Российской Федерации или ниже не более чем на одну ступень
2	Результативность	3. Увеличение доли семей, имеющих возможность приобрести жилье, соответствующее стандартам обеспечения жилыми помещениями, с помощью собственных и заемных средств до 30 % к 2015 г. 4. Снижение спреда между стоимостью привлечения ресурсов на вторичном рынке ипотеки и средней ставкой для конечного заемщика до 3,5 % к 2015 г. 5. Увеличение доли ипотеки, финансируемой за счет выпуска ИЦБ, в общем объеме ипотеки до 50 % к 2015 г. в целом по рынку
3	Бизнес-процессы	6. Получение и поддержание рейтинга мастер-сервисера на уровне $\geq SQ 3$ в 2013-2015 гг. 7. Запуск в эксплуатацию системы электронного депозитарного учета закладных к 2015 г. 8. Достижение Агентством общей средней зрелости ИТ-процессов, рассчитанной в соответствии со стандартом CobIT 4.1, на уровне не ниже 3,3 балла к 2013 г.
4	Развитие и ресурсы	9. Снижение соотношения расходов к доходам (показатель Cost-to-income) до 15 % к 2015 г. 10. Поддержание ROI $\geq 10\%$ по портфелю коммерческих проектов Агентства в 2012-2015 гг.

*Источник.* Составлено автором на основе данных АИЖК.

Немалую роль в достижении целевых показателей эффективности АИЖК сыграла переориентация приоритетов его деятельности с рефинансирования ипотечных кредитов на принятие рисков. При этом выбор Агентства был предопределен двумя альтернативами:

- консервативная политика, предполагающая работу Агентства с активами, уровень рисков которых требует норматива достаточности капитала в пределах 10 %;

- агрессивная политика, предполагающая работу Агентства с активами, уровень рисков ко-

рваться с механизмами достижения стратегических целей компании, с повышением эффективности использования капитала, созданием и сохранением стоимости. Другими словами, фокус управления рисками смещается в пользу оптимизации уровня принимаемых рисков в соответствии с принятием риска акционерами.

В зависимости от риск-стратегии максимальная доля продукта в портфеле зависит от ожидаемой величины чистой приведенной стоимости (NPV), % от собственного капитала:

NPV	Лимит нового бизнеса, % от капитала АИЖК		
	Агрессивная риск-стратегия	Нейтральная риск-стратегия	Консервативная риск-стратегия
NPV>0	50	35	25
NPV=0	25	20	15
NPV>=-5% & NPV<0	15	10	5
NPV<-5%	10	5	0

При этом чистая приведенная стоимость рассчитывается на основе стоимости рыночного (и/или целевого) финансирования, операционных затрат и ожидаемых кредитных потерь. Количественная оценка для неапробированных продуктов имеет значительную степень погрешности и неопределенности, поэтому Агентство ограничивает объем финансирования продуктов и программ с высокой степенью риска и непредсказуемыми последствиями. Максимальный объем сокращается в зависимости от экспертной оценки кредитного риска (непредвиденных потерь) и процентного риска:

% от NPV лимита	Процентный риск		
Кредитный риск	Низкий	Средний	Высокий
Низкий	100	75	50
Средний	75	55	40
Высокий	50	40	25

Кредитный риск оценивается как высокий в случаях с крупной концентрацией позиций, зависимостью от ключевого фактора риска и/или источника исполнения обязательств, а процентный риск тем выше, чем длиннее принятое Агентством обязательство в рамках форвардных контрактов на рефинансирование продуктов и программ, а также если NPV продукта зависит от дальнейшего движения процентных ставок.

От эффективности риск-стратегии государственного института развития в качестве основного институционального участника системы ИЖК зависит стабильность обмена, распределения кредитных средств и недвижимости, служащей обеспечением по кредитам.

В настоящее время в России нет целостной системы управления рисками в масштабах всего рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). Банк России регулирует деятельность коммерческих банков посредством нормативов, которые, помимо того, что могут быть легко сфальсифицированы, не отражают реальные их возможности адекватно исполнять свои обязательства в течение некоторого обозримого периода. Качество андеррайтинга (при выдаче кредита), которое по статистике является определяющим в контексте оценки и управления кредитным риском, оставляет желать много лучшего. Это связано с тем, что этот сегмент ипотечных ценных бумаг находится за пределами внимания мегарегулятора.

Что касается конкретно сферы секьюритизации, то несистемные требования к качеству ипотечного покрытия не могут адекватно заменить деятельность рейтинговых агентств и инвестиционных банков. Другими словами, переориентация АИЖК на принятие рисков объективно обусловлена отсутствием системы эффективного управления рисками всех участников рынка ипотечного кредитования. Только эффективная деятельность государственного института развития способна переломить эту ситуацию в контексте повышения инвестиционной привлекательности ипотеки в качестве финансового

актива и снижения издержек участников рынка, включая главное действующее лицо - заемщика.

Для достижения данной цели Агентство должно варьировать свое присутствие в зависимости от цикличности экономической конъюнктуры на ипотечном рынке: ограничивать воздействие на ипотечный спрос и опосредованно стимулировать предложение через кредитование строительства жилья в периоды благоприятной ситуации; увеличивать спрос через выкуп и рефинансирование ипотечных активов и предоставление гарантий сбыта и исполнение обязательств по приобретению жилья в периоды кризисных явлений и нестабильности. В любом случае независимо от действий рыночных участников Агентство должно поддерживать оферту на приобретение ипотечных активов с эталонными параметрами принимаемых рисков.

При благоприятной конъюнктуре в активных операциях Агентства должны превалировать опционы, оферты, гарантии и поручительства на приобретение ипотечных активов на платной основе, адекватно отражающей уровень принимаемых рисков в долгосрочной перспективе:

- выкуп закладных;
- покупка ипотечных ценных бумаг;
- предоставление целевых займов;
- ипотечное страхование;
- приобретение жилья эконом-класса.

В периоды экономической нестабильности или финансовых кризисов Агентство должно

исполнять свои обязательства, связанные с проданными опционами, а также в той или иной степени реализовывать от имени и за счет государства социальные ипотечные программы.

С учетом необходимости поддержания своей финансовой стабильности АИЖК в части пассивных операций должно быть проциклическим в привлечении ресурсов на долговом рынке через размещение корпоративных облигаций и/или секьюризацию активов в периоды низкой стоимости заимствований и отказа от размещений в условиях растущей динамики на фондовом рынке. В благоприятные периоды это приведет к росту запаса ликвидности и инвестиций в кратко- и среднесрочные инструменты, а также к росту финансовых возможностей Агентства по наращиванию условных обязательств.

---

<sup>1</sup> *Войтов П.Ф.* ОАО. Особенности развития кризиса в системе ипотечного кредитования США // Экон. науки. 2011. □ 12. С. 37-48.

<sup>2</sup> *Волкова А.А.* Эластичность поведения потенциальных ипотечных заемщиков по состоянию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации // Экон. науки. 2011. □ 7. С. 306-311.

<sup>3</sup> *Martinez-Pagüs J., Maza L.A.* Analysis of house prices in Spain // Working Paper. 2003. □ 0307. Banco de España.

<sup>4</sup> *Stein J.* Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Down-Payment Effects // The Quarterly J. of Economics. 1993.

<sup>5</sup> *Кольцова Н.Ю.* Методы реструктуризации ипотечных жилищных кредитов в системе факторов финансовой стабильности // Вопр. экономики и права. 2011. □ 5.

*Поступила в редакцию 05.08.2012 г.*