

## Ипотечное кредитование и секьюритизация

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР  
ОКТАБРЬ 2007

### О компании «РУСИПОТЕКА»

Целью созданного в марте 2003 года портала Русипотека является освещение разных точек зрения на проблемы и перспективы развития в России ипотечного кредитования и секьюритизации. Мы стремимся довести до наших посетителей достоверную, актуальную, качественную информацию о состоянии ипотечного рынка. Портал, зарегистрированный как электронное СМИ, ориентирован главным образом на профессиональных участников рынка. Основные разделы портала:

[Аналитика](#) - большое количество статистических материалов по рынку ипотечного кредитования и связанными с ним рынками, в том числе подготовленных зарубежными специалистами.

[Аналитика рынка](#) - ежемесячные аналитические обзоры Русипотеки.

[Библиотека](#) - регулярно пополняемый раздел тематическими материалами зарубежных авторов.

[Все эмиссии](#) - полный список выпусков ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами.

[Рейтинги](#) - на постоянной основе публикуются данные об объемах, количестве и других показателях деятельности ипотечных банков.

[Публикации](#) и [Интервью](#) - размещаются наиболее интересные и актуальные материалы ведущих экспертов.

[Текущее состояние](#) - в этом разделе можно ознакомиться с последними изменениями на рынке и в законодательстве.

[Форум](#) - занимает особое место. Здесь заемщики могут получить консультацию непосредственно у представителей банков или ипотечных брокеров, поделиться опытом получения ипотечного кредита. Профессиональные участники рынка и эксперты обсуждают тенденции развития рынка и его инфраструктуры.

[Контактная информация](#) - по вопросам сотрудничества, размещения рекламы, участия в обзоре и рейтингах.

---

### Содержание обзора

|                                                                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Новости и события .....                                                                                                     | 2  |
| Опрос участников рынка: кризис на мировых рынках капитала, спровоцированный ипотекой subprime в США. Итоги и прогнозы ..... | 8  |
| Секьюритизация активов: выпуск ипотечных ценных бумаг КБ «МИА» .....                                                        | 28 |
| Зарубежный опыт: обзор состояния мировых рынков секьюритизации .....                                                        | 30 |
| Индексы ипотечного рынка .....                                                                                              | 35 |
| Рейтинг участников ипотечного рынка .....                                                                                   | 37 |
| Статистика .....                                                                                                            | 60 |

---



## НОВОСТИ И СОБЫТИЯ

### » Ликвидность российского банковского сектора: поддержка со стороны ЦБ РФ – позитивный фактор, однако могут потребоваться дополнительные меры

Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings опубликовало 18 октября специальный отчет, в котором отмечается, что риск рефинансирования для российских банков является умеренным в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Это обусловлено все еще умеренной долей зарубежных обязательств в составе общего фондирования сектора, а также долгосрочным характером большинства таких заимствований.

В то же время ликвидность российского банковского сектора остается уязвимой из-за слабой базы фондирования многих банков, невысокого уровня доверия на межбанковском рынке и со стороны вкладчиков, а также большого числа банков. За период, прошедший со времени вызванного проблемами с ликвидностью банковского мини-кризиса 2004 г., улучшение уровней ликвидности и качества управления ликвидностью наблюдалось в большинстве ведущих банков, однако в кредитных организациях среднего и меньшего размера изменения менее заметны.

В соответствии с базовым сценарием Fitch не ожидает дальнейшего сокращения ликвидности сектора до критических уровней в ближайшие шесть месяцев. В то же время агентство считает риски такого сокращения значительными. Данное мнение основано на существующей уязвимости ликвидности сектора, уже имеющей место более сложной ситуации с фондированием/ликвидностью и возможности дальнейших резких негативных изменений.

Fitch считает позитивным фактором широкий круг мер, предпринятых ЦБ РФ с целью поддержания ликвидности банковского сектора. Проактивная политика ЦБ РФ и механизмы рефинансирования, предоставленные банкам, являются существенными положительными моментами, отличающими ситуацию с ликвидностью в 2007 г. от той, которая имела место в 2004 г. В то же время эти меры сами по себе могут быть недостаточными, чтобы предотвратить дефолты банков в случае критического сокращения ликвидности. Активами, которые могут быть использованы в целях рефинансирования, располагают, главным образом, банки, которые с меньшей степенью вероятности будут нуждаться в поддержке ликвидности.

### » В банковской системе концентрируются опасные кредитные риски

За последние годы российский банковский сектор выполнил свою основную задачу - добился значительного роста объемов кредитования реального сектора и потребителей. Об этом, выступая на расширенном заседании Совета Ассоциации "Россия" в Санкт-Петербурге, заявил президент Ассоциации региональных банков России Анатолий Аксаков. Активы банковского сектора РФ за период с 2000 по 2007 гг. увеличились в абсолютном выражении в 8,8 раза, а показатель "активы/ВВП" вырос за этот же период с 32,9 % до 52,4 %. Собственные средства банковской системы за рассматриваемый период показали десятикратный рост в абсолютном выражении. Доля кредитов, выданных физическим лицам, включая просроченную задолженность, к ВВП на 1 января 2007 года составила 7,7 % против 0,6 % на 1 января 2000 года. Всего на 1 сентября 2007 года физическим лицам было выдано кредитов на 2,7 трлн рублей

Российский банковский сектор превратился в генератор экономического и инвестиционного роста. Вместе с тем, серьезные нарекания сохраняются к качеству предоставляемых кредитными организациями услуг. Более 70 кредитных организаций лишились лицензий по причине отмыывания доходов. Сегодня, напомнил Аксаков, много говорят о возможном будущем долгом кризисе. В банковской системе концентрируется все больше кредитных рисков, которые могут реализоваться в будущем. Проблема в том, что в России отсутствует

надежный механизм, инструмент для количественной оценки таких рисков. "Без такой оценки все наши прогнозы и предположения оказываются очень приблизительными, неточными", - подчеркнул Аксаков.

### » КБ «МИА» разместил ипотечные ценные бумаги

11 октября состоялось размещение облигаций с ипотечным покрытием КБ «МИА» (ОАО). Это первая в России балансовая секьюритизация ипотечных активов по внутреннему законодательству (ценные бумаги выпущены без создания SPV, с баланса банка). Организатором выпуска выступил ОАО «Банк Москвы», специализированным депозитарием ЗАО «Депозитарная компания «РЕГИОН». Объем выпуска облигаций, размещенных по открытой подписке на ФБ ММВБ, составил 2 млрд рублей. Ставка купонов до оферты – 9% годовых. Срок обращения облигаций – 8 лет (предусмотрена 2-летняя оферта по выкупу облигаций). Периодичность выплаты купонов – 91 день. Общий спрос в ходе аукциона составил 2,14 млрд рублей.

### » Утверждены решения о выпуске ипотечных ценных бумаг АИЖК

Акционеры ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» утвердили решения о выпуске и размещении ипотечных ценных бумаг в форме жилищных облигаций с ипотечным покрытием классов «А», «Б», и «В» на общую сумму 10 727 617 000 рублей, на следующих условиях:

1. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса «А» размещаются в количестве 9 440 000 штук номиналом 1000 рублей по открытой подписке на конкурсе в дату начала размещения.
2. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса «Б» размещаются в количестве 590 300 штук номиналом 1000 рублей по открытой подписке на конкурсе в дату начала размещения.
3. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса «В» размещаются в количестве 697 317 штук номиналом 1000 рублей по закрытой подписке. Потенциальный покупатель облигаций - ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию».

Для исполнения обязательств по облигациям установлена следующая очередность: облигации класса «А» – первая очередь, облигации класса «Б» – вторая очередь, облигации класса «В» – третья очередь. Погашение номинальной стоимости и выплата купонного дохода по облигациям осуществляется в соответствии с установленной очередностью в зависимости от исполнения заемщиками своих обязательств по закладным. Окончательный срок погашения облигаций установлен на 15 марта 2040 года.

Эмитент вправе принять решение о досрочном погашении облигаций выпусков класса «А», класса «Б» (не ранее погашения класса «А») и класса «В» (не ранее погашения класса «А» и класса «Б») не ранее даты окончания 28 купонного периода (ориентировочно через 7 лет) или после того, как непогашенная номинальная стоимость облигаций класса «А», класса «Б» и класса «В» в совокупности станет менее 13% от номинальной стоимости указанных облигаций на дату окончания размещения каждого из соответствующих выпусков, в зависимости от того, какое из событий наступит раньше.

Облигации класса «А», «Б» и «В» обеспечиваются одним ипотечным покрытием. Ипотечное покрытие составляют обеспеченные ипотекой требования, удостоверенные закладными, выданные в соответствии со Стандартами АИЖК в 62 регионах России. В состав ипотечного покрытия входит 18 861 закладная.

Эмитентом облигаций выступает ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК», созданный 10 июля 2007 года в форме закрытого акционерного общества в соответствии с требованиями Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах». Акционерами ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» являются 2 фонда, созданные в соответствии с законодательством Нидерландов. Единоличным исполнительным органом эмитента является ООО «ТМФ РУС». Совместными организаторами выпусков облигаций выступают Ситибанк и Ренессанс Капитал. Технический андеррайтер, расчетный и платежный агент – Ситибанк. Специализированным депозитарием ипотечного покрытия выступает Газпромбанк.

**» Утверждены решения о выпусках облигаций АИЖК серии А10 и А11**

Наблюдательный совет ОАО «АИЖК» утвердил решение о выпуске неконвертируемых документарных купонных облигаций на предъявителя серии А10 (размещаемых по открытой подписке в количестве 6 000 000 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая на общую сумму 6 000 000 000 рублей) и решение о выпуске неконвертируемых документарных купонных облигаций на предъявителя серии А11 (размещаемых по открытой подписки в количестве 10 000 000 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая на общую сумму 10 000 000 000 рублей). Также утвержден проспект ценных бумаг по указанным выпускам облигаций. Организаторами выпусков станут Газпромбанк и Инвестиционный банк "КИТ Финанс". Облигационные займы будут обеспечены государственными гарантиями РФ.

**» Moody's и IFC опубликовали совместный глоссарий терминов ипотеки и секьюритизации**

Международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service и Международная финансовая корпорация (IFC) сообщают о выходе в свет совместно разработанного русскоязычного "Глоссария терминов ипотечного финансирования и секьюритизации". Это первое специализированное издание отечественной терминологии для данного сегмента рынка.

**» Разработан новый принцип сбора платежей**

ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» разработало порядок взаимодействия с участниками рынка в случае отзыва лицензии у коммерческих банков, через которые могли быть осуществлены платежи по погашению взносов по ипотечным кредитам, для сохранения преемственности информации о совершенных финансовых операциях.

В соответствии с данным порядком ускоренными темпами будет развиваться новый принцип сбора платежей через уполномоченных Агентов по сбору платежей (АПОН), предусматривающий расширение возможностей заемщика по оплате ежемесячных платежей как в безналичной, так и в наличной формах, повышает скорость и качество обработки информации поступающих платежей по погашению ипотечных кредитов, обеспечивает своевременное и достоверное получение информации о состоянии кредитных дел при повышении надежности системы ипотечного кредитования России. В соответствии с данным порядком заемщик может вносить средства через любую кредитную организацию (а в перспективе, посредством платежных систем) на счета Агентства, открытые в уполномоченных банках, которые в режиме операционного дня предоставляют детализированную информацию по всем платежам ОАО «АИЖК».

**» Банки активнее продают плохие долги коллекторам**

Согласно данным отчетности коллекторского агентства "Секвойя Кредит Консолидейшн", по итогам девяти месяцев 2007 года общий объем долгов в его управлении вырос с 300 млн долл. до 750 млн долл. При этом значительно изменилась структура портфеля. Если на начало года доля выкупленных агентством долгов составляла менее 10 % от общего объема долгов в работе, то по итогам девяти месяцев – уже 27 %. К концу следующего года "Секвойя" планирует сравнять доли выкупленных и комиссионных долгов.

По словам участников рынка, бизнес на "плохих" долгах демонстрирует с каждым годом все более высокие темпы роста по сравнению с банковским. В других коллекторских агентствах аналогичная ситуация. Резкий рост доли купленных долгов в портфелях у коллекторов начался в августе.

Директор по развитию бизнеса коллекторского агентства "Пристав" Сергей Шпелтер считает, что основная причина такой тенденции в новом регулировании ЦБ порядка создания резервов по просроченным ссудам. Чтобы не начислять резервы в повышенном объеме, банки начали активно продавать "плохие" долги заемщиков. "Продавая долг с дисконтом в 90 % от его стоимости, банк официально фиксирует убыток, что позволяет ему уменьшить налогооблагаемую базу", - добавляет генеральный директор Межрегионального долгового центра Сергей Мамедов. Впрочем, участники рынка отмечают, что выкуп долгов доступен только крупным коллекторам.

**» ФРС США снизила ставку до 4,5 % годовых**

31 октября Федеральная резервная система (ФРС) США снизила базовую процентную ставку overnight на 0,25 процентного пункта, до 4,5 %. Последний раз ФРС снижала базовую процентную ставку overnight сразу на 0,5 процентного пункта - до 4,75 %, учетную ставку (discount rate) - также на 0,5 процентного пункта - до 5,25 %.

**» В Госдуму внесен законопроект о потребительском кредитовании**

15 октября заместитель председателя банковского комитета Госдумы РФ Анатолий Аксаков внес законопроект о потребительском кредитовании на рассмотрение нижней палаты парламента. По его словам, у министерства финансов есть принципиальное замечание к законопроекту. По планам министерства, законопроект должен ограничивать только деятельность кредитных организаций, а не всех организаций, занимающихся финансовой деятельностью. Законопроект предусматривает обязательное раскрытие в договоре ставки по кредиту и эффективной процентной ставки, а также срока, на который предоставляется кредит. Согласно законопроекту, банки не должны вводить потенциального заемщика в заблуждение, в частности, у него не должно складываться представления о безвозмездности получаемого кредита. Документ также запрещает рекламную рассылку кредитных карт, если соответствующего запроса не поступало лично от гражданина. Кроме того, законопроект устанавливает, что заемщик может отказаться от кредита в течение двух недель, однако при этом будет обязан выплатить банку проценты за пользование кредитом за этот срок. Законопроект также предусматривает введение уголовной ответственности за мошенничество с невозвратом кредита. Анатолий Аксаков отметил, что в законопроекте интересы кредиторов и заемщиков сбалансированы. По его мнению, профильный комитет Думы сможет рассмотреть законопроект в первом чтении в ноябре.

**» Брокеры создают федерацию**

10 октября в Москве состоялась презентация новой профессиональной общественной организации – Федерации профессиональных кредитных брокеров. Инициаторами создания ФПКБ выступили кредитные брокеры: «Кредитмарт», Независимое бюро ипотечного кредитования (НБИК) и «Фосборн Хоум». Василий Белов стал председателем совета Федерации.

**» Для дальнейшего развития ипотеки необходима эффективная система кредитных бюро**

Формирование эффективной системы кредитных бюро является принципиально важным для дальнейшего развития российского рынка ипотечного кредитования, т.к. способствует более качественному подходу к оценке рисков. Об этом на семинаре "Кредитные Бюро для Ипотечных Кредиторов" заявила заместитель руководителя Проекта IFC "Развитие первичного рынка ипотечного кредитования в России" Катерина Левитанская. На сегодняшний день в России всего функционирует 27 кредитных бюро (данные госреестра БКИ), из которых 96 % кредитных историй приходится на 5 бюро, всего накоплено 20 млн кредитных историй.

**» Понижен рейтинг банка Русский стандарт**

Fitch Ratings понизило долгосрочный рейтинг дефолта банка «Русский стандарт» с BB до BB- (прогноз — «стабильный»). Это первое понижение рейтинга российского банка с начала кризиса на долговых рынках. Пока устояли даже казахские банки: Standard & Poor's 4 октября снизило прогноз рейтингов «Тураналема» и «Евразийского» с «позитивного» до «стабильного».

Fitch объясняет свое решение «вероятным значительным и длительным снижением маржи банка, ставшим следствием ужесточения регулирования потребительского кредитования и ухудшения ситуации с фондированием, а также ростом объема просроченных кредитов с 7,9 % в 2006 г. до 14,6 % (в годовом исчислении) в первом полугодии 2007г.». В дальнейшем условия работы на рынке потребкредитования могут быть еще ужесточены, а бизнес-модель банка, предполагающая финансирование в основном на внешних рынках, может принести ему новые испытания, считают аналитики Fitch Александр Данилов и Джеймс Уотсон.



Понижение рейтинга «Русского стандарта» незначительно скажется на стоимости заимствований, а значит, на рентабельности, считает старший аналитик ИФК «Метрополь» Марк Рубинштейн: «Я не считаю это событие негативом для рынка в целом. У “Русского стандарта” уникальная ситуация из-за самой высокой доли внешних заимствований».

### » Кризиса не будет

Президент – председатель правления банка ВТБ 24 Михаил Задорнов не ожидает никакого кризиса в российской банковской системе, "даже в масштабах лета 2004 года". Одной из главных гарантий является хорошо отлаженная система страхования банковских вкладов. Сегодня у Агентства по страхованию вкладов накоплено около 60 млрд рублей и их в принципе, достаточно для того, чтобы полностью закрыть вклады в 3-4 банках. Представить ситуацию, что одновременно могут возникнуть проблемы у 4-5 крупных банков - сегодня невозможно, уверен Задорнов. Кроме того, ЦБ обладает достаточными деньгами и инструментами для поддержки банковской системы, что он и демонстрирует нам в сентябре и октябре. При этом, как считает Задорнов, размер банка никак не связан с его поведением в период банковского кризиса. Важно, как построена система рисков внутри банка.

Вместе с тем вновь открываемым банкам сейчас стартовать будет гораздо сложнее, потому что стоимость денег заметно возросла, и конкуренция усиливается с каждым годом. Основными рисками в банковской системе Михаил Задорнов считает: необходимость для ряда банков рассчитаться по займам; высокую долю просроченных задолженностей некоторых банков и растущую долю просрочки в банковской системе в целом; традиционные валютные и кредитные риски, которые могут усилиться в случае ухудшения макроэкономической ситуации. По его прогнозам, в этом году инфляция будет больше 11 %, а в следующем, может составить 9-10 %. Многое зависит от того, будет ли ЦБ и правительство реально бороться с инфляцией.

### » UBS не исключает новых потерь на ипотечных кредитах

UBS AG, крупнейший европейский банк по размеру активов, получил чистый убыток в третьем квартале впервые за почти пять лет из-за потерь, связанных с американскими ипотечными кредитами высокого риска (класса subprime), сообщило агентство Bloomberg. Чистый убыток составил 830 млн швейцарских франков (712 млн долл.) против чистой прибыли в 2,2 млрд франков за тот же период в прошлом году. Аналитики ожидали убытка в размере 683 млн франков.

Доналоговый убыток подразделения UBS по инвестбанкингу достиг 3,68 млрд франков против прибыли в 1,08 млрд франков годом ранее. Доход от операций с акциями почти не изменился, составив 1,71 млрд франков. Поступления от консалтинговых услуг по слияниям и поглощениям выросли до 1,1 млрд франков с 797 млн в прошлом году. Прибыль от управления активами увеличилась почти на треть - до 1,62 млрд франков. Курс акций UBS за последние 12 месяцев упал на 21 проц. На прошлой неделе об убытках - максимальных за свою историю - объявил американский инвестбанк Merrill Lynch. Потери банка достигли 8,4 млрд долл.

### » Moody's: банки стран СНГ могут столкнуться с трудностями

Банки стран СНГ могут столкнуться с трудностями при привлечении денежных средств на рынках, а также при рефинансировании долга в том случае, если проблемы с ликвидностью сохранятся, и инвесторы начнут переоценивать риски, связанные с emerging markets, считают аналитики международного рейтингового агентства Moody's.

Как говорится в специальном отчете Moody's «Банковская система СНГ: Влияние глобального кредитного кризиса», эксперты агентства полагают, что последствия кризиса в кредитной сфере на российские и украинские банки будет ограниченным, тогда как на казахстанские банки — более значительным.

Последствия финансового кризиса, вызванного проблемами в сфере ипотечного кредитования рискованных заемщиков в США, распространились и на emerging markets. В течение последних двух лет активы стран с

развивающейся экономикой пользовались огромной популярностью у инвесторов, вкладывавших в них своих средства в условиях избыточной ликвидности на мировых рынках. Ситуация с ликвидностью в российской банковской системе в целом является достаточно стабильной, и риск возникновения проблем с привлечением средств для рефинансирования долга для российских банков невысокий. Кроме того, государственные банки, доля которых в общем объеме внешнего долга банков очень велика, могут рассчитывать на поддержку государства.

Moody's также не видит прямой угрозы проблем в кредитной сфере для банковской системы Украины. Это связано не только с отсутствием значительных объемов выплат по долговым обязательствам банков в 2007—2008 годах, но также и с тем, что большинство слабых частных банков уже выкуплены иностранными акционерами и может, в связи с этим, рассчитывать на поддержку более сильных финансовых групп в случае нехватки ликвидности.

Казахстан, несомненно, более значительно почувствует на себе последствия кризиса ликвидности, считают эксперты Moody's. По данным агентства, объем международных заимствований банков Казахстана составляет 40 млрд долл. Учитывая важность банковской системы Казахстана для экономики республики и ее политической стабильности, банки, вероятно, получают поддержку государства или своих акционеров в случае необходимости. Однако сохранение жестких условий кредитования может существенно отразиться на банках.

### » Subprime демонстрирует исторически максимальный процент задержек с выплатой

Ипотечные кредиты высокого риска (класса subprime), которыми обеспечены облигации, демонстрируют исторически максимальный процент задержек с выплатой, сообщается в докладе рейтингового агентства Moody's. Процент облигаций 2007 года с базовыми активами, по которым наблюдаются "серьезные задержки с выплатами", заметно выше, чем аналогичный показатель для выпущенных в 2006 году долговых обязательств. Серьезные задержки с выплатами зафиксированы по 6,6 % кредитов, на которые были выпущены облигации, в течение четырех месяцев после секьюритизации. В прошлом году этот показатель находился на уровне 4,2 %.

Moody's отмечает, что 2006 год был худшим в отношении задержек по ипотечным кредитам. Данные по 2007 году наводят на мысль, что ситуация в текущем году может быть еще хуже. Многие кредиты, которые отпугнули инвесторов в 2006 году, были секьюритизированы в 2007 году из-за ограниченного предложения. Moody's понизило рейтинги или поставило их на пересмотр в отношении 496 выпусков облигаций 2006 года, обеспеченных ипотечными кредитами, или 3 % от всего объема выпущенных в прошлом году.

*Раздел подготовлен по материалам источников: Fitch Ratings, Moody's, АИЖК, Ведомости, Интерфакс, КБ «МИА» (ОАО), Коммерсантъ, Финмаркет*

---

**В следующем выпуске аналитического обзора (# 11, ноябрь 2007) читайте:**

**» Рефинансирование: поиск ресурсов в условиях низкой ликвидности рынков капитала: комментарии участников рынка**

**» Зарубежный опыт: последние события на рынке ценных бумаг ABS США**

**» Статистические материалы: макроэкономика, ипотечное кредитование, рынок недвижимости, секьюритизация.**

---



## ОПРОС УЧАСТНИКОВ РЫНКА

Рост в 2006 году ставки ФРС США спровоцировал кризис на рынке ипотечного кредитования сегмента subprime (кредитов с высоким уровнем риска). По цепочке, начиная от неплатежей заемщиков с низкой кредитоспособностью и заканчивая банкротствами крупных мировых банков и фондов, кризис оказал серьезное влияние на глобальную финансовую систему. На мировых рынках капитала (главным образом, на долговых рынках) возник недостаток ликвидности, как следствие массового недоверия к любому уровню риска. Участники рынка закрыли лимиты по предоставлению средств, стоимость привлечения ресурсов на мировых рынках резко возросла.

Мнения экспертов относительно того, скажутся ли последствия кризиса на Российском рынке ипотечного кредитования и секьюритизации, некоторое время назад были противоположны. Сегодня очевидно, что кризис повлиял и на российскую финансовую систему. Многие банки, осуществлявшие фондирование на Западе, отказались от привлечения ресурсов из-за высоких ставок. Банки пересматривают свою политику в отношении рискованных кредитов, меняется система андеррайтинга и риск-менеджмента. Специально для РУСИПОТЕКИ участники рынка отвечают на вопросы о причинах кризиса, его последствиях и делают выводы относительно дальнейшего развития рынка ипотечного кредитования и процессов секьюритизации в России.

**Евгений Чепенко**

**вице-президент, КБ «Европейский трастовый банк» (ЗАО),  
заместитель председателя Комитета по ипотечному кредитованию,  
Ассоциация российских банков**

*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Основной причиной кризиса на ипотечном рынке США можно назвать рост неплатежей со стороны высокорискованных заемщиков. Начиная с 2003 года, когда ФРС США процентная ставка была снижена до 1 % годовых, банки, в силу наличия большого количества свободных денег, стали предоставлять кредиты всем желающим. При этом были ослаблены существовавшие многие годы жесткие требования к заемщикам, и получить кредит стало не так сложно.

Такой подход позволил брать кредиты практически не ограниченному кругу лиц, в том числе гражданам с небольшим доходом. Были введены новые ипотечные продукты: выдача ипотечных кредитов без уплаты первоначального взноса либо значительное его снижение, кредитов с негативной амортизацией, в результате чего происходил рост задолженности по платежам, кредиты без подтверждения своих доходов и с минимальным пакетом документов и т.д.

При этом риски банков были минимальны, поскольку инвестиционные банки выпускали под залог выданных кредитов ипотечные облигации, имевшие большой спрос, а ответственность банков за дефолт по таким кредитам в связи с их продажей для последующей секьюритизации снимался. Под эти облигации выпускались новые ценные бумаги, стоимость которых, в конце концов, уже превысила стоимость





обеспечивающего их залога. В результате, в США доля так называемых ипотечных кредитов "subprime" (кредиты для заёмщиков с проблемной кредитной историей, низкими доходами, отсутствием накоплений для первоначального взноса и т.д.) достигла в 2006 году 20 % всего американского ипотечного рынка.

Кроме того, большинство ипотечных кредитов были выданы с «плавающими» процентными ставками, привязанные к индексу LIBOR, который зависит от многих экономических параметров, в том числе от размера учётной ставки ФРС США. Пока ставка ФРС оставалась низкой, никаких проблем не возникало и платежи по кредитам осуществлялись. Но в 2006 году ставка ФРС резко выросла (с 1% до 5,25 % годовых), и заёмщики оказались не в состоянии осуществлять платежи по кредитам, поскольку повышение ставки автоматически влекло за собой увеличение ставок по кредитам и, соответственно, увеличивало размер платежей заёмщиков. В результате начался массовый рост неплатежей, приведший к невозможности выполнения обязательств перед владельцами облигаций.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности Вашего банка?*

Кризис на мировых рынках на деятельность Европейского трастового банка в настоящее время особого влияния не оказывает. Банк по-прежнему работает в нормальном режиме, выдаёт ипотечные кредиты во всех федеральных округах России. Банк выдаёт ипотечные кредиты по программе АИЖК и пока никаких изменений в условия выдачи кредита или его параметры не вносилось.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Сказать о том, что мировой ипотечный кризис никак не отразился на российской финансовой системе, было бы не верно. Влияние, конечно же, есть, хотя оно не настолько сильное, как об этом часто приходится слышать. Просто российским банкам необходимо было какое-то время, чтобы перестроить свою работу в связи с удорожанием заимствований на мировых рынках.

Не последнюю, если не главную роль в стабилизации ситуации на ипотечном рынке России сыграли своевременные и грамотные действия Банка России, который израсходовал около 2 трлн. руб. для стабилизации ситуации на рынке межбанковских кредитов. Более того, в целях увеличения объемов рефинансирования были снижены требования к уровню международного рейтинга эмитента, необходимому для включения его облигаций в ломбардный список, что позволило сохранить ликвидность банкам второго и третьего эшелонов.

Несмотря на это, денежных средств по-прежнему не хватает и из-за удорожания заимствований для российских банков дальнейшее развитие ипотечного кредитования, скорее всего, замедлится. Однако подобная ситуация из-за постоянного спроса на ипотечные кредиты не должна быть продолжительной.

Если говорить о последствиях мирового ипотечного кризиса для банковской системы в целом, то проблемы могут появиться только у отдельных банков, которые наиболее были привязаны к значительным объемам иностранных инвестиций. Кроме того, последствия кризиса могут отрицательно сказаться на деятельности средних и мелких банков, если будут сокращены объёмы рефинансирования выданных ими ипотечных кредитов, поскольку для данной категории банков этот вид рефинансирования является практически основным, позволяющим работать на рынке долгосрочного ипотечного кредитования.

Также возможно временное прекращение некоторыми банками выдачи ипотечных кредитов из-за необходимости рассчитываться с долгами по краткосрочным привлечением, но, скорее всего, в дальнейшем деятельность таких банков по предоставлению ипотечных кредитов возобновится.

Влияние мирового ипотечного кризиса сказалось и на возможности совершения сделок секьюритизации российскими эмитентами, которые вынуждены перенести их на более поздний срок, хотя отдельные сделки всё же проводятся. Может наблюдаться также повышение кредитных ставок и ужесточение банками требований к заёмщикам.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Ипотечный кризис в США и последовавший за ним ипотечный кризис в других странах показал, что нельзя целиком и полностью опираться на международные рынки, а необходимо развивать свой внутренний рынок. При этом для развития внутреннего рынка необходимо как можно быстрее внести изменения в законодательство в области ценных бумаг, позволившие бы более свободно формулировать условия выпуска, обращения и погашения ценных бумаг, состав ипотечного покрытия и т.д. либо принять отдельный закон о секьюритизации в России, проект которого уже разработан ФСФР России и в ноябре 2007 года планируется к внесению в Правительство Российской Федерации.

Кроме того, необходимо принять окончательное решение об инвестировании средств Пенсионного фонда РФ в ипотечные ценные бумаги. В настоящее время активы пенсионного фонда вкладываются в государственные бумаги и иные активы, а механизм инвестирования в ипотечные ценные бумаги до сих пор не работает.

Случившееся в США показало, что к ипотеке надо подходить более ответственно и не надеяться на постоянно растущие цены на жильё. Российским банкам необходимо извлечь опыт из случившегося мирового ипотечного кризиса и постараться изыскать иные, в том числе внутренние, источники рефинансирования, а также сократить или вовсе отказаться от некоторых рискованных программ, в том числе без первоначального взноса.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

В последнее время неоднократно высказывались мнения специалистов и экспертов о негативной роли рейтинговых агентств в разразившемся кризисе. Но этот вопрос не такой простой и требует тщательного изучения.

Одним из основных направлений деятельности рейтингового агентства является оценка кредитных рисков и предупреждение о них инвесторов. Благодаря присваиваемым рейтингам инвестор изучает перспективность своих вложений в тот или иной проект, срок, в течение которого он рассчитывает на получение определённого дохода, и т.д. Высокие рейтинги способствуют развитию секьюритизации и появлению «дешёвых» денег, которые кредиторы направляют для выдачи новых кредитов. Поэтому, с одной стороны, на рейтинговых агентствах лежит большая ответственность. В связи с этим можно понять недовольство, например, членов Еврокомиссии нерасторопностью рейтинговых агентств в снижении рейтинга ценных бумаг, обеспеченных высокорискованными ипотечными кредитами, только в 2007 году, в то время как об ухудшении ситуации на ипотечном рынке США в связи с отсутствием платежей многих заемщиков по таким кредитам было сообщено самими же компаниями S&P и Moody's ещё в 2006 году.

С другой стороны, нельзя оставить в стороне и действия профессиональных участников рынка, в том числе американского, и инвесторов, которые проявили слишком большое доверие к анализу и выводам рейтинговых агентств. Дело в том, что услуги по проведению процедуры рейтинга оплачиваются не инвесторами в ценные бумаги, а эмитентами, которые или ценные бумаги которых рейтингуются.

Конечно, когда наступает какой-то кризис, всегда производится поиск ответа на вопрос: кто виноват? Методики исследований, которые используют рейтинговые агентства, процедура присвоения рейтинга и система оплаты этой процедуры может и не самые совершенные, однако иной альтернативы на сегодняшний день нет. Ошибки, появляющиеся в результате работы рейтинговых агентств, не должны являться поводом для игнорирования выставляемых ими оценок и тем более в обвинении рейтинговых агентств в причинах случившегося кризиса.

*- Возросла ли роль риск-менеджмента в Вашем банке в связи с последними событиями на рынках капитала?*

Наш банк всегда внимательно отслеживал события на рынке ипотечного кредитования как в России, так и за рубежом. Система управления, принятая в банке, позволяет в достаточной степени точности прогнозировать

ситуацию на ипотечном рынке и своевременно принимать необходимые меры. В принятии дополнительных мер усиления риск-менеджмента пока необходимости не усматривается.

*- Насколько адекватна сегодня система оценки рисков ипотечного кредитования в России?*

Ипотечное кредитование является наиболее рискованным видом кредитования, несмотря на то, что выдаваемый кредит обеспечен ликвидным недвижимым имуществом. Дело в том, что ипотечный кредит в отличие, например, от потребительского кредита, выдаётся на длительный срок – до 30 лет, и полностью просчитать, как будет вести себя рынок, как будет развиваться экономика государства, расти доходы населения и т.д. очень трудно.

И главное заключается не в том, чтобы выдать кредит, так как особых проблем с оценкой кредито- и платежеспособности заёмщика не возникает, а в том, чтобы этот кредит был возвращён и были возмещены все затраты банка, понесённые им в связи с выдачей такого кредита.

Рисков при ипотечном кредитовании достаточно много и они могут быть вызваны различными причинами — экономическими, инфляционными, снижением платёжеспособности заёмщика, изменением налогового законодательства, снижением стоимости предмета залога, риском досрочного погашения кредита и т.д., которые оценить в полной мере на 30-летний срок практически невозможно.

Поэтому на современном этапе ни один банк не работает на ипотечном рынке без серьёзных маркетинговых исследований как в области общего рынка капитала, так и рынка заёмных средств и жилищного рынка. Кроме того, каждый банк, в силу специфики своей деятельности, осуществляет тщательный анализ рисков, контроль и управление за ними, осуществляет контроль над имеющимся ипотечным портфелем и управление им, постоянно совершенствует методику выдачи и сопровождения кредита, разрабатывает необходимые требования к ипотечному продукту и т.д.

Немаловажную роль в минимизации рисков ипотечного кредитования играют стандарты ипотечного кредитования, а также требования, предъявляемые к параметрам ипотечного кредита и процедуре его выдачи и сопровождения. Главное, чтобы данные требования не были слишком жёсткими, были подобраны наиболее оптимально, чтобы они позволили бы не только увеличить доступность кредита, но и повысить уровень его возвратности.

На сегодняшний день система оценки рисков ипотечного кредитования в кредитных организациях, можно сказать, максимально отвечает всем изложенным требованиям. И свидетельство тому данные Банка России – на 01 января 2007 года уровень просроченной задолженности по ипотечным кредитам составил всего 0,021 % от всей суммы предоставленных ипотечных кредитов (задолженность по ипотечным жилищным кредитам на 01.01.2007 года составляла почти 234 млрд. руб.).

*- Долговой рынок России сегодня практически закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Одним из способов поддержания ликвидности банка является синдицированное кредитование и несколько банков уже заявили об использовании данного механизма для привлечения денежных средств. Привлечение средств граждан и юридических лиц во вклады и депозиты также является способом фондирования кредитной организации, и здесь необходимо усилить работу, поскольку такой механизм наиболее распространён преимущественно у региональных банков.

Крупные банки помимо крупных заимствований могут рассмотреть вопрос проведения IPO как способ привлечения капитала. Также одним из вариантов фондирования является привлечение кредитов или займов под залог существующего ипотечного портфеля.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают проблемы с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

На сегодняшний день банковская система довольно устойчива, созданы необходимые резервы, банки стараются соблюдать все необходимые нормативы. Кроме того, деятельность банков тщательно регулируется со стороны уполномоченных органов. Федеральный бюджет в России исполняется с профицитом, цены на сырьё и золотовалютные резервы растут. При сохранении данной тенденции развития как экономики в целом, так и банковской системы оснований для появления точечных дефолтов банков нет. Возможны определённые трудности у некоторых банков с участием на рынке ипотечного кредитования.

Дело в том, что ликвидность средних и мелких банков на рынке ипотеки обеспечивалась за счёт, как правило, работы «на обороте», то есть на постоянной продаже (рефинансировании) выданных ипотечных кредитов иным участникам ипотечного рынка. В случае прекращения рефинансирования или значительного сокращения его объёма деятельность таких банков на рынке ипотечного кредитования может снизиться или остановиться вовсе, так как найти иные способы фондирования, кроме привлечения денежных средств в депозиты, им вряд ли удастся. Однако сокращение объёмов рефинансирования не означает, что в обязательном порядке наступит дефолт кредитной организации. Всё зависит от финансового состояния кредитной организации, правильно построенной системы управления рисками, качества и объёма сформированного портфеля ипотечных и иных кредитов и т.д. Скорее всего, прежде следует ожидать прекращения или максимального снижения деятельности таких банков и их перестройки под новые условия, и только после этого возможны отдельные дефолты, если банк не сможет адаптироваться под новые условия развития рынка.

*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

Несмотря на мировой ипотечный кризис, рынок ипотечного кредитования в России по-прежнему растёт. Ликвидность банковской системы России находится на достаточно высоком уровне, который позволяет банкам более – менее безболезненно пережить возникшие трудности. Если ипотечный кризис в США и других странах мира будет продолжаться и далее, то для банковской системы России могут возникнуть некоторые неприятности из-за нехватки «длинных» и относительно «дешёвых» денег для финансирования банками своих проектов, которые, однако, вряд ли будут способствовать возникновению кризисной ситуации в России.

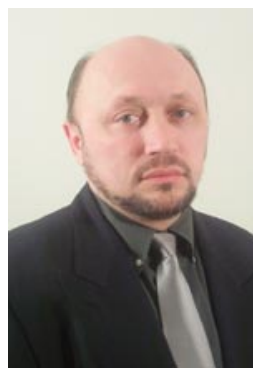
Ипотечный рынок в России находится только в самом начале своего развития, доля ипотеки к ВВП не превышает 1,5 %, в то время как в США она составляет по разным оценкам от 70 до 90 %, а доля ипотечных сделок по приобретению жилых помещений не превышает 13 % от всех сделок с жилыми помещениями, что в разы меньше того объёма, который существовал в США накануне кризиса. Кроме того, доля высокорискованных кредитов в России несоизмеримо мала – по некоторым данным не более 5 % от всех выданных ипотечных кредитов, в то время как в США эта цифра составила 20 % объёма рынка.

Кроме того, незначительное по отношению к общему объёму выданных кредитов количество неплатежей свидетельствует о высоких требованиях, которые банки предъявляют к заёмщикам, а также о том, что подавляющее большинство кредитов выдано платёжеспособной группе населения, которые не только добросовестно исполняют свои обязательства, но и стараются погасить кредит досрочно. Население России пока не привыкло жить в кредит, поэтому старается как можно раньше освободиться от кредитного бремени. Так, по данным Банка России в первом полугодии 2007 года практически каждый третий кредит был погашен досрочно.

Также необходимо отметить, что среднее отношение задолженности по кредиту к стоимости предмета залога не превышает 66 %, что говорит об очень высоком запасе прочности обеспечения по кредиту. В отличие от населения США приобретение жилья в России в большинстве случаев является решением своей жилищной проблемы, а не средством инвестирования денежных средств.

Возникновение кризисной ситуации в России возможно в случае, если только участники ипотечного рынка не сделают должных выводов из уроков мирового ипотечного кризиса, и будут совершать те же ошибки, которые допустили игроки американского ипотечного рынка. Однако более внимательное и ответственное отношение к ипотеке и к заёмщикам, которые мы наблюдаем в последние месяцы на российском рынке ипотечного кредитования, говорят о том, что ожидать серьёзного кризиса на нашем рынке не приходится.

**Геннадий Суворов**  
директор, отдел аналитики,  
управление секьюритизации и синдикации ВТБ



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Кризис и потери вследствие дефолтов заемщиков по ипотечным кредитам subprime в США были вызваны совпадением по времени нескольких процессов:

- ростом популярности ипотечных кредитов типа ARM (Adjustable Rate Mortgage)
- беспрецедентным снижением процентных ставок в целом и по ипотечным кредитам в частности
- легкостью и дешевизной рефинансирования существующего ипотечного кредита с помощью нового кредита
- снижением требований к заемщику, особенно по ипотечным кредитам типа subprime длительным периодом роста цен на недвижимость в США
- ростом популярности ИЦБ, обеспеченных ипотечными кредитами типа subprime

Этот вопрос, безусловно, заслуживает более детального рассмотрения и может быть даже отдельной аналитической статьи. Тем не менее, попробуем дать краткий ответ о том, как совпадение по времени этих процессов смогло привести к потерям, превышающим 100 млрд долларов.

1) Характерной особенностью ипотечных кредитов ARM является начальный период с фиксированной ставкой, который может продолжаться от одного до семи лет. По окончании этого периода месячные платежи заемщика начинают зависеть от некоторого рыночного плавающего индекса (например, шестимесячной ставки Libor). Для того чтобы сделать кредиты ARM более привлекательными для заемщиков, американские региональные банки искусственно занижают ставку в начальном периоде (teaser rate).

2) Степень такого «занижения» зависит от структуры процентных ставок на рынке и формы (steepness) кривой доходности. Особенно влияет уровень среднесрочных ставок соответствующих длине начального периода ARM. Пару лет назад ставки Libor опустились на рекордно низкий уровень – трехмесячный Libor был меньше 1%.

3) В американских банках процедура рефинансирования ипотечного кредита упрощена до предела. Рефинансирование кредита можно получить практически по телефону или по почте. Стоимость такого рефинансирования невелика. Его можно получить почти «бесплатно». В частности, если банк предлагает заемщику присовокупить стоимость рефинансирования к балансу «нового» кредита. В таких случаях баланс немного возрастает, но так как кредит в США обычно выдается на 30 лет, то сумма месячного платежа поднимается всего на несколько долларов. Для неискушенного заемщика такое рефинансирование выглядит бесплатным.

4) В течение нескольких последних лет в США имела место тенденция снижения и ослабления требований к заемщикам с не очень хорошей кредитной историей, с недостаточными доходами или с неустойчивым финансовым положением. Эти «недостатки» компенсировались более высокой ставкой по кредиту. В условиях продолжающегося роста цен на недвижимость, у subprime заемщика была возможность периодически рефинансировать свою недвижимость, постоянно оставаясь на низкой ставке (teaser rate) начального периода ARM. А при удачном рефинансировании можно было даже «вынуть» наличные: не нарушая требования банка к 80% LTV, только за счет роста стоимости заложенной недвижимости, 80% по «новому» ипотечному кредиту могло быть существенно выше остатка основного долга по «старому» кредиту. Разницу subprime заемщик мог вполне законно получить наличными.



5) На фоне низкой доходности традиционных американских ИЦБ (agency MBS), возврат основного долга по которым гарантирован квазигосударственными американскими ипотечными агентствами (FNMA, FHLMC, GNMA), стремительно набрали популярность более доходные ИЦБ, обеспеченные subprime ипотечными кредитами. По ним, однако, существовал риск потерь, так как такие кредиты не подходили под стандарты ипотечных агентств и те их не рефинансировали.

6) Популярность subprime ИЦБ привела к повышенному спросу на subprime активы. Появились ипотечные компании, которые стали наращивать выдачу subprime кредитов. Инвестиционные банки скупали subprime активы, структурировали ИЦБ с subprime обеспечением и продавали их инвесторам. Для увеличения объемов таких активов они стали выдавать корпоративные кредиты ипотечным компаниям, которые выдавали subprime кредиты.

Выше мы перечислили предпосылки subprime кризиса, который, в конечном счете, привел к кризису ликвидности. В тех условиях многие subprime заемщики, которые, строго говоря, не могли быть квалифицированы на ипотечные кредиты, или, по крайней мере, на кредиты такого размера, тем не менее их получали. Чтобы быть платежеспособными, многие из них, используя рефинансирование, «перепрыгивали» с одного кредита на другой. Использовались ARM subprime кредиты, чтобы платить низкую teaser rate, а наличные, полученные в результате роста стоимости залоговой недвижимости, покрывали кассовые разрывы в семейном бюджете. Число таких заемщиков накапливалось как снег на склоне в горах. Что же явилось триггером массовых дефолтов, которые привели к существенным потерям по subprime ИЦБ и банкротству ряда ипотечных компаний, выдававших subprime кредиты? Одновременные изменения трех факторов:

- Рост цен на недвижимость сменился падением
- Резко выросли короткие и среднесрочные процентные ставки
- Увеличились дефолты по subprime кредитам, что привело к ужесточению требований, предъявляемым к subprime заемщику.

Далее процесс принял лавинообразный характер. С одной стороны, у subprime заемщика исчезла возможность рефинансировать свои кредиты и вынимать наличные. Поэтому у всё большего числа заемщиков стали заканчиваться начальные периоды с низкой процентной ставкой и им пришлось платить привязанную к рынку плавающую ставку. Но, как было сказано выше, в этот момент процентные ставки на рынке уже были высокими, так что месячные платежи резко возросли. Многие subprime заемщики стали объявлять банкротство, а и их дома были выставлены на продажу. Это, в свою очередь, приводило к увеличению предложения на рынке жилья при снижающемся спросе. Далее, рост дефолтов привел к тому, что ИЦБ, обеспеченные subprime кредитами, потеряли популярность и инвестиционные банки перестали покупать subprime кредиты. Такие кредиты стали «застрывать» на балансе региональных банков и ипотечных компаний, которые в свою очередь стали ужесточать требования к subprime заемщикам и стали неохотно выдавать такие кредиты.

У инвестиционных банков была recourse option, то есть опцион, который давал им право продать обратно дефолтный subprime кредит тому, кто им его продал, и они стали пользоваться этим правом. Однако мелкие банки и subprime ипотечные компании не могли в таких объемах выкупать обратно выданные ими кредиты и стали объявлять банкротство. Это, в свою очередь, привело к потерям по корпоративным кредитам, которые инвестиционные банки давали таким компаниям. Так потери докатились до инвестиционных банков. Теперь стали терять уже все: инвесторы в subprime ИЦБ, инвестиционные банки, эмитировавшие такие бумаги, компании, которые выдавали subprime кредиты, которые обеспечивали эти ИЦБ, а также заемщики, которые взяли subprime кредиты. Рейтинговые агентства отреагировали и понизили рейтинги subprime ИЦБ.

Целый класс инвесторов потерял возможность покупать любые финансовые инструменты, в обеспечение которых входили subprime ИЦБ. Это отразилось на ликвидности специальных краткосрочных ценных бумаг ABCP (Asset-Backed Commercial Papers) ипотечных и других кондуитов. После того как кондуиты стали испытывать трудности с револьверным размещением ABCP, им пришлось воспользоваться механизмами ликвидности, которые были предоставлены провайдерами ликвидности и т.д.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности Вашего банка?*

Безусловно. У ряда наших клиентов и партнеров (как российских, так и зарубежных) возникли проблемы, а реализация ряда проектов замедлилась. В целом общее настроение – подождать и посмотреть как будет развиваться ситуация на рынке.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Как всегда в периоды финансовых кризисов инвесторы «уводят» капитал с развивающихся рынков. На российском рынке это вылилось в повышение краткосрочных заимствований. Сильно выросли ставки МосПрайм. Другим негативным последствием явилось снижение лимитов на инвестиции в российские ABS бумаги и проекты. Это приостановило целый ряд сделок по секьюритизации.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Серьезные выводы пока делать еще рано, так как кризис еще не закончился. Его конечно «купировали», но окончательного выздоровления глобального рынка в ближайшие полгода не предвидится. Тем более не ясно, что нужно изменить, чтобы такие кризисы не повторились в будущем.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

Часть вины за кризис сейчас пытаются возложить на рейтинговые агентства. Но никто из них никогда не утверждал, что их оценки являются идеальными и абсолютно точными. Более того, они никогда не пытались оценивать рыночные риски: риск колебания процентных ставок, досрочных погашений и т.д. Поэтому полностью полагаться только на оценки и рейтинги этих агентств не представляется правильным.

*- Долговой рынок России сегодня закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Не надо драматизировать ситуацию. Да, многие сделки по секьюритизации пока отложены, но, с другой стороны, после начала кризиса прошло несколько сделок с частным размещением бумаг, продолжают работу и организованы новые warehouse структуры (в России warehouse с авто кредитами, HVB), одно публичное размещение ИЦБ в Европе (Е-МАС). Вот что действительно закрылось, так это возможность рефинансировать длинные активы (например, ипотечные кредиты) с помощью выпуска коротких пассивов (например, банковских векселей). Но в том виде, как это делалось в России до кризиса, это порочная практика. Исчезновение этой практики можно назвать одним из положительных результатов кризиса.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают трудности с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

Я недостаточно хорошо знаю финансовое положение мелких и средних банков, чтобы что-то утверждать. Логически рассуждая, если у банка образовались неликвидные (имеется ввиду по рыночной цене) активы, а банку нужны деньги, то один из возможных выходов - продать с дисконтом неликвидные активы. Можно также заложить (с большим haircut) такие активы, чтобы закрыть кассовые разрывы и переждать тяжелые времена. В любом случае я не думаю, что *только эта* причина может привести к банкротству банка. В частности, на рынке ипотечных кредитов покупатели на пулы кредитов есть и отдельные продажи проходят.

**Максим Савицкий**  
старший вице-президент,  
руководитель службы общекорпоративного маркетинга и рекламы,  
Финансовая Корпорация "УРАЛСИБ"



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

На этот счет существует большое количество совершенно различных мнений: от причин, касающихся неадекватной оценки конъюнктуры большинством участников рынка до причин, связанных с влиянием текущей стадии макроэкономического цикла. Большинство экспертов все же склонны видеть причины возникновения кризиса в действующей системе рейтингования ипотечных ценных бумаг. Однако у нас есть ощущение, что причины несколько глубже, и прежде всего они связаны с диспропорциями, возникшими в последнее время в экономике США, о чем косвенно свидетельствуют ряд негативных тенденций. В частности, отрицательный уровень накоплений граждан, снижение расходов на товары длительного потребления, значительное падение курса доллара.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности Вашего банка?*

На наш взгляд, нельзя говорить о том, что текущий недостаток ликвидности на межбанковском рынке связан исключительно с ипотечным кризисом в США. Для различных категорий российских банков этот фактор оказывает неоднородное влияние. Существует немало банков, которые в последнее время формировали свою пассивную базу в основном за счет привлечения средств с западных денежных рынков. Для таких банков влияние кризиса оказалось наиболее ощутимым. Для другой категории - универсальных банков, в т.ч. банка УРАЛСИБ, применяющих дифференцированный подход к формированию пассивной базы, такое влияние не критично. При этом возрастает роль внутрироссийских финансовых ресурсов в формировании структуры долгосрочного привлечения. Это в ряде случаев повышает стоимость привлечения, однако снижает зависимость банка от конъюнктуры на мировых финансовых рынках.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

В настоящий момент, на наш взгляд, наиболее опасен психологический аспект - кризисные явления, возникшие в единичных банковских структурах, моментально спровоцировали напряженность остальных участников рынка. Степень зависимости российской банковской системы от ситуации на мировых денежных рынках не настолько велика, чтобы вызвать системный банковский кризис. По оценкам отдельных экспертов уровень такой зависимости оценивается в 20 - 25% ресурсной базы банков.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Последствия кризиса обычно в итоге приводят к положительным системным изменениям - все этапы эволюционного развития так или иначе связаны с кризисными проявлениями. Пока рано говорить о том, какие изменения произойдут на этот раз. Однако ясно одно - роль рейтинговых агентств в системе оценки рисков в рассматриваемом секторе будет меняться. Трудно сказать, в какой степени, но возможно изменения коснутся технологий работы, применяемых методик и ответственности рейтинговых агентств. Также есть основания полагать, что изменится характер взаимоотношений между рейтинговыми агентствами и участниками ипотечного рынка - инвесторами и ипотечными компаниями.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

Конечно, система рейтингования структурированных ценных бумаг на рынке США не идеальна - идеальной системы на практике существовать не может. Любая система спроектирована в конкретной модели развития - все факторы учесть невозможно, а фундаментальную ошибку система может дать при смене тенденции. Поэтому нельзя не согласиться с мнением ряда экспертов, которые видят причины кризиса в том числе в снижении ответственности профессиональных инвесторов и избыточном доверии к анализу, проводимому рейтинговыми агентствами. Однако мы склонны считать, что есть и более значимые факторы, определяемые тенденциями развития современной американской экономики. Еще несколько лет назад можно было учесть снижение внутреннего спроса на жилье. Сыграл негативную роль и процесс снижения курса доллара.

*- Возросла ли роль риск-менеджмента в Вашем банке в связи с последними событиями на рынках капитала?*

Роль риск-менеджмента у нас в банке традиционно высокая. Значительная диверсификация бизнеса банка выдвигает требования управления различными видами рисков. В рамках банка создана матричная система управления рисками, позволяющая комплексно подходить к их управлению во всех значимых ключевых областях банковского бизнеса.

*- Насколько адекватна сегодня система оценки рисков ипотечного кредитования в России?*

На сегодняшний день, по нашему мнению, многие участники не уделяют достаточного внимания системе оценки рисков на рынке ипотечного кредитования. Достаточно молодой и быстрорастущий рынок, поддерживаемый устойчивым спросом, создает ощущение уверенности в его будущем. Это может негативно отразиться при проявлении факторов, отрицательно влияющих на кредитоспособность заемщиков, а также факторов, влияющих на ценовые параметры рынка недвижимости. Поэтому, на наш взгляд, участникам ипотечного рынка в РФ надо более взвешенно относиться к процессу андеррайтинга сделок, внимательно отслеживать конъюнктуру рынка недвижимости, правильно управлять резервами на возможные потери.

*- Долговой рынок России сегодня практически закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

На наш взгляд нельзя говорить о закрытии российского долгового рынка. При сложившейся конъюнктуре возможность размещений существует, только на менее выгодных условиях, чем это было, например, в начале года. Поэтому многие банки, планировавшие размещения, заняли выжидательную позицию. В настоящее время мы ждем стабилизации ситуации на международном денежном рынке, а параллельно осуществляем рефинансирование текущей деятельности за счет увеличения объема привлечения внутрироссийских ресурсов. Увеличивается объем привлечения от корпоративных клиентов и физических лиц. Им предлагаются более удобные и выгодные ресурсные продукты. Причем речь не всегда идет об увеличении стоимости заимствования - мы стараемся выводить на рынок продукты, сочетающие приемлемый уровень доходности и наиболее привлекательные неценовые параметры.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают проблемы с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

Проблемы в отдельных банковских структурах будут носить локальный характер, без оказания значимого влияния на развитие российской банковской системы. Положительный момент – это заставит банки внимательнее относиться к структуре активов и пассивов. Повысится качество управления ликвидностью, возможно, основные участники рынка усовершенствуют систему кредитного андеррайтинга, в целом укрепят систему риск-менеджмента.

*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

Говоря о возможности кризиса банковской системы в России, в настоящий момент явных предпосылок его возникновения нет. В более длительной перспективе мы считаем, что при условии проведения государством политики структурных изменений в российской экономике и финансовой сфере позволит снизить уязвимость России от колебаний мировой экономической конъюнктуры.

**Кристофер Уинн (Christopher Wynne)**  
**Head of Russia Operations, Russian American Mortgage Company***- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Недостаточно строгие стандарты выдачи кредитов, усложненные структуры займов, неконтролируемые ипотечные брокеры, работающие на комиссионные, а также ипотечные финансовые компании, которые финансируют долгосрочные активы (ипотеку) через краткосрочные заимствования (коммерческие бумаги) – все это способствовало возникновению проблемы.

*- Влияет ли кризис рынков капитала на российские финансовые институты?*

Этот кризис повлиял на финансовые институты по всему миру. Но в данный момент мы начинаем замечать, что рынки коммерческих бумаг возвращается к нормальному уровню, и инвесторы ослабляют ограничения на инвестиции, связанные с кредитными рисками. Сегодня российский рынок ждет показательной сделки, чтобы показать инвесторам огромную разницу между высокорисковым американским subprime рынком и первоклассным российским prime рынком.

*- Какие последствия кризиса на рынках капитала наиболее отразятся на России?*

Очень позитивным результатом будет то, что российская банковская и кредитная система сможет перенести этот кризис без серьезных потерь. Это укрепит уверенность инвесторов в финансовой стабильности российской банковской системы.

*- Какие выводы можно сделать из кризиса на американском высокорисковом рынке и последующего кризиса ликвидности?*

Соблюдение строгих консервативных стандартов андеррайтинга – самое важное условие для того, чтобы прошедший кризис на американском рынке не повторился в России.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

В существующей системе присвоения сделкам рейтинга есть серьезная моральная опасность. Услуги рейтинговых агентств оплачиваются эмитентами, и получается, что агентства должны находить компромисс: с одной стороны они должны присвоить эмитенту справедливый рейтинг, а с другой стороны они могут быть не достаточно строгими к стороне, которая им платит, т.е. эмитенту. В идеале рейтинговые агентства должны действовать от лица инвестора, вплоть до того, что и платить им будет инвестор.

Эта ситуация напоминает то, что происходило во время кризиса раздутого рынка высоких технологий (tech bubble), когда биржевые аналитики, активно агитировавшие за IPO, занимались именно теми крупными брокерами-дилерами, которые и осуществляли IPO этой компании.

*- Ожидается ли повышение роли управления рисками в российских банках из-за недавнего кризиса?*

Да, инвесторы будут требовать больше документации по программам контроля качества и защиты от мошенничества в будущих сделках.

*- Насколько адекватна сегодня система оценки рисков ипотечного кредитования в России?*

Доступность национального кредитно-оценочного агентства и системы кредитной оценки позволит банкам разработать единый подход к качеству займодателей и позволит займодателям оценивать кредитные различия между заемщиками, чтобы банки могли правильно построить процесс выдачи кредитов, с целью избегания проблем на рынке высокорисковых кредитов, которые испытал американский рынок.



*- Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Мы понимаем, что большинство возможностей краткосрочного финансирования временно закрыты для кредитного рынка в России, да и во всем мире. Однако компания «РАМ» (RAM) продолжает предоставлять финансирование originatorам, с которыми мы давно работаем, и продолжает наращивать свои возможности финансирования и число originatorов в пределах нашей программы. За последние три месяца мы предоставили кредитов originatorам на сумму почти 1 миллиард долларов США.

*- Есть вероятность, что из-за кризиса на кредитных рынках многие банки не смогут рефинансировать свои активы, и у них появятся проблемы с ликвидностью. Небольшие банки могут столкнуться с дефолтами. Ваше мнение?*

Несмотря на то, что американский рынок еще может в ближайшее время испытывать сложности, мы хотим подчеркнуть, что кризис ликвидности носит временный характер и постепенно сходит на нет. Банки, находящиеся под грамотным управлением и необходимым контролем, должны справиться с ситуацией до полного выздоровления рынка.

*- Какие факторы могут привести к кризису в России?*

Кризис на рынке высокорисковых кредитов в США – результат агрессивной работы ипотечных брокеров, работающих на комиссионные, предлагающих усложненные и порой неподходящие ипотечные продукты заемщикам, у которых появилась возможность получить ипотечный кредит только благодаря смягченным критериям выдачи кредитов, в результате конкуренции на рынке с низкими процентными ставками и перегретым рынком жилья. Подобная ситуация может возникнуть и в России. Очень важно, чтобы российские банки всегда следовали строгим и консервативным стандартам выдачи кредитов и предлагали потребителям подходящие и, если необходимо, простые ипотечные схемы.

**Екатерина Покопцева**  
руководитель группы по вопросам кредитования  
аналитического департамента, Ассоциация российских банков



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Очень часто причиной этого кризиса называют вал отказов со стороны заемщиков возвращать взятые кредиты из-за того, что стоимость заложенной недвижимости снизилась, а условия по кредитам ухудшились.

Поскольку многие субстандартные заемщики имеют слабое представление о тонкостях кредитного рынка, ввести их в заблуждение относительно условий возврата кредита оказалось нетрудно. А резкий рост ставок по кредитам с плавающим процентом усугубил положение.

Такое объяснение причин кризиса верное, но только частично. Возникает вопрос: почему дефолты по subprime оказались неожиданностью для инвесторов? Ведь еще в начале 2006 года аналитики владели информацией о том, что используемый в США индекс новых строительных «стартов» (выданных подрядов на новое строительство) сокращается и предупреждали о возможности снижения цен в связи с дефицитом спроса.

С одной стороны, угроза со стороны рынка недвижимости была недооценена. Но, с другой стороны, больший эффект на развитие кризиса оказала глобализация финансовых рынков, и в данном случае – существенный отрыв рынка ипотечных ценных бумаг от их обеспечения – самих кредитов и объектов залога. По всей

видимости, мы в скором времени будем наблюдать повторение этих событий в других сегментах финансового рынка.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности российских банковских структур?*

Удорожание внешних заимствований для российских банков – свершившийся факт. Стоимость привлеченных денег растет, сокращается и без того маленькая маржа по выдаваемым кредитам. Ужесточаются требования к заемщикам, к объектам залога. Сворачиваются наиболее рискованные программы. Но: ресурсы для финансирования ипотечных программ внутри страны имеются, хотя и не в таком объеме, какой предлагают внешние рынки. Поэтому зачастую решение о повышении процентных ставок по кредитам принимается не вследствие необходимости, а «на волне» рынка: «если рынок позволяет повысить ставки, почему бы нам это не сделать?».

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Ключевая проблема – удорожание ресурсов. Причем не только для ипотечного кредитования, но и для корпоративных кредитных программ, и для развития банковского бизнеса в целом. «Двери» во внешний финансовый рынок закрываются, а внутренние ресурсы все еще недоступны. Хотя Банк России предпринимает усилия по наращиванию объемов ликвидности (через сделки РЕПО, рефинансирование, выкуп гособлигаций и т.п.), они явно недостаточны. Пока в России не будет достаточного количества крупных институциональных инвесторов, зависимость от внешних рынков будет только возрастать.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Возможно, свершившийся локальный кризис – это один из толчков к постепенному глобальному ухудшению ситуации в финансовой сфере. Пик роста в данном цикле экономического развития преодолен. Произошла смена настроений инвесторов, испытывающих все большие опасения за сохранность сделанных вложений. Что касается ипотечного рынка, то вряд ли в ближайшие годы его объемы существенно превысят 1% к нашему ВВП.

Для повышения объемов ипотечного рынка необходимо в скорейшем порядке развивать вторичный рынок ипотечных ценных бумаг, а также стимулировать системы накоплений – стройсберкассы, накопительные страховые вклады, целевые банковские вклады и т.п.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

Рейтинги, присвоенные «на автомате», под влиянием спроса и общей эйфории и без учета негативных прогнозов, усыпили бдительность инвесторов и увеличили масштабы проблемы. При этом, однако, нельзя списывать весь ущерб на рейтинговые агентства. Ведь рейтингование – техническая процедура и, в некоторой степени, условная.

Инвесторы, осуществлявшие крупные вложения в subprime, способны были самостоятельно оценить тенденции рынка: данные о них засекречены не были. Но сработал формальный подход: если нужны бумаги AAA, по привычке вкладываемся в ипотеку.

*- Должна ли возрасти роль риск-менеджмента в российских банках в связи с последними событиями на рынках капитала?*

Роль риск-менеджмента в российских банках постоянно повышается и вне связи с последними событиями на рынках капитала. Наша банковская система еще очень молода по сравнению со странами Запада. И, хотя при разработке стандартов риск-менеджмента в банках используется опыт развитых стран, интенсивность развития нашей банковской системы (бурный рост кредитования, внедрение новых продуктов и т.д.)

вынуждает банки творчески подходить к этому процессу. Приходится учитывать стремительные изменения требований надзорных органов, правового поля и потребностей потребителей.

*- Насколько адекватна сегодня система оценки рисков ипотечного кредитования в России?*

Отличие российской практики оценки рисков от западной – это гораздо больший акцент на оценке кредитоспособности заемщика по сравнению с оценкой залога. Проще говоря, если есть ликвидный объект недвижимости и сомнительный заемщик, то западный банк скорее даст кредит, чем российский. Действительно, в некоторой степени это ускорило развитие кризисных явлений на Западе, однако до того в гораздо большей степени развило сам ипотечный рынок.

Недостаток заемщиков, целиком подходящих банку по требованиям (в т.ч. по легальности зарплаты) существенно сдерживает развитие ипотеки. Кроме того, этому также способствуют нестыковки в законодательстве о недвижимости, порядке ее регистрации и обращения взыскания. Поэтому необходимо смещать акценты с оценки заемщика на оценку залога.

*- Долговой рынок России сегодня практически закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Наиболее перспективный путь сегодня – продажа пулов кредитов другим банкам. Предложений о покупке, несмотря на западный «кризис ликвидности», довольно много. Это и крупные игроки ипотечного рынка во главе с АИЖК, и «новички», стремящиеся быстро нарастить портфель кредитов.

Варианты эмиссии ипотечных ценных бумаг приходится откладывать на потом из-за отсутствия инвесторов-покупателей. Возможно, разрешение на вложение средств пенсионных фондов в ипотечные ценные бумаги будет дано уже в ближайшее время. Это, а также принятие закона «О секьюритизации», существенно подтолкнет общие объемы эмиссии.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают проблемы с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

Анализ состояния российской банковской системы показывает, что такой вариант развития событий маловероятен. Действительно, некоторые небольшие банки выдали больше кредитов, чем сегодня готово выкупить у них АИЖК. Но, с одной стороны, по информации из АИЖК, агентство пересматривает объемы выкупа закладных, выданных по его стандартам, в сторону увеличения. С другой стороны, портфель кредитов можно продать другим покупателям (см. ответ на предыдущий вопрос). Суммарные объемы выданных кредитов мелких и средних банков таковы, что не несут в себе угрозу для стабильности банковской системы.

*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

Глобальное ухудшение экономической ситуации, рост проблемы ликвидности, кризис на смежных рынках (в т.ч. на перегретом сейчас рынке труда) может привести к усугублению дефицита ресурсов в российской банковской системе. В свою очередь, дефицит ресурсов приведет к сворачиванию программ кредитования, в том числе ипотечного. Очень важны в этом случае адекватность и своевременность действий Банка России и Минфина, чтобы не получилось так, что средств в Стабфонде много, а экономика шатается от финансового голода. Нельзя также сбрасывать со счетов политические риски.

**Мария Полякова**  
заместитель директора департамента методологии и маркетинга,  
ОАО «АИЖК»



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Причин, как обычно, несколько. Психологически, чем дольше сохраняется стабильная благоприятная конъюнктура, тем к большим рискам готовы инвесторы.

В Америке десятилетиями наблюдалась позитивная ценовая динамика на рынке недвижимости, что при положительных темпах роста экономики и финансового рынка, обусловило активное развитие рынка ипотеки. Объем американского рынка ипотечных ценных бумаг превосходит объем европейского рынка и сравним с объемом рынка госдолга США.

При этом доля кредитов невысокого качества оказалась существенной в масштабах всего рынка. Именно по этим кредитам при ухудшении ценовой конъюнктуры и повышении ставок начались дефолты. По идее, кредиты невысокого качества подлежат выборочной секьюритизации, при этом цена привлечения отражает риски инвесторов. Однако, в условиях сильно развитого финансового рынка в Америке именно такие кредиты были востребованы в большом объеме хедж-фондами и другими спекулятивными игроками.

Массовый дефолт заемщиков на фоне снижения цен на недвижимость вызвал цепную реакцию - на финансовом рынке потерпели убытки крупные инвесторы. С целью перестраховаться более консервативные инвесторы в срочном порядке переложились из активов, обеспеченных ипотекой, в наиболее консервативные американские казначейские обязательства.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности российских банковских структур?*

Конечно, ощущается. С одной стороны, многие банковские структуры привлекают ресурсы на западных рынках, поэтому стоимость их пассивов возросла. С другой стороны, возросла стоимость привлечения на внутреннем рынке, что препятствует банкам, имеющим пороговые показатели ликвидности, наращивать портфель, сдерживая секьюритизацию.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Наибольшей проблемой представляется временное закрытие рынка займов для российских эмитентов ИЦБ. Кредиторам придется искать возможности покрытия проблем с ликвидностью, скорее всего, с потерей доходности, возможно, даже с временными убытками.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Стоит обратить внимание на соотношение качества-количества кредитных портфелей банков. С этой точки зрения, кризис в Америке является своевременным напоминанием российским кредиторам о необходимости поддержания качества портфелей при активном наращивании бизнеса.

Весьма полезным последствием кризиса на американском рынке может быть усиление политики качественного развития рынка и формированием инструментов поддержки ликвидности ипотечных кредиторов в кризисных ситуациях. Сегодня для сохранения конкурентного рынка необходимо поддержать региональные, небольшие банки, испытывающие дефицит средств и вынужденные продавать свои качественные портфели по заниженной цене.

*- Должна ли возрасти роль риск-менеджмента в российских банках в связи с последними событиями на рынках капитала?*

Риск-менеджмент появился в российском бизнесе не так давно. До недавнего времени банки руководствовались преимущественно требованиями ЦБ РФ по нормативам ликвидности. В настоящее время банки все больше осознают необходимость построения системы управления рисками. Думаю, кризис ликвидности на мировом рынке капитала станет дополнительным стимулом для совершенствования систем риск-менеджмента.

*- Насколько адекватна сегодня система оценки рисков ипотечного кредитования в России?*

На этот вопрос трудно ответить - у каждого кредитора своя система, учитывающая в том числе специализацию банка, структуру его пассивов по источникам привлечения и срочности. Учитывая такой объективный показатель, как низкая доля просрочек по ипотечным кредитам по сравнению с зарубежными показателями - кредиторы по-прежнему отбирают самых хороших заемщиков. Небольшой рост этого показателя неизбежен по мере развития рынка.

Крупные игроки внедряют зарубежные скоринговые системы оценки заемщиков, совершенствуют технологии выдачи, сопровождения, рефинансирования кредитов. С развитием рынка накапливается статистика и улучшаются методы оценки рисков. Учитывая молодость риск-менеджмента в российской практике, необходимо привлекать зарубежные технологии к оценке и управлению рисками в ипотеке.

*- Долговой рынок России сегодня практически закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Более того, некоторые рефинансирующие компании сократили объемы выкупа из-за проблем с ликвидностью. Другие, наоборот, скупают ипотечные портфели, но при этом по более высоким ставкам (соответственно по цене с дисконтом).

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию соблюдает взятые на себя обязательства по рефинансированию кредитов, выданных региональными партнерами. Более того, Агентство ведет работу с Правительством Российской Федерации по увеличению государственной поддержки деятельности Агентства, направляемой на увеличение объемов рефинансирования ипотечных кредитов, выдаваемых в первую очередь по социальным программам.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают проблемы с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

Возможны временные проблемы у небольших региональных банков. Некоторым приходится распродавать портфели. Вероятен передел рынка в пользу крупных кредиторов, сокращение количества игроков, как следствие, сжатие конкуренции на рынке, возможно временное ухудшение условий кредитования.

*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

Глобально для ухудшения ситуации в российской экономике и критического сокращения денег в обороте необходимо снижение мировых цен на нефть и другие энергоносители. Сам по себе российский ипотечный рынок не может стать катализатором кризисных явлений для отечественной экономики, поскольку не обладает достаточным масштабом и не несет в себе рисков некачественных кредитов. Хотя, сокращение количества игроков на рынке и повышение концентрации бизнеса в крупных банках, в том числе, зарубежных, гипотетически повышает вероятность неожиданного развития ситуации, особенно в условиях глобальных кризисов на мировом рынке.



**Ольга Садовская**

**начальник департамента ипотечного кредитования, Городской ипотечный банк**

*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

- Падение цен на недвижимость в соответствии с цикличностью изменений цен на недвижимость;
- общее повышение ставок по ипотечным кредитам, следующее за повышением ставок рефинансирования Федеральной Резервной Системы;
- высокорисковые стратегии участников рынка, ослабление требований и стандартов по выдаваемым ипотечным кредитам;
- недостатки самой системы рефинансирования ипотечных кредитов, по которой инвесторы, покупавшие ипотечные ценные бумаги, в основном полагались на оценку рейтинговых агентств.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности Вашего банка?*

Кризис, вызванный невозвратом ипотечных кредитов в США, в той или иной степени, повлиял на всех участников ипотечного рынка. В частности, не секрет, что кризис подорвал доверие инвесторов к определенным пулам ипотечных ценных бумаг. В этой ситуации инвесторы требуют дополнительную компенсацию за повышенный риск. Поэтому банки, которые намеревались рефинансировать выданные ипотечные кредиты путем секьюритизации, вынуждены привлекать инвесторов большей доходностью, что не всегда экономически целесообразно. Именно поэтому многие банки, в том числе и Городской Ипотечный, отложили сделки по секьюритизации до момента стабилизации ситуации на рынке, и используют более выгодные источники финансирования.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Если говорить о банках, - это, прежде всего, удорожание стоимости и ухудшение возможности привлечения средств для финансирования ипотечных операций. Для заемщиков это означает повышение процентных ставок за пользование ипотечным кредитом, и мы уже наблюдаем данную тенденцию на рынке.

Одним из возможных последствий кризиса также может стать перераспределение долей рынка в результате сокращения числа банков, выдающих ипотечные кредиты. Скорее всего, это коснется банков, ограниченных в длинных финансовых ресурсах. Небольшие участники рынка – оригинаторы – будут вынуждены практически сразу переуступать выданные кредиты лидерам рынка, которые будут накапливать и далее эффективно рефинансировать пулы кредитов. Что касается приостановки или сворачивания отдельными банками ипотечных программ, это зависит от того, какими ресурсами располагает банк для дальнейшей выдачи ипотечных кредитов. Если проблем с ликвидностью и финансированием нет, то нет и причин для того, чтобы останавливать выдачи ипотечных кредитов и сворачивать ипотечные программы. Ведь ипотека является наименее рискованным видом кредитования с точки зрения обеспечения кредита залогом. А снижение темпов роста ипотечных портфелей у некоторых банков, наблюдаемое сейчас на рынке, вызвано реакцией на панические настроения на ипотечном рынке и неопределенностью по поводу условий рефинансирования выдаваемых ими ипотечных кредитов. Когда ситуация прояснится, банки вновь станут наращивать объемы выдачи.

Еще одно из последствий кризиса - изменение требований к заемщикам. Если говорить о российском рынке ипотеки в целом, этот процесс уже начался. Сейчас мы являемся свидетелями того, как в некоторых банках, где планка риска была поднята достаточно высоко, происходит переоценка рисков и пересмотр существующих требований к заемщикам. Но, в любом случае, каждый конкретный банк решает этот вопрос по-своему, исходя из степени сбалансированности кредитной политики и возможностей финансирования. Если существующая кредитная политика сбалансирована, основана на системном анализе потенциальных рисков, нет необходимости в ужесточении требований к заемщикам.

Вместе с тем, кризис принес и положительные моменты. Параллельно банками происходит переоценка рисков, связанных с ипотечным кредитованием, - а это очень позитивный результат. После кризиса российская ипотечная отрасль станет более крепкой, и выдаваемые ипотечные кредиты по своим параметрам будут более соответствовать новым требованиям инвесторов.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

Кризис в США является хорошим примером отрицательного опыта для всех российских банков, он заставил лишний раз задуматься о качестве выдаваемых кредитов. Учитывая ошибки западных банков, мы можем либо смягчить негативные последствия возможного кризиса, либо предотвратить их наступление.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

Кризис показал, что данная система не всегда являлась адекватной, и рейтинговые агентства обращали недостаточное внимание на управление кредитными рисками и качество кредитного портфеля.

*- Возросла ли роль риск-менеджмента в Вашем банке в связи с последними событиями на рынках капитала?*

Мы всегда уделяли повышенное внимание риск менеджменту, и подтверждением высокого качества управления рисками является достаточно низкий уровень просроченной задолженности в нашем кредитном портфеле – менее 1 %. Учитывая рыночную конъюнктуру, мы и в дальнейшем будем придерживаться принципа системности и анализа всех рисков, принимая во внимание все возможные кризисные сценарии на мировых рынках.

*- Долговой рынок России сегодня практически закрыт, размещений практически не происходит. Какие способы рефинансирования могут быть доступны банкам в текущее время?*

Есть множество альтернатив, например, продажа портфелей ипотечных кредитов другим игрокам рынка.

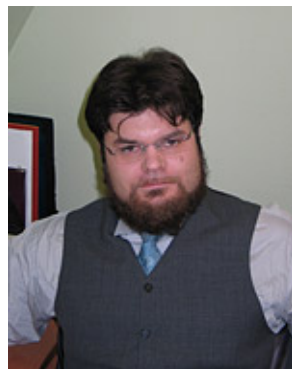
*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

На данный момент в России нет факторов, которые могли бы привести к существенному росту просроченной задолженности по ипотечным кредитам. Кризис неплатежей по ипотечным кредитам может наступить в ситуации, когда у населения будет недостаточно доходов для погашения задолженности по кредитам или вследствие резкого падения доходов (а за последние годы мы видим неуклонный рост доходов населения), или вследствие существенного повышения ставок по уже выданным кредитам (что невозможно в силу того, что подавляющее большинство кредитов выдается в России по фиксированной ставке, кредиты с плавающей ставкой, привязанной к рынку, практически не пользуются спросом).

Кроме того, в отличие от западной практики, у нас не так много кредитов, выданных без первоначального взноса. То есть заемщики вложили в покупку жилья существенную часть собственных денежных средств, и психологически им гораздо сложнее будет расстаться с купленным на кредитные средства жильем и потерять в том числе свои деньги. Тот кризис, который мы сейчас наблюдаем на Западе – кризис сегмента «второсортных», или низкосортных, кредитов (sub-prime), которых в России практически нет.

Если посмотреть на статистику – уровень просрочек по ипотечным кредитам в России остается на порядок ниже соответствующего мирового уровня. Кроме того, объем российского рынка ипотеки по величине несопоставим с Западным. Поэтому в России данная ситуация маловероятна.

**Александр Казаков**  
заместитель генерального директора по правовым вопросам,  
компания RuMAC



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

У американского рынка субстандартной ипотеки есть три основные проблемы: инвесторы, должники по ипотечным кредитам и цена на недвижимость. В большинстве случаев, при выкупе у originаторов субстандартных продуктов договоры предусматривали условия для полного обратного выкупа в течение 3-4 месяцев с момента продажи в случае дефолта по кредиту. Инвесторы воспользовались этим правом, когда в результате снижения цен на недвижимость и повышения процентной ставки заемщики по субстандартным кредитам перестали исполнять свои обязательства. В результате банки-оригинаторы испытали серьезные трудности с ликвидностью, а многие не смогли исполнить свои обязательства по выкупу.

Снижение требований к должникам в стандартах выдачи ипотечных кредитов повлекло появление огромного количества так называемых «экзотических ипотечных продуктов» (кредиты без документов, кредиты с нарастающими платежами и т.д.) и серьезное увеличение случаев мошенничества (Недавно ФБР вынуждено было учредить особый отдел по борьбе с мошенничеством на рынке ипотечного кредитования). Кроме того, многие кредиты выдавались на основании презумпции роста цен на недвижимость.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности российских банковских структур?*

Безусловно. Американский ипотечный кризис напрямую не затронул Россию, но Российские банки затронул кризис ликвидности, который возник в результате ипотечного кризиса. Боюсь, что в краткосрочной перспективе рефинансирование уступит место простому фондированию бизнеса.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Повышение стоимости денег, что должно привести либо к росту процентных ставок по ипотечным кредитам, либо к уменьшению объемов ипотечного кредитования в России.

*- Какие выводы можно сделать из возникшей ситуации в сегменте subprime в США и последовавшем кризисе ликвидности?*

России необходимо отказаться от государственного вмешательства в рынок ипотеки и попыток императивно понижать процентные ставки. Кроме того желательно приостановить развитие «экзотических» продуктов на российском рынке.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

Роль рейтинговых агентств на рынке была слишком преувеличена. Рейтинг не должен восприниматься как гарантия от рейтингового агентства, но лишь как ориентир для самостоятельного взвешивания рисков.

*- Существует мнение, что в связи с кризисом на долговых рынках, многие банки не могут рефинансировать свой бизнес и испытывают проблемы с ликвидностью. Возможны точечные дефолты мелких и средних банков. Какова Ваша точка зрения по этому вопросу?*

Этот сценарий был бы возможен, если бы российские банки имели на балансах большой объем ипотечных кредитов. Однако совокупная доля ипотечного кредитования в ВВП страны настолько мала, что вероятность дефолтов банков я считаю низкой.

**Роман Воробьев**  
член правления, начальник дирекции по работе с физическими лицами,  
Райффайзенбанк



*- Назовите основные причины возникновения кризиса на рынке ипотеки subprime в США?*

Основной причиной кризиса ипотечного кредитования в США явилось снижение цен на жилье, а также снижение способности американцев брать займы на покупку жилья в связи с повышением процентных ставок по ипотечным кредитам.

Получить кредит на жилье в США несложно - зачастую даже не требуется документов, подтверждающих размер доходов. Поэтому, именно выдача большого количества неподкрепленных ничем кредитов в значительной степени повлияла на возникновение кризиса в сфере жилищного кредитования. Заемщики просто перестали выполнять свои обязательства перед банками.

*- Ощущается ли влияние кризиса на мировых рынках капитала (на долговых рынках) на деятельности Вашего банка?*

Для нас привлечение средств на фоне кризиса ликвидности не является серьезной проблемой. Банк привлекал средства не только на международных рынках, но в том числе и от населения. К тому же мы изначально понимали, что физические лица являются более стабильной базой и нельзя ориентироваться только на финансовые институты.

*- Какие последствия кризиса на мировых рынках наиболее актуальны для России?*

Определенные сложности могут возникнуть у тех банков, которые специализируются на рынке розничного кредитования, но при этом никогда не занимались привлечением средств физических лиц в депозиты, а ориентировались исключительно на привлечение средств от финансовых институтов либо внутри России, либо за рубежом. Поскольку финансовые институты за рубежом сейчас испытывают сложности с ликвидностью, то, соответственно, они не смогут предоставлять средства нашим банкам в том объеме, в каком они предоставляли их ранее. Поэтому таким банкам будет сложно продолжать так же динамично увеличивать кредитный портфель, как это было до сегодняшнего дня. Остальные участники финансового рынка будут испытывать подобные проблемы в меньшей степени. Райффайзенбанк ориентируется не только на финансовые ресурсы за рубежом, но и привлекает средства вкладчиков. Выдачи ипотечных кредитов в Райффайзенбанке осуществляются согласно запланированным нормам. Кризис показал, что мы не можем полностью опираться на международные рынки. В России должен быть свой развитый внутренний рынок.

*- Какую роль сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса? Является ли, на Ваш взгляд, система присвоения рейтингов структурированным ценным бумагам адекватной?*

По мнению некоторых экспертов рейтинговые агентства недостаточно быстро отреагировали на изменение ситуации в ипотечном секторе США (они выпускали рейтинги облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами), что способствовало усугублению обстановки на этом рынке. Сейчас по этому делу ведется разбирательство.

*- Какие факторы могут привести к возникновению кризисной ситуации в России?*

На сегодняшний день для ряда российских банков актуальна проблема недостатка ликвидности. И если в каком-либо банке эта нехватка достигнет критической величины, то в первую очередь она отразится на ипотечных кредитах, поскольку они являются наиболее долгосрочными продуктами. Основной фактор риска кроется в ответе на вопрос: какое фондирование привлекает тот или иной банк? Если банк не привлекает депозиты, а средства заимствует либо на внутреннем, либо на внешнем рынке, то в нынешней ситуации он становится уязвимым.

Но, я не считаю сегодняшнюю ситуацию предвестником кризиса. Кризис возникает, когда банк не может выполнять свои обязательства перед вкладчиками. Мы, наверное, впервые в новейшей банковской истории сталкиваемся с противоположной ситуацией, когда с точки зрения вкладов как раз все в порядке.



## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ

**Николай Фролов**

заместитель генерального директора, КБ «МИА» (ОАО)

*- Охарактеризуйте основные параметры размещения ипотечных ценных бумаг банка «МИА»?*

Основные параметры выпуска:

- объем – 2 млрд. рублей
- номинал – 1000 руб.
- количество ценных бумаг – 2млн. штук
- цена размещения – по номинальной стоимости
- оферта – 2 года с даты окончания размещения
- срок обращения – 8 лет
- ипотечное покрытие в виде залога прав требования по кредитам юридическим и физическим лицам. Ипотечные кредиты, входящие в состав ипотечного покрытия, выданы в соответствии со Стандартами предоставления ипотечных кредитов в рамках Московской ипотечной программы. Ведение реестра ипотечного покрытия осуществляется специализированным депозитарием – ЗАО «ДК Регион»
- процентная ставка по купону на первые два года обращения определялась на конкурсной основе среди потенциальных покупателей в дату начала размещения
- Организатор выпуска – ОАО «Банк Москвы»



*- Как Вы оцениваете итоги размещения?*

Принимая во внимание возникшие затруднения с ликвидностью у многих банков и на этом фоне снижение общего интереса участников фондового рынка к первичным размещениям, результаты размещения наших облигаций - в полном объеме со ставкой по купону в размере 9 % - можно считать успешными. Повышение процентных ставок – объективная реальность. Это показали и результаты размещений других эмитентов, в том числе крупных госбанков. По нашим расчетам, сформировавшаяся на конкурсе процентная ставка позволяет банку поддерживать приемлемый уровень доходности от вложения привлеченных денежных средств в реализуемые Банком ипотечные программы.

*- С какими сложностями Вы столкнулись при размещении ценных бумаг?*

Основная сложность была связана с ухудшением ситуации на денежном рынке и необходимостью в связи с этим переноса срока размещения. Первоначально размещение планировалось провести в конце августа - начале сентября 2007 г. Выбранный банком момент размещения в середине октября оказался удачным.

*- Как повлиял кризис ликвидности на рынках капитала на принятие решения по выпуску и его организацию?*



Решение о выпуске облигаций принималось Советом директоров банка еще весной 2007 г., когда ситуация на фондовом рынке была более благоприятная. Кризис ликвидности на рынках капитала повлиял на фактические сроки размещения.

*- Данный выпуск ипотечных ценных бумаг является дебютной секьюритизацией по российскому праву с баланса банка. Каковы особенности подобной схемы сделки?*

Главная особенность – то, что эмитентом ипотечных облигаций является сам банк, а не SPV (специально созданная структура).

В отличие от секьюритизации с использованием SPV, в нашем случае по мере обращения ипотечных облигаций состав и структура ипотечного покрытия может изменяться. Поскольку предоставление ипотечных кредитов является основной деятельностью банка, объем выдаваемых ипотечных кредитов стабильно возрастает. Соответственно, источники покрытия будут в наличии в течение всего периода обращения облигаций. Благодаря возможности замещения выбывающих в процессе погашения кредитов вновь выдаваемыми ипотечными кредитами, ипотечное покрытие наших облигаций в период их обращения поддерживается на уровне, превышающем номинальную стоимость облигаций. Поэтому по облигациям не предусмотрена амортизация основного долга. Ипотечное покрытие имеет высокие характеристики. Коэффициент LTV (отношение суммы кредита к оценочной стоимости недвижимости) не превышает 70 %.

Учитывая достаточно высокий международный рейтинг банка – Ba2 от Moody's, мы не ставили задачу присвоения рейтинга самим облигациям. Для инвесторов, купивших облигации последнего выпуска, есть и еще один положительный момент. Как и облигации предыдущих выпусков, они с большой долей вероятности могут быть включены в Ломбардный список Банка России и котировальный список ФБ ММВБ высшего уровня, что позволит не только получать кредиты Банка России, но и предложить наши ипотечные облигации НПФ и страховым компаниям.

*- Насколько сложной была юридическая подготовка сделки?*

Подготовка была достаточно сложной. Во-первых, именно потому, что это первый выпуск ипотечных облигаций с баланса банка, нашему банку совместно с юридическим консультантом, спецдепозитарием и организатором выпуска приходилось решать новую для всех задачу.

Во-вторых, нам пришлось столкнуться с неоднозначным толкованием в различных нормативных документах положений Закона об ипотечных ценных бумагах. Все, кто принимал участие в подготовке выпуска ипотечных ценных бумаг, получили огромный практический опыт. Отдельные вопросы, которые обсуждались в процессе подготовки эмиссионных документов с регуляторами рынка – Банком России и ФСФР, могут послужить основой для внесения необходимых изменений в действующие нормативные документы.



## ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

**Виктория Бакланова, СГА**

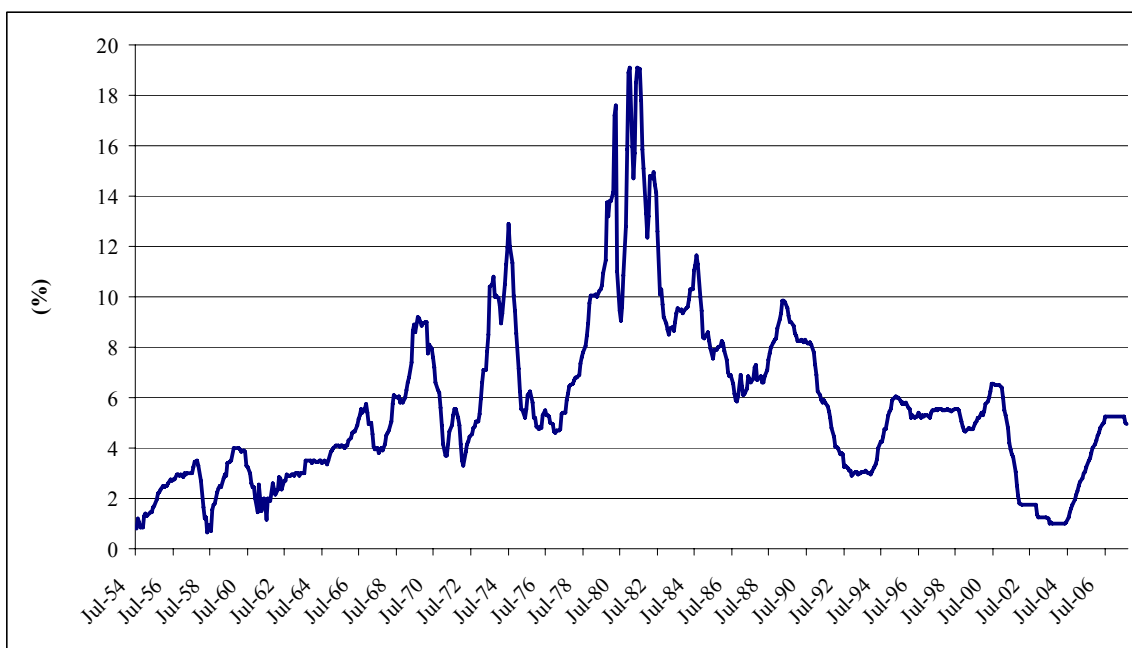
директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний  
рейтинговое агентство Fitch Ratings, Нью-Йорк

### Итоги кризиса: меры, принимаемые крупными участниками рынка и регулируемыми организациями по восстановлению ликвидности

Одним из основных вопросов, стоящих перед развивающимися рынками секьюритизации и, в частности, перед российским рынком, является вопрос итогов кризиса американского жилищного рынка, а также тесно с ним связанного рынка секьюритизации. Цель этой статьи – проследить основные тренды, а также осветить мнения ведущих экспертов в области секьюритизации по поводу итогов кризиса.

Продолжительный период беспрецедентно низких процентных ставок в США[1] девальвировал оценку кредитного риска и спровоцировал снижение стандарта выдачи кредитов в целом, но особенно ипотечных кредитов.

### Ставка FFO в США, месячные показатели (январь 1954 – сентябрь 2007)



Данные по уровню ставки предоставляются Федеральным резервом с июля 1954 года. Мы видим, что последний раз ставка падала до уровня ниже 2 % в октябре 1958 года, но никогда не задерживаясь на таком низком уровне. Однако период с декабря 2001 до ноября 2004 оказался кредитной бомбой замедленного действия.

В этот период основное кредитоспособное население реализовало «американскую мечту» о покупке дома, рефинансировало уже купленное жилье, или монетизировало накопления в виде более дорогой недвижимости. Тогда наравне с традиционными ипотечными продуктами – 30-летний ипотечный кредит с фиксированной ставкой – населению стали предлагаться многочисленные новые ипотечные продукты. Цель подобного финансового инжиниринга – предложить возможность покупки жилья менее состоятельной части

населения (или более дорогого жилья – среднему классу) с помощью ипотечного кредита, платежи по которому были бы посильны в настоящее время.

Новые виды ипотечного кредитования были созданы и активно предлагались всем желающим в пик роста цен на недвижимость. Ипотечные банки активно секьюритизировали быстро собиравшиеся портфели ипотечных кредитов.

На рынке сложилась следующая цепь прохождения ипотечных продуктов:

- ипотечный кредит выдан заемщику ипотечным банком или брокером, работающим с этим банком;
- ипотечный кредит оказался на балансе банка;
- банк аккумулирует портфель ипотечных кредитов
- портфель ипотечных кредитов продается (1) частным инвесторам через правительственные жилищные агентства; (2) частным инвесторам без гарантий правительственных жилищных агентств;
- портфельные инвесторы (real cash, long-only investors) покупают секьюритизированные ипотечные продукты без использования кредитного плеча с целью долгосрочного инвестирования в соответствии с инвестиционными декларациями от имени своих акционеров или пайщиков (страховые компании, пенсионные фонды, паевые фонды);
- хедж-фонды и CDO менеджеры (leveraged investors) покупают секьюритизированные ипотечные продукты с использованием кредитного плеча с целью эксплуатации арбитража между различными положениями на кривой доходности и кредитного спреда. Эти же категория инвесторов интенсивно использует возможности короткой продажи, предоставляемые индексными продуктами.

Проблемы начались, когда арбитраж у последней категории инвесторов перестал работать. Арбитраж перестал работать, в основном, по причине недооценки риска дефолтов по ипотечным продуктам, предоставленным в период наиболее расслабленного отношения к их выдаче. Период широко обсуждаемых банкротств хедж-фондов пришелся на весну этого года.

В начале лета финансовые организации сделали попытку объективной оценки рисков секьюритизированных ценных бумаг в портфелях и на балансах, а также попытку «разгрузки». В августе 2007 года финансовый рынок столкнулся с тем, что покупателей секьюритизированных активов практически не осталось.

Что же случилось в августе, что сделало текущих кризис кредитного рынка затяжным? 6 августа 2007 года три специальных агента по выпуску коммерческих бумаг залогом не смогли рефинансировать выпуски, предъявленные к погашению (ABCP extension event). Так на сцене появились дотоле мало кому знакомые в деталях американские фонды денежного рынка (2a-7 money market funds).

Значение фондов денежного рынка для здоровья американской финансовой системы невозможно переоценить. Фонды денежного рынка обслуживают три цели: 100% сохранность вложенного капитала, ежедневная ликвидность, доходность на уровне не ниже банковских депозитов. Первые денежные фонды были основаны в начале 70-х годов, и с тех пор ни один частный инвестор не потерял ни цента, инвестируя в эти фонды. За тридцать лет своего существования денежные фонды разрослись в индустрию с 3 триллионами долларов под управлением, обеспечивая, в том числе, многочисленные казначейские функции американских корпораций. Инвестиции в подобные фонды можно найти за строчкой “cash and cash equivalents” балансовых отчетов различных организаций.

Деятельность этих фондов считается одним из исторических успехов американской Комиссии по ценным бумагам. Практически все зарубежные финансовые регулирующие организации обращались в Комиссию за обменом опытом по деятельности фондов денежного рынка, однако ни одна страна мира еще не смогла полностью воплотить этот опыт на местном рынке. Высокоразвитый и прозрачный финансовый рынок является следствием деятельности фондов денежного рынка.

В начале августа менеджеры фондов денежного рынка засвидетельствовали впервые в истории рынка ABCP невозврат инвестиций в коммерческие бумаги с залогом в ожидаемый срок. Менеджеры денежных фондов перестали покупать подобные бумаги. Речь шла о нескольких миллиардах долларов активов, которые надо

было рефинансировать или, по условиям специального агента, передать обратно на баланс спонсирующей организации.

Далее все зависело от финансового состояния спонсирующей организации. В сентябре несколько специальных агентов, спонсированные американскими хедж-фондами, фондами частных инвестиций, а также отдельными немецкими банками, оказались неспособны рефинансировать выпуски коммерческих бумаг с залогом и были поставлены перед необходимостью продажи портфелей. В зависимости от деталей организации специального агента, инвесторы должны либо разделить выручку от ликвидации портфеля, либо погасить бумаги за счет кредитной линии спонсирующей финансовой организации.

К концу сентября несколько специальных агентов уже занимались либо ликвидацией активов на открытом рынке, либо поиском оптового покупателя, либо раздачей активов инвесторам. Все действия сопровождались пристальным вниманием прессы, которая в данном случае, никакой ясности не вносила в силу финансовой неподготовленности журналистов, а только подливала масла в огонь. Инвесторы фондов денежного рынка - сотрудники корпоративных казначейств - были в панике, обрывая телефоны управляющих компаний. Так на кризис ликвидности наложился созданный прессой headline risk.

В октябре начался последний акт драмы рынка ABCP – SIV[2] liquidation. SIVs служили одним из основных объектов инвестиций фондов денежного рынка, наравне с инвестициями в бумаги, выпущенные правительством США. Первый SIV был организован в начале 90-х годов Ситибанком, с тех пор практически каждый крупный американский банк спонсировал подобную программу. В течение последних двух лет, однако, в бизнесе управления SIV появились небанковские финансовые организации: страховые компании и управляющие компании.

Поскольку рынок функционировал без малейшего сбоя около 15 лет, требования к структуре SIV были снижены, и образовались гибридные программы - что-то среднее между SIV и CDO. Эти программы получили название «облегченного» SIV (SIV-lite). SIV-lite последнего поколения, в основном, занимались инвестициями в самые старшие транши пулов с залогом sub-prime с рейтингом не ниже AA. Эти инвестиции финансировались с помощью выпуска коммерческих бумаг, которые и покупали, в основном, фонды денежного рынка. Размер рынка SIV к середине лета 2007 составлял \$400 миллиардов. Чтобы осознать масштаб проблемы, отметим, что вся денежная база российской банковской системы составляет \$183.5 миллиардов (данные Центрального Банка России на 1 октября 2007 года).

Массовые и многократные понижения рейтингов на мезонинные транши ценных бумаг с залогом subprime привели к цепной реакции и практической остановке торговли по всем траншам, включая самые старшие, на которые рейтинги не были снижены, а также на большинство секьюритизированные ценных бумаг вне зависимости от типа активов. SIV оказались неспособны рефинансировать коммерческие бумаги и должны были начать ликвидацию портфелей. Перед рынком, который едва начал оправляться после массовых потерь хедж-фондов, встала настоящая проблема – угроза ликвидации \$400 миллиардов высококачественных секьюритизированных активов, а также того, что потери должны будут понести фонды денежного рынка. Доллар мог уже не стоить доллар в фондах, сила которых приравнивалась к банковским депозитам, а строгое регулирование и надзор воспринимался непрямой гарантией Комиссии по ценным бумагам.

Тогда три крупнейших американских банка - Citi, Bank of America и Wachovia - они же крупнейшие участники рынка SIV, они же крупнейшие инвесторы в коммерческие бумаги, выпущенные SIV, предложили рынку план спасения финансовой индустрии руками самой индустрии: создание super SIV (Master Liquidity Enhancement Conduit or MLEC). Предполагается, что MLEC будет выкупать высококачественные активы у других SIV, которые не смогли рефинансировать свои портфели, чтобы предотвратить ликвидацию активов в условиях отсутствия ликвидности. Предполагаемый размер MLEC - \$100-80 миллиардов.

Это как раз то, что приветствуется и американскими финансовыми регулирующими организациями: самоорганизация участников рынка без перекладывания финансовых потерь на плечи налогоплательщиков. Как заметил секретарь казначейства США Генри Полсон, откусывая от бутерброда во время организационной встречи участников рынка SIV в его кабинете: «Казначейство заплатило за ваши бутерброды, этим финансовый вклад Казначейства и ограничится».

В настоящее время детали проекта все еще обсуждаются, однако, факт самоорганизации участников рынка для спасения рынка, а также открытое поощрение такой организации со стороны Казначейства США, вселяет надежду, что крушение американской финансовой системы откладывается на неопределенное время.

В заключении можно сказать, что одним из основных уроков американского кризиса ликвидности является осознание хрупкости и уязвимости финансовой системы. По аналогии с экосистемой, наше выживание как человечества зависит от нас самих, а также от организованных усилий участников рынка, нацеленных на защиту системы.

По долгу службы автор этой статьи ежедневно общается с менеджерами фондов денежного рынка. В начале августа руководитель отдела инвестирования наличности компании Barclay's предположила, что кризис ликвидности может затянуться на 6 месяцев. Тогда это показалось нереально долгим. Сегодня только оптимисты предполагают, что ликвидность восстановится в первом квартале 2008-го года. Поживем – увидим. Однако перспективы организации ликвидного российского рынка секьюритизированных бумаг отодвигаются на время, необходимое американским инвесторам, чтобы решить проблемы у себя дома.

#### **Примечания:**

1. FFO - Federal Fund Overnight rate – средневзвешенная ставка, по которой финансовые организации заключают сделки overnight.
2. SIV – Special Investment Vehicle – разновидность специального агента, созданного с целью инвестиций в относительно краткосрочные бумаги (до 3 лет) высокого кредитного качества. Инвестиции финансируются выпуском коммерческих бумаг и нот с погашением до 13 месяцев. Все SIVs организованы таким образом, чтобы удовлетворять требованиям AAA рейтинга.

**Игорь Аксенов, CFA**  
**CDO трейдер, Royal Bank of Scotland**

#### **Кризис на рынке ипотечных бумаг – пред(последняя ?) волна**

В данной статье автор ставит своей целью рассказать о последних событиях на рынке ипотечных бумаг и последствиях для инвесторов во всем мире.

#### **История вопроса**

Как уже упоминалось в предыдущих статьях этого и других авторов, волна кредитных проблем, впервые проявившая себя в начале этого года, начала нарастать и в июне погребла под собой первые два крупных фонда[1]. Окончательные потери все еще уточняются, но цифры в 2-3 миллиарда долларов вполне консервативны.

В июле растущие опасения банков в связи с неопределенностью ситуации привели к ужесточению условий рефинансирования и к крушению бизнес модели целого ряда фондов использовавших кредитное плечо для финансирования инвестиций в бумаги с прямым (ABS HEL) и опосредованным (CDO) обеспечением subprime. Последовавшая вслед за этим череда потерь среди более мелких игроков была менее заметна, но не менее внушительна по объемам. Несмотря на относительно небольшие суммы прямых потерь, опосредованные потери в связи с исчезновением ликвидности на рынке и общем кризисе доверия к бумагам с обеспечением subprime сложно оценить даже сейчас.

Отсутствие точной информации о финансовом положении многих игроков рынка (немало из которых – в частности хедж фонды – не обязаны раскрывать детали своей деятельности) увеличивало опасения кредиторов все лето. В августе это привело к более системным проблемам, когда многие инвесторы первый раз рассмотрели чем обеспечены их вложения в ранее считавшиеся безрисковые фонды денежного рынка (money market funds) и краткосрочные облигации (commercial paper).



Стоит заметить что постоянная переоценка всех бумаг с обеспечением subprime равно как и инвесторов и компаний активно их покупавших (CDO) в сторону их понижения сделала совершенно реальной угрозу ликвидация целого ряда фондов. Потенциальный выброс миллиардов долларов бумаг такого рода на практически неликвидный рынок привели к лавинообразному падению цен.

Ситуация стабилизировалась, когда пришло понимание динамики рынка и основные игроки поняли неизбежность списания немалой части сделанных инвестиций. Вторичный рынок вновь открылся, в основном в форме производных бумаг, где уровень цен предполагал, что CDO просуществуют 2-3 года, перед тем как исчезнут из-за потерь вследствие неплатежей заемщиков.

### Последняя волна?

Последняя на сегодня волна кризиса была начата 11 октября неожиданным решением рейтингового агентства Moody's понизить рейтинги большого количества бумаг с обеспечением subprime 2006 года, которые были основными активами CDO. В течение последующих 10 дней Standard and Poor's понизило рейтинги большого количества бумаг subprime 2007 и 2005 года; Moody's понизило рейтинги полусотни CDO; как нетрудно догадаться, это только подлило масла в огонь.

Чтобы объяснить эффект этих шагов на бумаги CDO необходимо кратко рассмотреть их структуру. CDO являлись наиболее популярным инструментом инвесторов на рынке бумаг с обеспечением subprime, которые покупали транши с повышенным риском (рейтинги Baa2/BBB) с очевидной целью выиграть на повышенном купоне. Риск, как и раньше, диверсифицировался по целому ряду параметров[2].

На более ранних стадиях развития рынка страховые компании (monoline insurance) предоставляли гарантии на старшие транши CDO. Для защиты своих вложений страховщики ввели в юридические документы вариант стандартной формулы технического дефолта (event of default[3]); этот вариант позволял владельцам старшего транша инициировать ликвидацию CDO при падении общей стоимости обеспечения (активов) ниже размера старшего транша. Условия варьировались, но основная концепция оставалась прежней. Даже после ухода страховых компаний с этого рынка и их замены банками организаторами система механизмов event of default сохранилась.

После первой череды потерь на рынке CDO пришедшейся на 2000-2002 годы, рейтинговые агентства ввели дополнительные требования по подсчету размеров обеспечения. В частности, при подсчете стоимости активов бумаги с рейтингами ниже инвестиционных категорий требовалось оценивать с использованием большего резерва (haircuts) чем бумаги с рейтингами более высоких категорий, которые оценивались по номиналу.

При активном росте на рынке CDO в течение последних 5 лет эти элементы юридических документов не получали должного внимания. Однако в последний месяц лавинообразное снижение рейтингов целых категорий бумаг привело к совершенно неожиданным для многих последствиям.

Когда сделки с активами, имеющими рейтинг в большинстве своем Baa2 или A2, внезапно превратились в активы с рейтингами Ba1 или даже Caa1, сработали правила описанные выше, урезавшие стоимость активов (используемую для расчета формулы технического дефолта) в некоторых случаях до 40% от номинала. Как следствие неизбежна череда технических дефолтов, даже несмотря на то, что активы CDO продолжают платежи и будут это делать определенное время.

По стандартным документам, технический дефолт дает держателям старшего транша право (1) объявить о прекращении деятельности CDO и (2) ликвидировать портфель активов и выплатить реализованные деньги держателям траншей. В то время как право начать ликвидацию находится в руках владельцев только старших траншей, реестродержатель должен по требованию любого из инвесторов произвести официальный расчет и объявить технический дефолт (при его наличии). Ожидание массового появления таких документов не добавляет стабильности.

Потенциал массовых ликвидаций CDO, вместе с уже существующей угрозой форсированных ликвидаций активов, финансировавшихся через рынок commercial paper, привел к очередному падению оценок всех бумаг на рынке. В данный момент рынок находится на грани, за которой может последовать массовая ликвидация активов и фактически полная потеря вложений инвесторов средних и младших траншей CDO.

Ожидания улучшения ситуации в связи с понижением процентных ставок банками Федеральной резервной системы на мой взгляд не являются оправданными. Помимо облегчения участи отдельных заемщиков такие шаги не приведут к системному решению проблемы. За исключением маловероятного сценария, в котором агентства правительства США выкупят все облигации обеспеченные бумагами subprime у участников рынка, неплатежи заемщиков и потери инвесторов неизбежны. Судя по всему, многочисленные финансовые организации во всем мире в течение следующих 2-3 лет понесут реальные убытки по мере распространения эффекта этих событий в финансовой системе.

#### Примечания:

1. Оба фонда находились под управлением компании Bear Stearns Asset Management.
2. Подтип заемщика, цель займа, географическое расположение недвижимости, тип займа, т.п. Единственным недиверсифицируемым фактором является повышенный риск всего пула заемщиков категории subprime.
3. Events of default – правила, описанные в проспекте эмиссии и других документах сделки, нарушение которых вызывает ряд заранее определенных последствий, чаще всего ликвидацию SPV.



### ИНДЕКСЫ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА – СЕНТЯБРЬ 2007

Совместный проект компаний РУСИПОТЕКА и RuMac под эгидой Национальной Ассоциации Участников Ипотечного Рынка (НАУИР) ставит своей задачей предоставление участникам ипотечного рынка аналитической информации для мониторинга рынка ипотеки и динамики ипотечных кредитных портфелей. Цель проекта индексов ипотечного рынка – дать рынку ипотечного кредитования дополнительные источники аналитической информации. Индексы будут полезны как банкам-оригинаторам, так и рефинансирующим организациям, работающим в сфере секьюритизации. Банки-оригинаторы смогут сравнить скорость изменения объемов выдачи кредитов для банка со среднерыночной, а также оценить скорость погашения портфелей кредитов. В свою очередь, рефинансирующие организации и их партнеры, инвестиционные банки, рейтинговые агентства, инвесторы в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ), смогут использовать индексы для моделирования динамики погашения портфеля кредитов и более точно оценивать стоимость ИЦБ.

RuMAC Mortgage Index (ипотечный индекс) - рассчитывается как отношение объема выданных кредитов за последний отчетный период к объему кредитов, выданных в базовом периоде (май 2007), умноженный на 100. Этот индекс показывает как быстро растут объемы выдачи кредитов.

$$RMI = \frac{100 * \text{Объем кредитов, выданных за месяц}}{\text{Объем кредитов, выданных за базовый месяц}}$$

RuMAC Prepayment Index (индекс досрочных погашений) - рассчитывается как аннуализированное отношение досрочных платежей за период к объему портфеля на начало периода за вычетом плановых платежей за период. Рассчитанный коэффициент есть так называемый Conditional Prepayment Rate (CPR)

Этот индекс показывает скорость досрочных погашений, т.е. позволяет оценить скорость амортизации портфеля кредитов. Например, значение индекса 30 будет означать, что примерно 30% кредитов будет досрочно погашено за год.

$$RPI = 1 - \left( 1 - \frac{\text{Досрочные погашения за период}}{\text{Портфель на начало периода} - \text{Сумма плановых погашений основного долга за период}} \right)^{12}$$

RuMAC Refi Index (индекс рефинансирования) - рассчитывается как аннуализированное отношение объема досрочных платежей за период в счет полного погашения кредитов к объему портфеля на начало периода за вычетом плановых платежей за период.

Этот индекс – работа на перспективу. Он показывает скорость полных досрочных погашений. Сейчас рефинансирование кредитов заемщиками идет с трудом по причинам, как юридического свойства, так и просто потому, что ставки по ипотеке несильно меняются в последнее время. В будущем следует ожидать упрощения процедуры для рефинансирования кредитов заемщиками. Рынок рефинансирования должен стать таким же динамичным как на Западе, где понижение ставок хотя бы на 0.5% уже влечет рост досрочных погашений кредитов, так как заемщики массово рефинансируются под меньший процент. RuMAC Refi Index должен стать индикатором таких массовых рефинансирований.

$$RRI = 1 - \left( 1 - \frac{\text{Досрочные погашения за период по полностью выплаченным кредитам}}{\text{Портфель на начало месяца} - \text{Сумма плановых погашений основного долга за период}} \right)^{12}$$

**Сергей Кадук**  
заместитель генерального директора, компания RuMac

Российский ипотечный рынок в сентябре продемонстрировал устойчивость к мировому кризису ликвидности, показав лишь незначительное снижение объемов выдачи новых кредитов по сравнению с прошлым месяцем. Банки, присылающие данные для расчета индексов, являются крупными игроками на рынке и имеют значительные резервы для продолжения своих ипотечных программ. В то же время, есть признаки того, что малые и средние банки испытывают сложности с финансированием и свободными средствами. Можно сделать прогноз, что доля крупных игроков на рынке должна увеличиться. Что касается, индексов досрочных погашений, то они продолжают колебаться в широком диапазоне. Индекс полных досрочных погашений упал до 6.75 с 28 в прошлом месяце. Такой огромный скачок отражает ситуацию на рынке недвижимости - цены снова стали расти, то есть стимулов к продаже инвестиционных квартир стало меньше, а также возможности для перекредитования под меньший процент исчезли.

| Значения индексов ипотечного рынка |             |              |              |                |                  |
|------------------------------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------------|
|                                    | Май<br>2007 | Июнь<br>2007 | Июль<br>2007 | Август<br>2007 | Сентябрь<br>2007 |
| <b>RMI</b>                         | 100         | 98           | 134          | 122            | 119              |
| <b>RPI</b>                         | 10,54       | 27,8         | 18,59        | 31,43          | 21,33            |
| <b>RRI</b>                         | 3,04        | 19,09        | 10,85        | 28,01          | 6,75             |

*- Каким образом собираются данные для расчета индексов?*

Мы достигли договоренности с рядом банков о предоставлении нам ежемесячно агрегированной информации по их кредитному портфелю. Большая часть банков из первой десятки банков-лидеров ипотечного рынка уже поставляют нам данные, и мы планируем к июлю подключить еще несколько крупных ипотечных операторов.

*- Где планируется опубликование Индексов?*

Индексы будут публиковаться на портале «Ипотека в России» ([www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru)) и на сайте Rumac.net . Нужно отметить, что публикация производится с задержкой и что банки-участники проекта пользуются двухнедельным приоритетным доступом к индексам.

*- Что требуется для участия в программе?*

Участвовать в проекте может любая кредитная организация на некоммерческой основе. Требуется заключить соглашение о сотрудничестве, в котором оговаривается порядок обмена данными и конфиденциальность. Ежемесячно организация обязуется предоставлять следующие данные: объем выдачи за месяц, полученные плановые, досрочные и полные досрочные платежи, размер портфеля на начало и конец месяца. Задать интересующие вопросы и запросить материалы, вы можете написав на адрес: [index@rumac.net](mailto:index@rumac.net) или позвонив по телефону (495) 787-11-77.

**Обсудить Индексы, задать вопрос или оставить комментарий, можно на Форуме**



## РЭНКИНГ УЧАСТНИКОВ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА

**Альберт Ипполитов**  
генеральный директор, ООО «РУСИПОТЕКА»

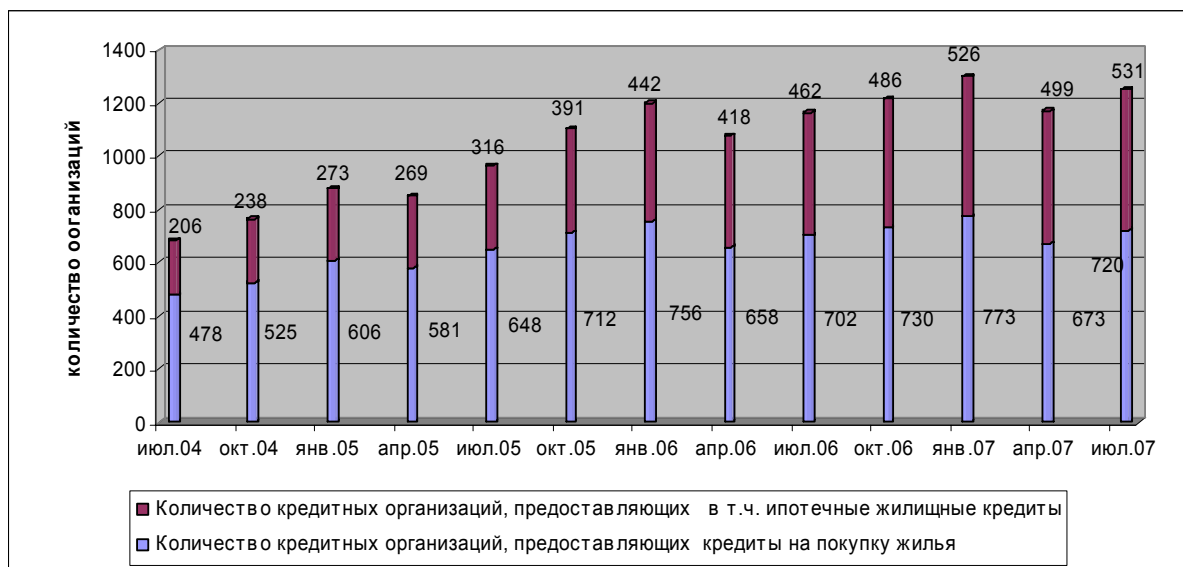
**Татьяна Черакшева**  
аналитик, журнал «Рынок ценных бумаг»

В данной статье мы подведем итоги исследования российского рынка ипотечного кредитования, которое проводилось в рамках совместного проекта компании «РУСИПОТЕКА» и журнала «Рынок ценных бумаг». Читателям представлен анализ информации, полученной как от непосредственных участников рынка - банков, ипотечных агентств, рефинансирующих организаций, ипотечных ПИФов, так и официальных источников.

Первое полугодие 2007 г. продолжило динамику роста, как объема выданных ипотечных кредитов, так и количества организаций, предлагающих данную услугу. Так, по официальным данным ЦБ РФ на 1.07.2007г. количество кредитных организаций, предоставляющих ипотечные жилищные кредиты физическим лицам, уже превысило цифру 500 (рис.1), год назад таких организаций насчитывалось на 14,5% меньше. В реальности же кредиты предоставляет не более 300 банков. Продолжающийся кризис ликвидности на мировом рынке, скорее всего, еще сократит это количество.

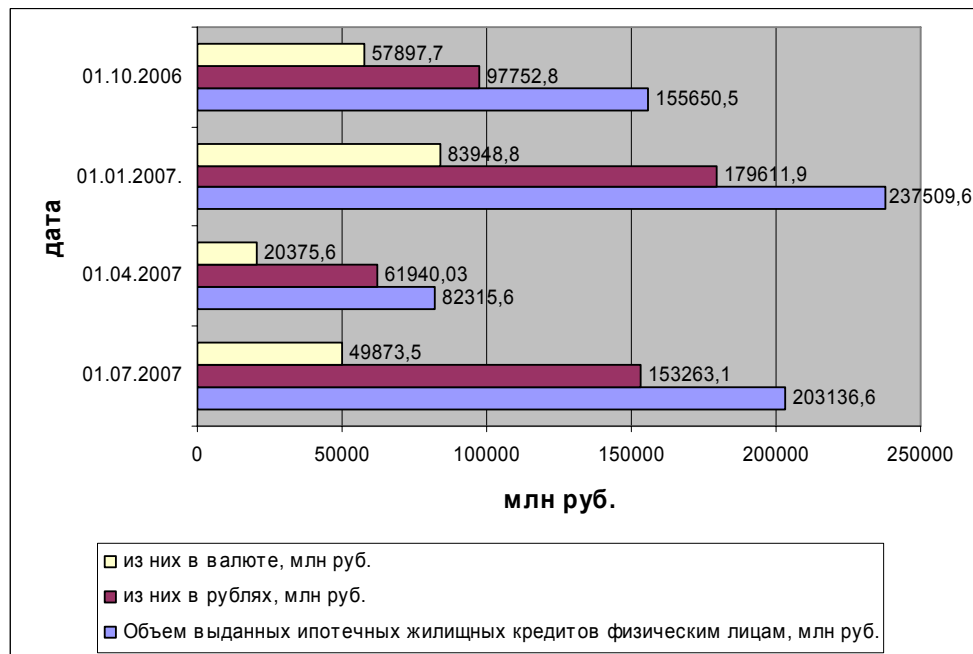
За первое полугодие 2007 г. участниками рынка выдано ипотечных кредитов порядка 203 млрд. руб., из них в иностранной валюте 49,8 млрд. руб. Если обратиться к показателям 2006 года – по итогам которого объем выданных кредитов составил чуть более 237 млрд руб. (рис.2), то, по предварительным подсчетам, портфель выданных кредитов вырос более чем в два раза. Объем задолженности по ипотечным жилищным кредитам на 01.07.07 г. составляет около 375 млрд руб., в том числе в валюте почти 124 млрд руб.

**Рисунок 1. Динамика количества организаций, предоставляющих кредиты на покупку жилья**



Прирост объема выданных кредитов в различных банках по отношению ко второму полугодю 2006 г. колеблется от 30 до 350 %, а в некоторых (например, Группа ВТБ) еще больше за счет активной региональной экспансии. Основная доля кредитов, по результатам исследования, выдается на покупку жилья на вторичном рынке.

**Рисунок 2. Динамика объема выданных ипотечных кредитов**



### Комментарии экспертов

- По итогам полугодия мы видим, что ипотечный рынок сделал очередной шаг вперед. Как долго, по вашему мнению, будет продолжаться такой значительный рост, насколько велик потенциал? Как может сказаться в среднесрочной перспективе на развитии отечественного ипотечного рынка последствия мирового финансового кризиса?



**Александр Егоров****заместитель председателя правления, АБ "ГПБ-Ипотека" (ЗАО)**

Потенциал российской ипотеки велик. При остром дефиците жилья (около 2 млрд. кв.м.), объем ипотечных сделок по отношению к ВВП по-прежнему небольшой, тогда как в развитых странах он может достигать более 50% ВВП. Текущий кризис в мировой финансовой сфере может временно замедлить темпы роста выдачи ипотечных кредитов. Банки, обладающие объемами ипотечных кредитов низкого качества, могут столкнуться со сложностями не только в рефинансировании таких портфелей, но и с невозможностью эффективного обслуживания таких кредитов.

**Екатерина Забелина****начальник отдела развития бизнеса центра ипотечного кредитования, BSGV**

Я считаю, что рынок ипотеки будет продолжать расти, как минимум, в ближайшие полгода. В первую очередь это связано с тем, что спрос на ипотеку со стороны населения растет, особенно в регионах. Стабильная макроэкономическая ситуация в нашей стране, как следствие – рост благосостояния, ускоренное развитие банковской системы, в т.ч. выход на российский рынок крупных иностранных игроков – все эти факторы способствуют дальнейшему развитию ипотечного рынка. Рынок ипотеки в России пока не достиг такого уровня, как на Западе, у него еще сохраняется потенциал для роста. Конечно, некоторых банков может коснуться неоднозначная ситуация на финансовом рынке, но в большей степени это все-таки касается мелких или монопродуктовых банков. Крупные банки на сегодняшний день обладают достаточным "запасом прочности", чтобы позволить себе и дальше наращивать портфель ипотечных кредитов.

**Игорь Жигунов****заместитель председателя правления, Городской Ипотечный Банк**

Рынок ипотечного кредитования продолжает показывать качественный рост объемов. По предварительным итогам 9 месяцев т.г. динамика рынка более чем вдвое превысила аналогичный показатель прошлого года. На сегодня общий объем предоставленных в РФ банками населению ипотечных кредитов можно оценивать более чем в 700 млрд.руб. При этом, стоит обратить внимание, что количество сделок с недвижимостью с использованием ипотечных кредитов растет медленнее чем задолженность по кредитам, отражаемая на балансе банков. Это связано с несколькими факторами: рост средней суммы кредита (только за последний год по Москве средняя сумма кредита выросла со 100 000 до 180 000 долл), увеличение объемов рефинансирования между банками (один и тот же кредит может побывать в течение 1-2 лет у 2,3 банков), увеличением перекредитования заемщиков в других банках. В целом же вполне стоит ожидать по итогам года прироста рынка не менее 100-120% по сравнению с прошлогодним. Среди основных актуальных вопросов для кредиторов: качество кредитного андеррайтинга, диверсификация источников фондирования, вопросы ликвидности и риски досрочного погашения.

**Марина Малайчик****заместитель начальника управления розничных операций, Банк "Возрождение" (ОАО)  
в настоящее время советник генерального директора ОАО "АИЖК"**

Текущая ситуация на мировых рынках не могла не отразиться и на развитии ипотеки в России. Сейчас, правда пока еще не так явно, ипотечный рынок начинает снижать темпы своего развития. Из-за чего это происходит: во-первых, опять же из-за того, что кредиторы не спешат так же активно как раньше размещать свободные средства, особенно путем вложения их в долгосрочные ипотечные кредиты; во-вторых, если размещение происходит, то уже под более высокую стоимость (процентные ставки), чем ранее. Кроме того, учитывая, что в Америке кризис был связан, в первую очередь, с тем, что кредиты выдавались потенциально неплатежеспособным клиентам и без первоначального взноса (т.е. не был оценен риск возможного удешевления недвижимости), российские кредиторы достаточно активно начали пересматривать свои требования к заемщикам и соотношению стоимости кредита к стоимости залога и это также отразилось на количестве выдаваемых ипотечных кредитов. В связи со снижением возможности привлечения дополнительных инвестиций, в т.ч. и из-за рубежа, и увеличением их стоимости, возможно до конца года

несколько вырастут процентные ставки по кредитам (в любом случае банкиры, скорее всего, придут к зависимости размера процентных ставок от величины первоначального взноса и категории заемщиков, и, соответственно, для некоторых заемщиков ставки все равно вырастут). Все вышеизложенное вряд ли положительно отразится на динамику выдач ипотечных кредитов, и объем выдаваемых ипотечных кредитов будет постепенно сокращаться, и это выявится не сразу, т.к. с ранее обратившимися клиентами банки, скорее всего, будут работать по "старым" правилам, а уже новые выдачи осуществлять по более жестким требованиям. Таким образом, можно сказать следующее: ипотека в России развиваться все равно будет, т.к. жилищные потребности в нашей стране не удовлетворены полностью, а, если есть спрос, будет и предложение, интерес к ипотеке будет и у зарубежных инвесторов, т.к. в любом случае такие вложения будут выгодны, но темп ее развития несколько замедлится в связи с тем, что многие кредиторы пересмотрят свои риски и установят за них соответствующую цену, и изменят свое отношение к "рискованной" категории заемщиков.

**Андрей Сучков**  
старший вице-президент, руководитель розничного блока, ВТБ

Благоприятная макроэкономическая ситуация и, как следствие, рост доходов населения привели к быстрому наращиванию объемов жилищного кредитования. Если сравнивать российский ипотечный рынок с другими странами, то мы находимся только в начале пути, отношение ипотеки к ВВП составляет менее 1%, в то время как в странах с развитым ипотечным рынком этот показатель может достигать 130%. Ипотечное кредитование по своей природе – долгосрочное, таким образом, основным тормозом развития ипотеки в РФ является недостаток долгосрочных ресурсов и недокапитализированность российской банковской системы. Средние банки, сталкиваясь с ограничениями по капиталу, вынуждены продавать портфели ипотечных кредитов рефинансирующим организациям, теряя при этом долгосрочные доходы. Решением проблем такого рода является секьюритизация активов. Однако проведение собственной сделки по трансграничной секьюритизации стоит очень дорого и под силу только крупным и продвинутым банкам. Кроме того, когда банк выходит на рынок внешних заимствований, он принимает на себя дополнительные риски, связанные с тенденциями глобальных рынков, управлять которыми он не может. Внутренняя секьюритизация недостаточно развита в силу определенных юридических сложностей и узости базы инвесторов. Для создания развитого внутреннего рынка RMBS, государству необходимо предпринять ряд конкретных шагов, направленных на совершенствование законодательной базы секьюритизации, формирование группы долгосрочных инвесторов: например, разрешить Пенсионному Фонду РФ вкладывать средства в такие бумаги.

**Алексей Успенский**  
заместитель председателя правления, Русский Ипотечный Банк

Потенциал роста на ближайшие 2-3 года может составлять примерно до 30 % ежегодно. Опасности две: во-первых- вовлечение в кредитование всё более широких слоёв населения приводит к увеличению доли заёмщиков с низкой платёжеспособностью, следствием чего может быть увеличение невозврата кредитов. Во-вторых, для сохранения темпов роста ипотечных портфелей банкам нужны долгосрочные ресурсы. А вследствие кризиса на мировом ипотечном рынке доступ к этим ресурсам в ближайшее время будет весьма затруднён и их стоимость в ближайшие 1-2 года будет выше на 1-3 %. Соответственно, у банков возникает риск ликвидности и процентный риск.

**Евгений Чепенко**  
вице-президент, КБ «Европейский трастовый банк» (ЗАО), заместитель председателя комитета по ипотечному кредитованию, Ассоциация российских банков

Потенциал российского ипотечного рынка очень большой. На сегодняшний день из всех сделок с жильём с привлечением ипотечного кредита совершается не более 10 % в среднем по стране. По данным Национального Агентства Финансовых Исследований (НАФИ) 57 % россиян необходимо улучшение жилищных условий. При этом крайнюю нужду в этом испытывают 21 % из числа опрошенных. Как видим, более половины населения страны нуждается в улучшении жилищных условий, а, следовательно, перед ними стоит вопрос приобретения жилья. Развитие ипотеки подстегнуло необходимость модернизации и

дальнейшего развития строительной отрасли, что в обязательном порядке повлечёт за собой увеличение количества строящегося жилья и, как следствие, его приобретение с использованием, в том числе, ипотечных кредитов.

Немаловажное значение имеет приход на российский рынок иностранных банков. Особенно следует ожидать увеличение их количества в результате кризиса, охватившего страны США и Европы. Ипотечный рынок России только зарождается (доля ипотеки к ВВП не превышает 2 %, в то время как в зарубежных странах она составляет от 40 до 90 % и более), поэтому о снижении темпов его развития говорить преждевременно.

В то же время, эйфория, охватившая банки из-за, если можно так сказать, «паломничества» заёмщиков, может сыграть и отрицательную роль для некоторых из них. Желание привлечь на свою сторону как можно больше заёмщиков иногда продиктовано не экономической целью, а маркетинговой, в результате чего выдаются 100 % кредиты без первоначального взноса, без подтверждения дохода, андеррайтинг заемщика и предмета ипотеки проводится формально и т.д. Всё это создаёт для банков и будущих инвесторов в ипотечные ценные бумаги серьёзные риски как неплатежей со стороны заёмщиков, так и невозможности полного возврата кредита в случае обращения взыскания. Наглядный пример – ситуация в США, когда подобная деятельность, связанная с выдачей высокорискованных кредитов, привела к кризису на американском рынке ипотеки, который, в свою очередь, затронул и другие страны.

Если говорить о наращивании своих ипотечных портфелей, то в этой части особых рисков ожидать не приходится. Опасения того, что невозможно будет продать эти бумаги дальше, в том числе путём секьюритизации, не оправданны. В России ещё не задействованы такие мощные финансовые ресурсы, как пенсионный фонд и средства страховых компаний. Вопрос об использовании денежных средств указанных организаций ставится давно и, будем надеяться, что в ближайший год эта проблема разрешится. Кроме того, всё больше иностранных банков проявляют интерес к российскому рынку и не только из-за желания приобретения ипотечных ценных бумаг, но и непосредственного приобретения ипотечных кредитов, в том числе удостоверенных закладных, с целью их самостоятельной секьюритизации.

## **САМЫЕ «ИПОТЕЧНЫЕ» БАНКИ**

В настоящий момент на рынке работают несколько специализированных ипотечных банков. Это ДельтаКредит, Русский ипотечный банк, Городской ипотечный банк, ГПБ-Ипотека, Национальная ипотечная компания (реализует программы Национального резервного банка, не являясь банковской кредитной организацией). Доля ипотечных кредитов в этих банках составляет 100%. Специализация на ипотечном кредитовании проявляется и среди универсальных банков. Доля ипотечных кредитов в общем объеме выданных кредитов физическим лицам в этих кредитных организациях достигает 50% и выше (рис.3).

### **Комментарии экспертов**

*- Сейчас на рынке работают несколько специализированных ипотечных банков, в ближайшее время появятся еще. Есть банки, в которых доля ипотечных кредитов в общем объеме задолженности физических лиц крайне высока. Текущий кризис показывает, что подобные банки очень чувствительны к конъюнктуре на финансовых рынках. Динамика цен на жилье также влияет на стабильность потока заемщиков. Как на Ваш взгляд можно минимизировать риски, связанные с этими факторами?*

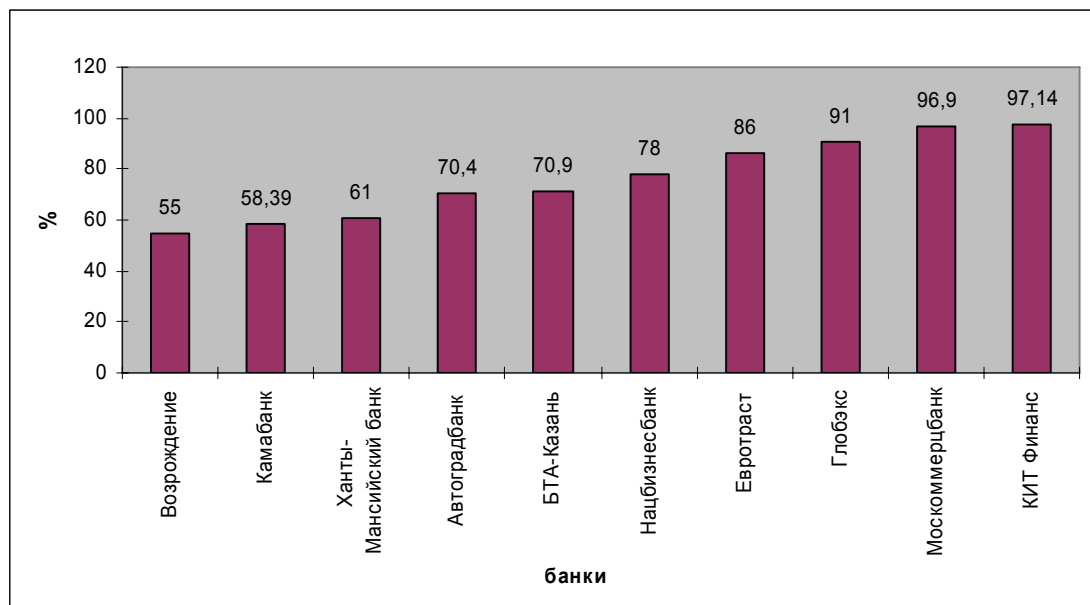
#### **Александр Егоров**

К неблагоприятной конъюнктуре на финансовых рынках, к сожалению, крайне чувствительны все российские банки, использующие в своей работе «длинные» деньги. При этом, возможность привлекать средства под качественные активы у крупных специализированных ипотечных банков, хорошо зарекомендовавших себя в сотрудничестве с иностранными партнерами, сохранилась и сегодня, хотя на менее выгодных условиях. В период общего кризиса важнее корреспондировать активы и пассивы по срокам и ставкам. В этой ситуации уменьшение потока заемщиков в свою очередь может повлиять на изменение динамики цен на жилье.

## Екатерина Забелина

Самый простой способ снизить подобные риски – это диверсифицировать свой кредитный портфель, что для крупного банка, конечно, не представляет трудности. Что касается мелких банков, то им можно рекомендовать уделять особое внимание качеству клиентского портфеля, более ответственно подходить к оценке платежеспособности клиентов. Сейчас мы видим, что многие банки в погоне за доступностью ипотеки снизили свои стандарты по отношению к клиентам. Естественно, при таких подходах риски только возрастут. Еще один способ для монопродуктового банка минимизировать риски – это получение гарантированного источника финансирования. Можно привести в пример банк "Дельта Кредит", которым владеет группа Societe Generale.

**Рисунок 3. Доля ипотечных кредитов, выданных физическим лицам, в общем портфеле кредитов, %\***



\*- среди банков, предоставивших информацию

## Игорь Жигунов

Вопрос не в доле задолженности кредитов физическим лицам в общем портфеле. У специализированных банков это вообще 100%. Основные вопросы в поддержании должного уровня ликвидности, использования различных источников фондирования, позволяющих диверсифицировать риски в данном блоке, должное обслуживание кредитов, что в т.ч. снижает риски досрочного погашения и просрочек, в обеспечении должного показателя прибыльности. В погоне за объемами порой можно отвлечься от данного показателя. А это недопустимо, тем более, что ипотека – бизнес низкомаржинальный. В части ценовой ситуации на недвижимость в РФ оснований для снижения цен на жилье как таковых нет. У нас введение в эксплуатацию качественного жилого фонда идет медленнее чем рост спроса на него с учетом выбывания старого жилья, истечения срока его эксплуатации. При текущих темпах ввода нового жилья понадобится не менее десяти лет, чтобы достичь только показателей советского периода.

## Андрей Сучков

Любой монопродуктовый банк связан с концентрацией однородных рисков и вряд ли может устойчиво развиваться как независимый финансовый институт. Такой банк обычно является либо частью банковской группы, либо другой структуры, которая может обеспечить необходимое фондирование.

Критическим параметром для любого банка является совпадение временной структуры активов и пассивов. Пользуясь благоприятной конъюнктурой мировых финансовых рынков, ряд банков финансировал развитие

программ долгосрочного кредитования путем кратко- и среднесрочных заимствований. Когда ситуация на рынке поменялась, такие банки столкнулись с кризисом ликвидности. Чтобы избежать этого, следует диверсифицировать пассивную базу, привлекая ресурсы с разных сегментов финансового рынка. Другим важнейшим фактором является уровень просроченной задолженности. Необходимо своевременно осуществлять мониторинг платежей и управлять просрочкой, исходя из сегментации рынка жилья и клиентской базы. Тенденция к снижению соотношения кредит/залог (доходит до 100%) также может сыграть с банками злую шутку в случае резкого снижения цен на недвижимость. Необходимо крайне осторожно подходить к разработке подобных продуктов и тщательно анализировать все риски.

#### **Алексей Успенский**

Необходимо более осторожно подходить к формированию ипотечных портфелей, учитывая, что требования при их секьюритизации будут гораздо более высокие чем были до кризиса. Можно предполагать постепенное повышение требуемого минимального взноса, снижение максимально допустимого соотношения "платёж/доход". Не исключено также повышение ставок по ипотеке на 1-3%.

#### **Евгений Чепенко**

Деятельность любой компании будет только тогда успешной, когда она конкурентоспособна и привлекательна как для отечественных, так и для зарубежных инвесторов. Главным составляющим успешной работы компании является правильная оценка рисков, с которыми она будет сталкиваться. Можно выделить следующие направления, по которым компания способна минимизировать свои риски:

- тщательный подход к построению системы управления компанией и к выбору методов и инструментов управления, которые будут использоваться. Грамотная проработка структуры компании, определение конкретных целей и задач перед каждым подразделением и работником является важным составляющим для достижения успеха;
- правильно выбранная или созданная информационная система. Объёмы выдачи ипотечных кредитов и их сопровождение уже достигли таких размеров, что, как говорят, «на коленке» решить поставленные задачи, а тем более снизить свои риски, просто невозможно. Информационная система должна отражать все бизнес-процессы ипотечного кредитования: от момента обращения будущего заёмщика в банк до обращения взыскания на предмет ипотеки. При этом информационная система должна в режиме on-line отслеживать процесс выдачи и сопровождения кредита и выдавать сигналы в случае наступления каких-либо сбоев (просрочки, отсутствие страхования и т.д.);
- тщательно продуманные сценарные планы развития, моделирование и контроль бизнес-процессов и их изменений в результате увеличения объёмов существующих операций. Немаловажную роль в данном случае будут иметь грамотно отработанные и внедрённые регламенты взаимодействия между подразделениями и контрагентами, должностные инструкции, правила оценки кредитного риска и риска ликвидности и т.д. Наиболее сильное влияние на операционные риски приходится на те компании, где наблюдаются значительные объёмы, большое число транзакций и имеется сложная система технической поддержки;
- грамотный менеджмент и его постоянное обучение, который способен спрогнозировать возможность отрицательного изменения стоимости активов в результате колебания процентных ставок, курсов валют, цен акций, облигаций, цен на недвижимость, а также оценить кредитный риск, то есть снижение стоимости активов в результате неспособности контрагентов исполнять свои обязательства, в том числе, по уплате основной суммы долга и процентов;
- формирование и развитие инфраструктуры кредитования, призванной обеспечить обслуживание кредитных процессов, их бесперебойную работу.

Неплохим подспорьем может стать взаимодействие с бюро кредитных историй, которые занимаются сбором, хранением и предоставлением информации о заёмщике. Подобная информация даёт возможность банкам оценить надёжность заемщика и его платёжеспособность и оценить возможные риски банка при выдаче кредитов. Кроме изложенного, существуют и другие риски, которыми нельзя пренебрегать и необходимо тщательно их просчитывать.

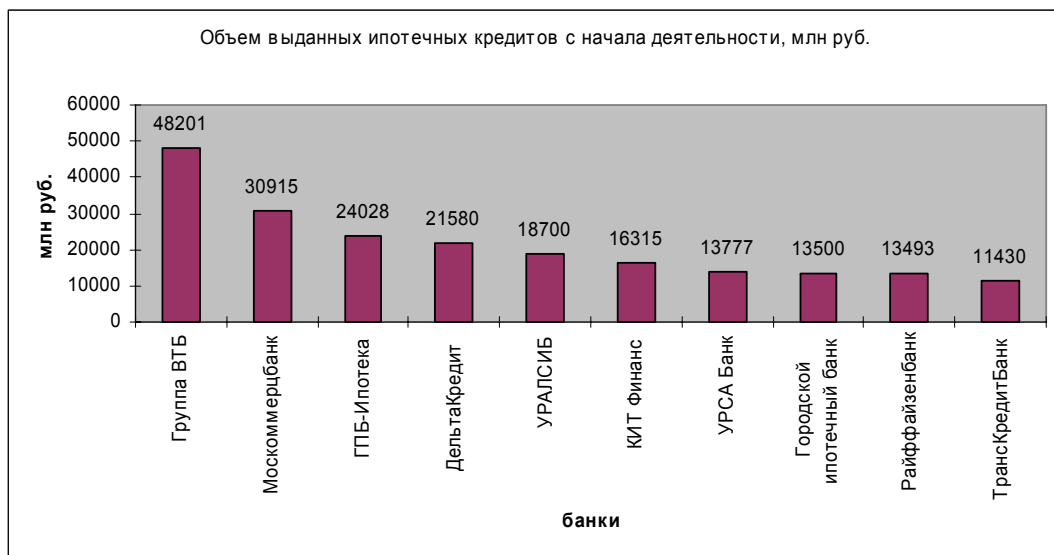


## ЛИДЕРЫ РЫНКА

По объему и количеству выданных ипотечных кредитов с начала деятельности, а также по итогам первого полугодия 2007 г. бесспорным лидером является Сбербанк, показатели которого во много раз превышают показатели других участников и составляют 261 905 млн руб. по объему выданных кредитов, и 477118 – по их количеству.

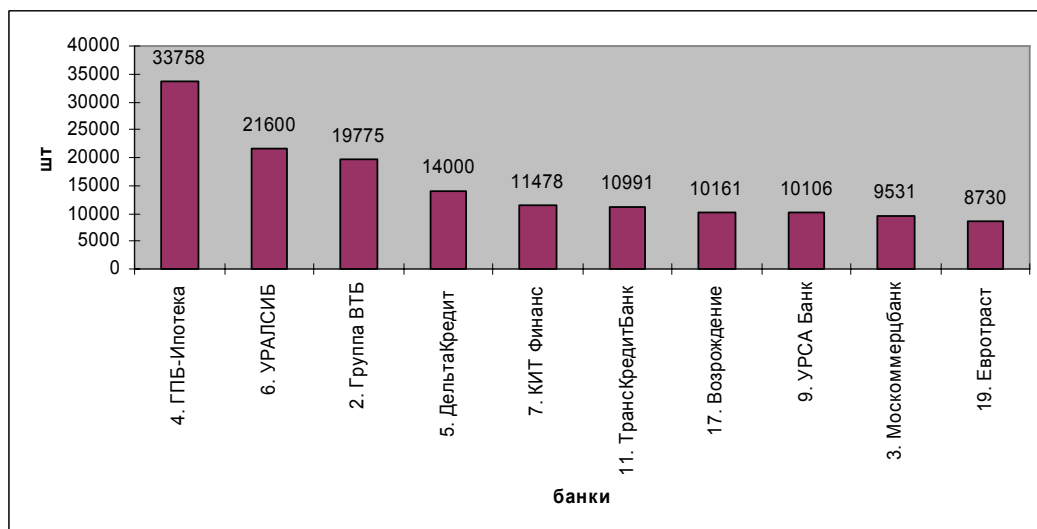
Состав первой десятки банков остается фактически постоянным, меняется лишь место того или иного банка в десятке в зависимости от анализируемого параметра. Например, Группа ВТБ по объему портфеля ипотечных кредитов занимает второе место, а по количеству выданных кредитов за все время работы – четвертое (рис.4,5). По итогам первого полугодия 2007 г. банк ВТБ занял второе и третье места по объему выданных кредитов и их количеству соответственно (рис. 6,7). Тем не менее, выход на рынок новых игроков, а также амбициозные планы по развитию ипотечного бизнеса банков из первой двадцатки рэнкинга, могут существенно повлиять на распределение позиций в будущем.

**Рисунок 4. Банки-лидеры по объему выданных ипотечных кредитов с начала деятельности, млн руб.\***



\*- среди банков, предоставивших информацию, без учета данных Сбербанка

**Рисунок 5. Банки-лидеры по количеству выданных ипотечных кредитов с начала деятельности, шт\***



\*- среди банков, предоставивших информацию, без учета данных Сбербанка

## Комментарии экспертов

*- Наше исследование показало, что далеко не все банки оформляют ипотечные кредиты закладными. Насколько, на Ваш взгляд, закладная важна и необходима для банка? В чем ее плюсы и минусы?*

### Александр Егоров

Институт закладных в обороте ипотечных кредитов крайне важен. Ее оформление позволяет предоставить инвесторам дополнительные гарантии. Кроме того, процедура регистрации в ФРС сопровождается независимой дополнительной проверкой кредитного дела. Благодаря этому банки могут использовать средства институциональных инвесторов с фондового рынка. Это превосходит те хлопоты, связанные с ее оформлением. Унификация формата закладной, на наш взгляд, позволит облегчить процесс ее оформления и обращения на рынке.

### Екатерина Забелина

Для банка закладная – это еще один удобный инструмент, позволяющий получать дополнительные источники и формы финансирования через секьюритизацию или продажу портфелей. Кроме того, кредит, оформленный закладной, труднее рефинансировать. С точки зрения банка, это тоже плюс – клиенту сложнее уйти в последующем в другую кредитную организацию.

Если говорить о минусах, то оформление закладных – это дополнительные расходы, как финансовые, так и чисто технические для банка. Поэтому крупные банки, у которых иные источники финансирования, не стремятся оформлять закладные, и клиенты могут быть уверены, что в один прекрасный день их не «продадут» в другой банк.

### Игорь Жигунов

Закладная позволяет упростить дальнейшую работу кредитора с кредитом прежде всего в части осуществления сделок рефинансирования. Оформление закладной необязательно по закону, однако с учетом реалий рынка, оптимизации документооборота, учета задолженности, роста рынка кредитования и рефинансирования, закладная являет собой важный инструмент оптимизации работы участников. Плюс закладной именно в простоте оборота. Минус – просто как дополнительный документ, оформляемый при сделке, в остальном же все достаточно просто.

### Марина Малайчик

Закладная - это инструмент, который призван упростить и ускорить процедуру купли-продажи ипотечных кредитов и процедуру рефинансирования кредитующих организаций. Согласно ФЗ "Об ипотеке (залоге недвижимости)" закладная является именной ценной бумагой, одновременно удостоверяющей два права: право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства, и право залога на имущество, обремененное ипотекой. Таким образом, на основании одной бумаги ее владелец является и кредитором и залогодержателем. Имея такую бумагу, даже при отсутствии кредитного договора и договора об ипотеке, ее владелец имеет возможность не только предъявить требования и должнику и залогодателю (если это третье лицо), но и достаточно быстро продать выданный им кредит и восполнить оборотные средства для дальнейшего кредитования.

Сама процедура продажи закладной достаточно проста: на закладной текущий ее владелец делает отметку о новом владельце, заверяя ее своими подписями и печатью, на основании этой записи законным владельцем закладной становится лицо, поименованное в отметке. Как правило, стороны сделки также заключают договор о передаче прав по закладной и составляют акт приема-передачи закладной от одного владельца к другому. Сделка по передаче прав по закладной требует государственной регистрации только первоначального владельца закладной (первичного кредитора), дальнейшие владельцы закладной подлежат госрегистрации только по их желанию.

И именно такая простота обращения закладной привела к тому, что сейчас кредитование с применением закладной активно развивается и уже практически все банки оформляют закладные. Более того, для того, чтобы сделать ипотечный рынок более "прозрачным" и понятным для всех его участников, включая его основных участников - должников, ускорить процесс регистрации ипотечных сделок, сейчас достаточно остро стоит вопрос о стандартизации формы закладной. И этот вопрос пытаются решить все заинтересованные участники ипотечного рынка.

#### Андрей Сучков

Закладная является стандартизованным инструментом вторичного рынка ипотеки. Если банк не собирается активно участвовать на вторичном рынке: продавать или секьюритизировать свои портфели, то большой разницы оформлять закладную или не оформлять нет. При секьюритизации или продаже портфелей ипотечных кредитов оформление закладных позволяет существенно сэкономить на временных и финансовых издержках, связанных с перерегистрацией кредитных договоров.

#### Алексей Успенский

Закладная, как ценная бумага, может лишь упростить процедуру уступки прав требования по ипотечному кредиту и последующий оборот на рынке этих прав требований. Кроме того, в этом случае снижаются риски для нового кредитора - если право требования оформлено закладной, то должник не может выдвинуть против нового кредитора возражения, которые он мог выдвинуть против прежнего кредитора. Однако если банк не планирует продавать свой кредитный портфель, то ему не имеет смысла оформлять закладные.

#### Евгений Чепенко

Закладная как один из важных финансовых инструментов вводилась только с одной целью – ускорить оборот прав по ипотечным кредитам. При передаче прав по кредитному договору или договору об ипотеке требуется обязательная регистрация смены залогодержателя в Едином государственном реестре прав на недвижимость. При передаче прав по закладной такой регистрации не требуется, что, естественно, многократно сокращает время на совершение сделки. Поэтому, если банк не намерен права по ипотечному кредиту держать у себя на балансе, то наличие закладной – наиболее оптимальный путь для дальнейшей передачи прав по такому кредиту. Практика применения закладной показала, что это очень удобный инструмент не только для рефинансирования банками ипотечных кредитов, но и для продажи пулов закладных инвесторам с целью их секьюритизации. Например, для формирования одного пула закладных с целью выпуска ипотечных ценных бумаг на сумму в 3,0 млрд. руб. необходимо собрать более 4 000 закладных (при среднем размере кредита около 700 000 рублей) или столько же ипотечных кредитных договоров.

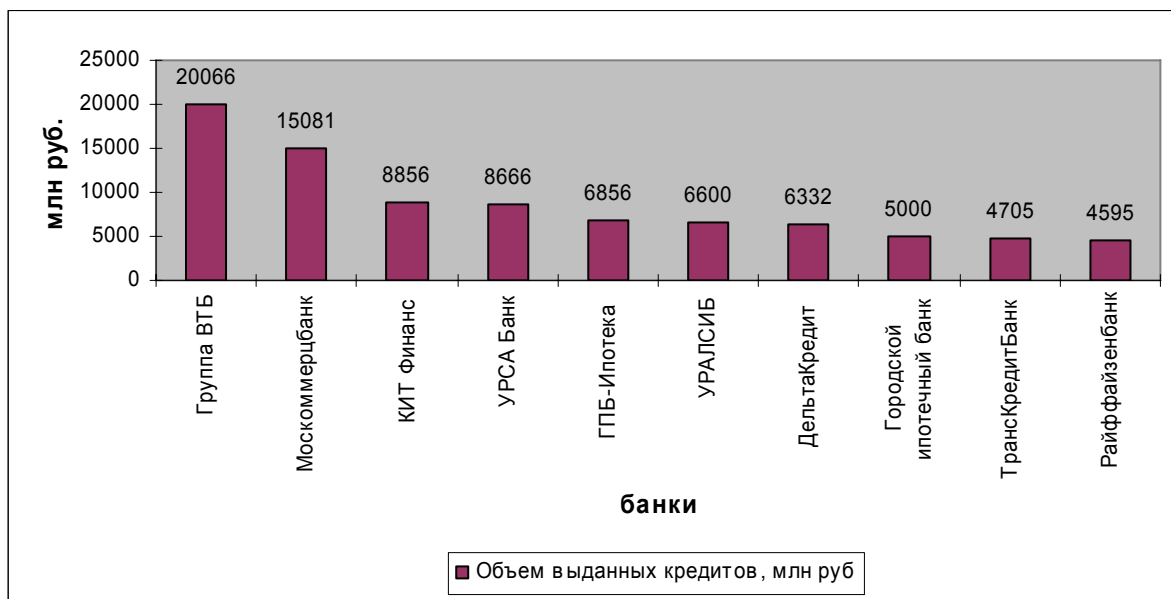
Для передачи прав специально созданному агенту с целью дальнейшего выпуска ИЦБ необходимо либо произвести отметки о смене владельца закладной на 4 000 закладных (отметка состоит из наименования владельца, его адреса, остатка суммы долга, основания передачи и даты производства отметки), либо заключить 4 000 договоров об уступке прав да ещё произвести регистрацию смены залогодержателя. Что проще? А если в ближайшее время будут приняты изменения в закон об ипотеке, позволяющие производить депозитарный учёт закладных и передачу по ним прав как для эмиссионных ценных бумаг, тогда передача прав по закладным будет занимать считанные минуты. Если говорить о минусах закладной, то к ним можно отнести сложную процедуру восстановления прав на утраченную закладную, которая может длиться месяцами, если владелец закладной не зарегистрирован в ЕГРП, поскольку восстановление будет производиться, скорее всего, по решению суда. Кроме того, отсутствие единой стандартной формы закладной, утверждённой на законодательном уровне или на уровне хотя бы Правительства РФ, создаёт проблемы как для органов росрегистрации, проверяющих её соответствие закону, так и для инвесторов, вкладывающих денежные ресурсы в развитие ипотеки. Комитетом по ипотечному кредитованию Ассоциации российских банков подготовлены предложения о внесении изменений в закон об ипотеке, которые будут предложены банковскому сообществу для изучения. Если инициативы Комитета будут поддержаны и поправки будут приняты, можно надеяться, что закладная действительно станет незаменимым инструментом в сфере ипотечного кредитования.

## ИТОГИ ПОЛУГОДИЯ

В первом полугодии 2007 г., как уже было отмечено выше, рынок показал очень хорошие результаты. Сбербанк нарастил свой кредитный портфель еще на 66000 млн руб. и выдал их в количестве 95010 шт., естественно, сохранил свои лидерские позиции. Группа ВТБ также не теряет темпов, оставаясь на втором месте, лишь немного уступая по количеству выданных кредитов ГПБ–Ипотека.

КИТ Финанс, улучшив свои показатели по объему, сместил с четвертой позиции ГПБ –Ипотеку, а УРСА Банк, например, поднялся с восьмого на пятое место, УРАЛСИБ же, наоборот, спустился на одну ступеньку вниз по объему и на три по количеству по итогам первого полугодия.

**Рисунок 6. Банки-лидеры по объему выданных ипотечных кредитов за 1П 2007 г.\***



\*- среди банков, предоставивших информацию, без учета данных Сбербанка

## Комментарии экспертов

*- Насколько перспективны ипотечные программы с плавающей процентной ставкой? Насколько они пользуются спросом у заемщиков по сравнению с программами с фиксированной ставкой?*

**Александр Егоров**

Применение ипотечных продуктов с плавающей ставкой, на наш взгляд, преждевременно для российских заемщиков. При сложившейся ситуации на финансовых рынках можно предположить рост ставок по ипотечным кредитам и судя по недавним событиям на рынке США, это может оказаться не по силам нашим заемщикам.

**Екатерина Забелина**

Для банков плавающая ставка скорее более выгодна, чем для клиента. Если рынок нестабилен, то ставки, привязанные к плавающей составляющей, могут расти. Фондовые и межбанковские рынки, к которым она привязана, сильно подвержены колебаниям. Например, именно плавающие ставки отчасти явились причиной ипотечного кризиса в США и Англии. На российском рынке некоторые банки тоже предлагают ипотечные программы с плавающими ставками, но особым спросом они не пользуются. Как показывает практика, российскому потребителю, ориентированному на стабильность, фиксированные ставки более привычны.

**Игорь Жигунов**

Программы с плавающей ставкой вполне актуальны, однако здесь вопрос рисков. Рисков как заемщика при изменении ставки, так и кредитора с учетом условий фондирования. На момент когда клиент берет кредит под плавающую ставку вполне возможно, что она может оказаться ниже среднерыночной фиксированной. Однако важно понимать, что изменение ставки зависит от переменного индекса и заемщик не может влиять на данный показатель. Таким образом, периодически меняясь ставка может расти (как например, сейчас вырос показатель ЛИБОР и МосПрайм). Т.о. в краткосрочной перспективе (год) для клиента продукт может оказаться вполне выгодным, но при длительных сроках (3,5 и более лет) предугадать изменение индекса невозможно. И это определенные иски для клиента. Пример: рост ставок в штатах, рост ставки МосПрайм в РФ (с 5,03% на начало 2006г. до 7,22 и более к октябрю т.г.), т.о. ставки по кредитам заемщиков, получивших данные кредиты также выросли.

**Марина Малайчик**

Ипотечные программы с плавающими процентными ставками непопулярны в России. Их непопулярность объясняется тем, что плавающая ставка не устанавливается одинаковой на весь срок кредитования, а привязана к определенному рыночному показателю и через определенный период времени (как правило, один раз в квартал) пересматривается и данный пересмотр не всегда в пользу клиента. Наличие в ставке параметра непредсказуемости и является одним из факторов негативного к ней отношения. Конечно и на ипотеку с плавающей ставкой есть свои клиенты, такие кредиты будут пользоваться спросом среди людей, берущих кредиты на небольшой срок, например, до 5 лет.

**Андрей Сучков**

Исторически в России прижились кредиты с фиксированной ставкой. Кредиты с плавающей ставкой являются достаточно новым продуктом, который предлагается в основном банками с иностранным участием (Дельтакредит, Райффайзенбанк). С одной стороны, поскольку банки обычно привлекают фондирование под плавающую ставку, такие продукты позволяют избежать процентного риска для банка. Также у заемщика снижаются стимулы рефинансировать данный кредит, поскольку в случае снижения ставок на рынке, заемщик и так платит пониженную ставку. Таким образом, банк снижает важнейший в ипотечном кредитовании риск досрочных погашений. В последнее время этот риск стал еще более ощутим, поскольку некоторые банки предлагают возможность рефинансировать ипотечный кредит, выданный другим банком, по пониженной ставке. С другой стороны, такие продукты более сложны в разработке и требуют определенной финансовой культуры со стороны заемщика – он должен четко осознавать, что ему придется платить большую сумму в будущем при повышении процентных ставок. Если заемщики не адекватно оценивают свои будущие возможности, то это может привести к резкому росту просроченной задолженности. Что мы и наблюдаем в настоящее время на рынке subprime-ипотеки в США. Исходя из развития ипотечных рынков в других странах, можно заключить, что ипотечные кредиты с плавающей ставкой в будущем займут свою нишу и на российском рынке, но в ближайшее время они вряд ли получат широкое распространение.

**Алексей Успенский**

Фиксированная ставка гораздо более популярна у заемщиков. Да и с точки зрения оценки подверженности кредитного портфеля макроэкономическим кризисам преобладание фиксированных ставок в портфеле позволяет банку получить более высокий рейтинг.

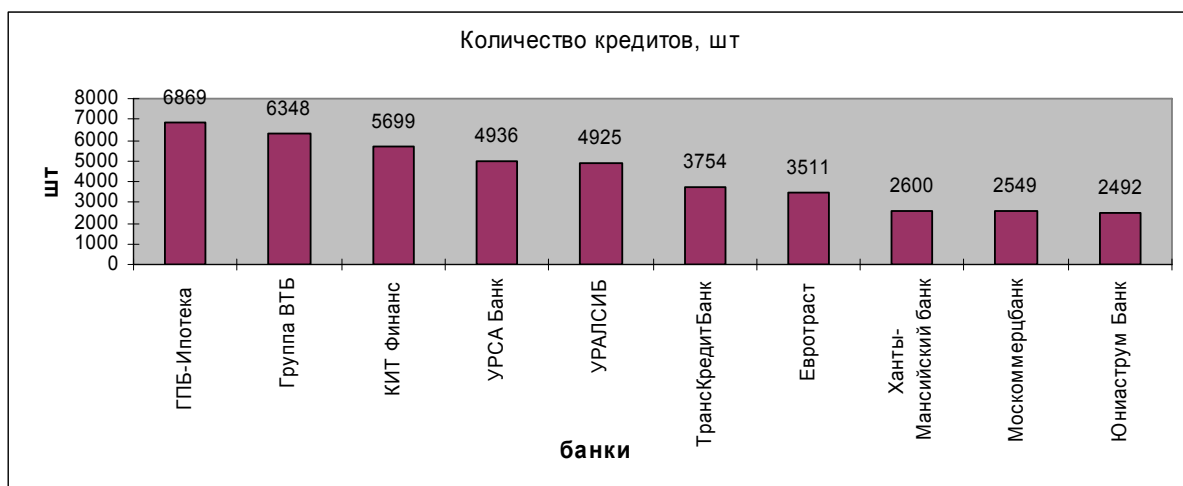
**Евгений Чепенко**

На рынке ипотечного кредитования в настоящее время наиболее популярными являются кредиты с постоянной процентной ставкой. Размер платежа по таким кредитам не меняется в течение всего срока жизни кредита и не привязан ни к каким событиям, которые могли бы повлиять на величину платежей. Такой кредит очень удобен для заемщиков, которые могут планировать свой бюджет на многие годы вперед. Кредиты с плавающей процентной ставкой на рынке представлены очень мало и только отдельными банками. Ставка по таким кредитам привязана, как правило, к ставке Libor либо к иному событию, например, инфляции или



уровню доходов населения. Однако такой инструмент вряд ли будет таким же привлекательным и востребованным, как кредиты с постоянной ставкой. Дело в том, что заёмщику трудно будет планировать свой бюджет, поскольку нет уверенности в том, что ставка не вырастет, а инфляция сохранится хотя бы на том же уровне. Для кредитора существуют риски падения ставок или инфляции, в результате чего банк не получит те доходы, на которые рассчитывал. Если говорить о ставке, привязанной к уровню доходов, то она может быть интересна для молодых семей с невысокими доходами. Однако и здесь есть минус - такая ставка подразумевает, что доходы семьи, а соответственно и выплаты по кредитам, в будущем будут расти, что в итоге может не оправдать сделанные расчёты и предположения. Возьмите США. Кризис на ипотечном рынке спровоцировал рост процентных ставок по ипотечным кредитам. Поскольку основная масса кредитов выдавалась под плавающую ставку, это увеличило размер ежемесячного платежа по кредитам, что повлекло за собой проблемы с исполнением обязательств со стороны должников. Плавающая ставка по ипотечным кредитам слишком зависит от многих экономических факторов, поэтому вряд ли она будет привлекательна и вряд ли получит массовое распространение.

**Рисунок 7. Банки-лидеры по количеству выданных ипотечных кредитов за 1П 2007г.\***



\*- среди банков, предоставивших информацию, без учета данных Сбербанка

### Комментарии экспертов

- Еще совсем недавно большинство кредитов выдавалось в валюте. Исключение составляли банки, предлагающие продукты федерального агентства. Сейчас ситуация меняется и все больше кредитов выдается в рублях. Оцените перспективы рублевых и валютных продуктов.

#### Александр Егоров

Мы, как и агентство, ведем кредитование в регионах России и исключительно в рублях, где абсолютное большинство жителей получают доходы в рублях. Уверены, что будущее развитие ипотеки связано с кредитованием в рублях.

#### Екатерина Забелина

Рублевые кредиты становятся все более популярными, особенно в регионах, так как там население получает доход в рублях. Таким образом, валюта по кредитному обязательству связана с доходом, и минимизированы риски, связанные с колебаниями валют. Учитывая стабильную макроэкономическую ситуацию, укрепление рубля, интерес клиентов к рублевым кредитам будет расти. Кроме того, сейчас многие банки снизили рублевые ставки по ипотеке, что также способствует популярности именно таких кредитов. Например, BSGV с июня 2007 года предлагает своим клиентам ставку от 10,5% в рублях по ипотечным кредитам.

**Игорь Жигунов**

В настоящее время доля кредитов в рублях растет. Прежде всего это связано с ростом кредитования в регионах (где до 90-95%% кредиты в рублях). В Москве и С-Петербурге более 2/3 кредитов в валюте. При этом, в настоящее время наблюдается повышение интереса клиентов к кредитам в валюте. Это связано с рядом факторов: снижение курса долл., более низкие ставки по кредитам в валюте по сравнению с кредитами в рублях, предоставление рядом банком возможности конвертации средств при обслуживании кредита без комиссий. Таким образом при кредите в валюте с учетом указанных выше моментов клиент может сэкономить до 2-3% ежегодно. Кроме того, при получении кредита в валюте благодаря более низкой ставке сумма кредита на 1 ед. дохода получается на 15-20% больше чем при кредите в рублях. Тем не менее в регионах преобладают кредиты в рублях, что связано как с менталитетом, доходами клиентов, спецификой рынка недвижимости. Также стоит отметить, что актуализация вопроса привлечения кредиторами ресурсов на внутреннем рынке будет вполне способствовать расширению привлечения средств в рублях, а как следствие и предложению программ в рублях. А уже за потребителем делать выбор.

**Марина Малайчик**

Как мне кажется, приоритетное развитие той или иной валюты кредитования зависит от двух причин: 1) от вида валюты, в которой граждане определенного региона получают свои доходы, и в которой номинированы цены данного региона; 2) от вида валюты кредитования, которую предлагает рефинансирующая организация, которая скупает кредиты на региональных рынках. Почему в последнее время получили распространение рублевые кредиты? Потому что кредиты уже более 5 лет активно выдаются по стандартам федеральной структуры - АИЖК, которая покупает (рефинансирует) рублевые ипотечные кредиты, и, кроме того, кредитование по Стандартам АИЖК получило распространение именно в регионах, а не в так называемых мегаполисах - Москве и Санкт-Петербурге, где доходы граждан и цены - рублевые и мало зависят от зарубежной валюты. Здесь, скорее всего, большую роль играет так называемый менталитет российского человека, который следует поговорке "своя рубашка ближе к телу". Наши граждане полагают, что с иностранной валютой может произойти что угодно, тем более за такое длительное время (до 30 лет), и скорее всего не в лучшую сторону, а доходы у них в рублях, вот и берут они кредиты в той валюте, которая им ближе, и в которой им удобнее отдавать. Кроме того, в последнее время наше государство озаботилось жилищным вопросом граждан и ввело "институт" субсидирования, который призван помочь населению решить вышеуказанный вопрос. Эти же вопросы мучают и предприятия, которые не только имеют намерение удержать своих лучших работников, но и имеют возможности сделать это, например, через ту же процедуру субсидирования, то есть оказав непосредственную помощь своим сотрудникам в покупке жилья. Все это способствует развитию именно рублевого кредитования.

Так что в России большая перспектива - у рублевых ипотечных кредитов. Развитию рублевого кредитования способствует и тот фактор, что процентные ставки по рублевым и валютным кредитам практически сравнялись и уже не так интересно и выгодно брать кредит в иностранной валюте, особенно на длинный срок. Конечно, в большей степени это относится к регионам, а в крупных городах, особенно в Москве и Санкт-Петербурге, будут по-прежнему популярны, хотя и не так как раньше, валютные ипотечные кредиты. Текущая ситуация на мировых рынках не могла не отразиться и на развитии ипотеки в России. Сейчас, правда пока еще не так явно, ипотечный рынок начинает снижать темпы своего развития. Из-за чего это происходит: во-первых, опять же из-за того, что кредиторы не спешат так же активно как раньше размещать свободные средства, особенно путем вложения их в долгосрочные ипотечные кредиты; во-вторых, если размещение происходит, то уже под более высокую стоимость (процентные ставки), чем ранее. Кроме того, учитывая, что в Америке кризис был связан, в первую очередь, с тем, что кредиты выдавались потенциально неплатежеспособным клиентам и без первоначального взноса (т.е. не был оценен риск возможного удешевления недвижимости), российские кредиторы достаточно активно начали пересматривать свои требования к заемщикам и соотношению стоимости кредита к стоимости залога и это также отразилось на количестве выдаваемых ипотечных кредитов. В связи со снижением возможности привлечения дополнительных инвестиций, в т.ч. и из-за рубежа, и увеличением их стоимости, возможно до конца года несколько вырастут процентные ставки по кредитам (в любом случае банкиры, скорее всего, придут к зависимости размера процентных ставок от величины первоначального взноса и категории заемщиков, и, соответственно, для некоторых заемщиков ставки все равно вырастут). Все вышеизложенное вряд ли

положительно отразится на динамику выдач ипотечных кредитов, и объем выдаваемых ипотечных кредитов будет постепенно сокращаться, и это выявится не сразу, т.к. с ранее обратившимися клиентами банки, скорее всего, будут работать по "старым" правилам, а уже новые выдачи осуществлять по более жестким требованиям. Таким образом, можно сказать следующее: ипотека в России развиваться все равно будет, т.к. жилищные потребности в нашей стране не удовлетворены полностью, а, если есть спрос, будет и предложение, интерес к ипотеке будет и у зарубежных инвесторов, т.к. в любом случае такие вложения будут выгодны, но темп ее развития несколько замедлится в связи с тем, что многие кредиторы пересмотрят свои риски и установят за них соответствующую цену, и изменят свое отношение к "рискованной" категории заемщиков.

### Андрей Сучков

Так сложилось, что валютные кредиты концентрировались прежде всего в Москве, где цены на недвижимость и сегодня устанавливаются в долларах, в то время как в остальных регионах превалировала рублевая ипотека. Основным параметром, который необходимо принимать во внимание при выборе того или иного кредитного продукта, как со стороны заемщика, так и со стороны кредитора – это срочная и валютная структура активов и пассивов. Это особенно важно при долгосрочном кредитовании, когда сложно оценить отдаленные изменения валютных курсов и процентных ставок. Если основной объем пассивной базы банка составляют валютные заимствования, то при разработке рублевых кредитных продуктов необходимо использовать инструменты хеджирования рисков. Та же логика должна использоваться и заемщиком: если его трудовой контракт номинирован в рублях, то лучше воспользоваться рублевым кредитом. Принимая во внимание, что регионы растут быстрее Москвы, подавляющее большинство трудовых контрактов составляют в национальной валюте, можно прогнозировать дальнейший рост объема и спектра рублевых ипотечных продуктов. Валютные же, например, в йенах, останутся для продвинутых заемщиков, разбирающихся в перипетиях финансовых рынков, тех, чьи контракты номинированы в иностранной валюте и на традиционно долларовых рынках, доля которых снижается и которые также постепенно переходят на рубли.

### Алексей Успенский

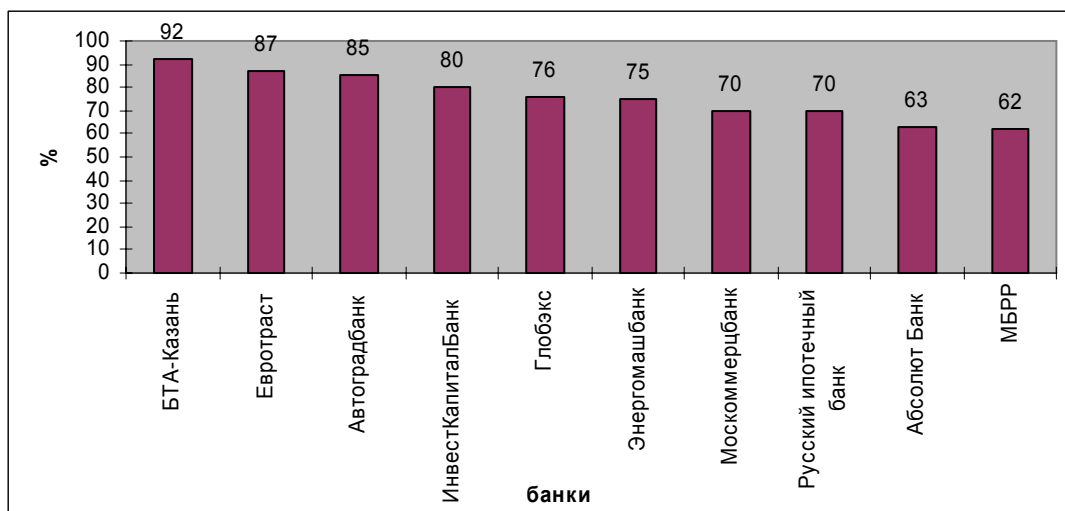
Для банков кредиты в рублях сейчас могут быть более предпочтительны чем раньше с точки зрения их рефинансирования на внутрироссийском рынке. Например, через паевые инвестиционные фонды с привлечением денег пенсионных фондов. В этом случае отсутствует валютный риск. С т.з. заемщиков кредит в рублях сейчас менее выгоден по сравнению с кредитом в долларах.

### Евгений Чепенко

Действительно, в последнее время всё больше кредитов выдаётся в рублях. По данным Банка России по состоянию на 01.07.2007 г. объём задолженности по ипотечным кредитам составил 374,4 млрд. руб., в том числе: в рублях – 250,68 млрд. руб. (67 %), в валюте – 123,76 млрд. руб. (33 %). Несмотря на то, что цена доллара в последнее время снижается и вроде бы привлекательно брать кредит в иностранной валюте, однако полагаю, что тенденция роста кредитов в рублях сохранится. Об этом свидетельствует стабильность экономики России, рост благосостояния населения, получение дохода в основном в российской валюте, укрепление рубля. Платежи по рублёвым кредитам наиболее предсказуемы и постоянны в отличие от валюты, где платёж может меняться даже при постоянной процентной ставке, поскольку размер платежа привязан к курсу валюты к рублю.

## СОТРУДНИЧЕСТВО С БРОКЕРАМИ

На протяжении последних двух лет мы являемся свидетелями того, как на рынке формируется и развивается институт профессиональных посредников – ипотечных брокеров. Еще недавно банки скептически относились к сотрудничеству с подобными организациями. Однако, сейчас по мере становления и развития этого бизнеса все больше банков прибегает к их услугам, эффективно используя данный канал продаж своих ипотечных продуктов. На рисунке 8 представлены банки, в которых доля заемщиков, пришедших от различного рода посредников (ипотечные брокеры, риэлторы) превышает 60%.

**Рисунок 8. Доля заемщиков, пришедших от посредников (брокеры, риэлторы), %**

\*- среди банков, предоставивших информацию

### Комментарии экспертов

- У некоторых банков доля заемщиков, пришедших от посредников (брокеры, риэлторы), достигает 80%. Насколько данный сегмент ипотечного рынка будет развиваться? Несут ли банки риски, отдавая часть своей работы по сбору документов и анализу заемщиков сторонним организациям?

#### Александр Егоров

Настолько, насколько они хороши. Развитие бизнеса такого рода посредников настолько устойчиво насколько их услуги профессионально качественны. В сегодняшних условиях не все из них будут также востребованы как в период наращивания портфелей рядом рефинансирующих организаций «любой ценой». Банки пренебрегающие собственной экспертизой рефинансируемых ипотечных кредитов и полагающиеся только на качество услуг посредников несут большие риски, поскольку, к сожалению, на рынке высок процент некачественных кредитов.

#### Екатерина Забелина

Получение клиентов от брокеров – это принятая во всем мире практика, позволяющая банкам увеличивать потоки привлекаемых клиентов. Но в России, к сожалению, институт брокеров еще не до конца сформировался, поэтому брокеры в стремлении получить свою комиссию зачастую не уделяют серьезного внимания оценке самого клиента. Поэтому в России банки по-прежнему берут большинство функций по работе с клиентами на себя. Например, даже если клиента в BSGV приводит брокер, мы все равно тщательно анализируем его доход, проверяем все документы и т.д.

#### Игорь Жигунов

Работа с ипотечными брокерами – вполне адекватная составляющая каналов дистрибуции, причем одна из наиболее оптимальных. В ряде стран доля ипотечных сделок с участием брокеров составляет до 60-70% (в РФ по оценкам это пока около 20-25%). Здесь важно изначально четко отстроить взаимоотношения кредитора и брокера: правильная постановка задач при взаимодействии и результатов, обучение и повышение квалификации контрагента, поддержание актуальной информации, технологичность взаимодействия, сервис клиенту и возможные опции, а кроме того мотивационный блок с учетом интересов каждого участника. И еще - поскольку само понятие «ипотечный брокер» в РФ как термин рыночный и отсутствует отдельное законодательное регулирование работы брокеров, то важно регламентировать работу кредитора и брокера в т.ч. оформлением соглашения, отражающего все моменты взаимодействия, включая ответственность сторон.

В части рисков: брокер осуществляет предквалификацию клиентской заявки, а сам андеррайтинг и принятие решения делает банк-кредитор. Т.о. оценка риска идет самими банком, и основа – это четкое выстраивание отношений с брокером, исключающее формирование изначально некачественных кредитных файлов, с которыми банку просто придется больше работать. Как показывает практика, при четко выстроенной работе с брокерами, качество предоставляемых клиентских заявок находится на должном уровне и процент отказов минимален.

### **Марина Малайчик**

Услуги по подбору оптимального кредита и сопровождению сделки покупки жилья с ипотекой, оказываемые такими участниками рынка недвижимости и ипотеки как брокеры, риэлторы, финансовые консультанты и т.д., будут только развиваться и пользоваться спросом у населения, т.к. простому гражданину достаточно сложно сразу разобраться как в самой ипотечной сделке, так и в требованиях различных банков. Для кредитующих организаций наличие таких партнеров также интересно, хотя бы с той точки зрения, что это один из дополнительных каналов продаж банковских розничных продуктов, в т.ч. и ипотеки, позволяющий без дополнительных затрат на рекламу привлечь в банк новых клиентов. Такие партнеры в любом случае выгодны, и не только как поставщики клиентов, но в качестве предварительной клиентской службы, т.к. они, во-первых, заранее отсекают тех клиентов, которые приходят просто поговорить, а не взять кредит, и тех, которые реально не могут оценить свои шансы, во-вторых, они делают предварительное заключение по клиенту на предмет соответствия его требованиям конкретного банка, что значительно облегчает работу сотрудников банка. Но партнеры банка делают только предварительное заключение о потенциальном заемщике и помогают клиенту собрать нужный пакет документов, а уже окончательный вывод делают сотрудники банка, основываясь на собственных процедурах андеррайтинга заемщика, т.е. процедурах оценки его платежеспособности. Тот фактор, что собственная проверка банком клиента очень важна и не стоит от нее отказываться, подтверждает разразившийся в Америке ипотечный кризис, когда некоторые кредиты выдавались практически без проверки клиента.

### **Андрей Сучков**

Появление посредников свидетельствует о наступлении зрелости российского ипотечного рынка. Банки стремятся минимизировать затраты на выдачу кредитов, отдавая часть функций в аутсорсинг. Безусловно, риски в данном случае увеличиваются, поскольку обычно посредники получают вознаграждение, исходя из объема операций, а не качества предоставляемых услуг. Для повышения прозрачности деятельности посреднических структур целесообразно создать систему надзора и контроля над их деятельностью, хотя бы в форме СРО.

### **Алексей Успенский**

Во многих странах ипотечные брокеры играют значительную роль, предлагая клиентам помощь при выборе оптимального варианта ипотечного кредитования. Вероятно, и в России роль брокеров будет усиливаться, особенно по мере появления новых ипотечных продуктов. Поручая аккредитованному брокеру собрать от клиента пакет необходимых документов, банк не несёт дополнительного риска, поскольку банк перепроверит эти документы. Однако передача на аутсорсинг функций кредитного эксперта влечёт дополнительный риск.

### **Евгений Чепенко**

Бурное развитие ипотечного кредитования способствовало формированию новых организаций, таких как ипотечные брокеры. Количество брокеров при росте ипотечного рынка будет также расти и это, наверное, правильно. Не каждый заёмщик может сразу разобраться в том количестве ипотечных продуктов, которые предлагают банки. Вполне возможно, что со временем мелкие брокеры будут объединяться с крупными компаниями или создавать ассоциации. Конечно, грамотный брокер – очень хороший помощник для банка, который может минимизировать свои затраты по подготовке кредитного дела заёмщика, проведению андеррайтинга, оценки недвижимости и т.д., что положительно скажется на процентной ставке по кредиту. Сегодня конкуренция в этом сегменте рынка постоянно растет, в результате чего банки готовы платить ипотечным брокерам за каждого клиента. В то же время, поскольку основной целью любой коммерческой



организации является получение прибыли, то необходимо учитывать, что в отношениях между брокером и клиентом и брокером и банком может возникнуть «перекос» в сторону того банка, который больше заплатит. При таких условиях заёмщик не сможет получить полноценной информации об ипотечных продуктах, а банк – своих клиентов. Очевидно, необходимо какое-то регулирование данного вопроса. Если говорить о рисках банка, доверяющего часть своей работы брокеру, то пока они не столь велики, как кажется. Сотрудничество банков с брокерами находится только в стадии становления, практика работы ещё достаточно мала и не накопилось той необходимой статистической информации, которая позволяла бы уверенно сказать, что качество работы между банком и брокером находится на высоком уровне и банки могут полностью положиться на брокера. Сегодня банки всё ещё действуют по старинке и, несмотря на заверения брокера, по-прежнему полностью и тщательно проверяют и оценивают заемщика и предмет залога, поскольку брокер проводит только предварительную квалификацию заёмщика и не оценивает его платёжеспособность. Поэтому, отдавая часть своей работы по сбору документов и анализу заёмщиков сторонним организациям, банки несут только те риски, которые обусловлены деятельностью самого банка.

## РЕФИНАНСИРУЮЩИЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Кроме федерального агентства (АИЖК), которое было призвано стать локомотивом российского ипотечного кредитования, на рынке действует несколько специализированных рефинансирующих организаций. Задачей подобных компаний является аккумулирование небольших пулов кредитов, с последующим их рефинансированием путем секьюритизации или прямой продажи. В подобных услугах заинтересованы в первую очередь первичные кредиторы, которые не имея большой ресурсной базы, таким образом рефинансируют выданные кредиты.

### Комментарии экспертов

*- Какова роль специализированных рефинансирующих организаций?*

**Дмитрий Дорофеев**

**заместитель генерального директора по финансам, компания (RuMAC)**

Такие организации – кондуиты представляют дополнительный источник ликвидности для ипотечной системы, помимо банков и ипотечных агентов. Особенно важна такая их роль для малых и средних банков, возможности фондирования которых ограничены. В нынешних условиях расширившихся кредитных спредов для всех кредитных продуктов и сложного положения с ликвидностью даже у крупных игроков, способность кондуитов играть роль источника ликвидности будет подвержена суровой проверке.

**Александр Егоров**

Трансформация требований инвесторов фондового рынка в определении стандартов качества ипотечных продуктов, инфраструктуры, их сервиса для обеспечения стабильного финансирования деятельности всех первичных кредиторов принимающих эти правила.

**Кристофер Уинн (Christopher Wynne)**

**Head of Russia Operations, Russian American Mortgage Company**

Рефинансирующие организации являются постоянным надежным источником долгосрочного капитала для ипотечных originаторов. Это позволяет банкам и другим originаторам сосредотачивать все свое внимание и силы на своей основной деятельности – на взаимодействии с клиентами и предоставлении средств заемщикам. Тогда как рефинансирующие организации сосредотачиваются на уменьшении различных рисков ипотечного кредитования на рынках капитала. К таким рискам относятся риск колебания процентной ставки, кредитный риск, риски досрочного погашения, и, возможно, валютные риски. Разделяя различные аспекты ипотечного рынка, рефинансирующие организации смогут значительно уменьшить размер фиксированной стоимости предоставляемого долгосрочного капитала, благодаря чему ипотечные кредиты станут массовым продуктом, а стоимость ипотечного финансирования для заемщиков существенно снизится.

**Александр Черняк**  
генеральный директор ООО «АТТА Ипотека»

Специализированные рефинансирующие ипотечные компании не находятся под надзором Банка России, и не связаны пруденциальными нормативами. Данный факт позволяет рефинансирующим компаниям держать на балансе больший портфель, чем мог бы позволить себе банк при том же размере капитала. Кроме того, банки в России, как правило, универсальны и несут риски других операций, а рефинансирующие компании специализируются на одних типах финансовых операций, связанных со скупкой, сопровождением и рефинансированием ипотечных активов.

*- В чем заключаются преимущества работы с подобными организациями?*

**Дмитрий Дорофеев**

Такие организации – кондуиты представляют дополнительный источник ликвидности для ипотечной системы, помимо банков и ипотечных агентов. Особенно важна такая их роль для малых и средних банков, возможности фондирования которых ограничены. В нынешних условиях расширившихся кредитных спредов для всех кредитных продуктов и сложного положения с ликвидностью даже у крупных игроков, способность кондуитов играть роль источника ликвидности будет подвержена суровой проверке.

**Александр Егоров**

Для первичных кредиторов это прежде всего стабильность финансирования их деятельности, предсказуемость в «правилах игры», возможность долгосрочного планирования развития своего бизнеса в рамках такого сотрудничества.

**Кристофер Уинн (Christopher Wynne)**

Работая с рефинансирующими организациями, оригинатор может концентрироваться на своей основной деятельности, и кроме этого, экономить значительные средства, требуемые для секьюритизации. Рефинансирующие организации собирают кредиты от нескольких оригинаторов и, таким образом, фиксированные расходы на секьюритизацию покрывают сделки больших размеров. Кроме этого, мировые рынки капитала довольно сложны, поэтому размещение ценных бумаг представляет собой трудоемкий процесс для малых и средних компаний. Рефинансирующие организации обычно управляются финансовыми институтами, обладающими огромным опытом в работе с инвесторами в сфере ИБЦ, поэтому они способны существенно снизить риски.

**Александр Черняк**

Наличие на рынке рефинансирующих компаний позволяет мелким и средним банкам (особенно это актуально для небольших региональных банков) решить свои проблемы с ликвидностью.

*- Есть ли особенности у компаний, работающих на рынке рефинансирования ипотечных кредитов или принцип работы у всех одинаков?*

**Дмитрий Дорофеев**

Пожалуй, главным различием среди рефинансирующих компаний, работающих на Российском ипотечном рынке, является наличие или отсутствие у них собственной платформы выдачи ипотечных кредитов. При этом банки выкупающие кредиты предпочитают брать на себя и полное их обслуживание, т.н. покупка servicing released. При этом банк продавец фактически теряет клиента. Независимые кондуитные компании оставляют обслуживание и связанный с ним поток сервисной комиссии у самих оригинаторов (покупка servicing retained). Очевидно, что с точки зрения стратегии развития бизнеса оригинаторы предпочитают именно такой тип рефинансирования.

**Александр Егоров**

Во всех российских регионах, где мы поддерживаем выдачу кредитов по нашим стандартам мы создали и развиваем собственную сеть операторов, обеспечивающих экспертизу и обслуживание всех рефинансированных нами ипотечных кредитов, а качество ее работы подтверждается рейтингами двух международных и первого в России секьюритизационных выпусков. Поэтому сегодня мы можем предоставлять услуги по экспертизе портфелей ипотечных кредитов и их дальнейшему обслуживанию в регионах России и другим участникам ипотечного рынка.

**Кристофер Уинн (Christopher Wynne)**

Безусловно, у каждой рефинансирующей организации есть свои особенности и подходы. Эти особенности касаются того, как такие компании работают с оригинаторами и откуда получают финансирование. Кто-то может приобретать ипотечные кредиты с премией и переводить все обязанности по обслуживанию на себя, другие могут заплатить меньшую премию и оставить больший процент за обслуживание кредитов оригинатору. Некоторые организации могут финансироваться активами своих учредителей и других кредитных организаций, в то время как другие для финансирования полагаются на мировой рынок капитала и базу инвесторов в сфере ИБЦ. Как правило наибольшего успеха добиваются те компании, которые смогут лучше освоить мировые рынки ИБЦ и получить возможность предложить надежный постоянный источник финансирования оригинаторам на самых выгодных условиях.

**Александр Черняк**

Принцип у всех компаний примерно одинаков – скупка кредитов с целью их последующей секьюритизации, или для пулирования и перепродажи другим участникам рынка. Существуют различные методы сопровождения, рефинансирования, скупки, например, кто-то из рефинансирующих компаний скупает кредиты по номиналу, кто-то с премией, кто-то по правилам только АИЖК, кто-то и АТТА Ипотеки и АИЖК, и т.п.

**ИПОТЕЧНЫЕ ФОНДЫ**

В настоящее время в России действует десять закрытых паевых инвестиционных ипотечных фондов. Основные характеристики ипотечных ПИФов представлены в таблице «Ипотечные паевые фонды, действующие в России» в разделе «Статистика» настоящего обзора.

**Комментарии экспертов**

*- Каким категориям инвесторов интересен такой финансовый инструмент, как паевые фонды с ипотечным покрытием?*

**Галина Виноградова**  
генеральный директор, ООО "Управляющая компания "Наследие СП"

Закрытые паевые инвестиционные ипотечные фонды интересны в первую очередь институциональным инвесторам – НПФ, страховым компаниям и управляющим компаниям. Также этот инструмент может быть интересен юридическим лицам и иностранным инвесторам при условии торговли данным инструментом на бирже.

**Александр Егоров**

Тем, которые готовы принять больше риска, чем в случае ипотечных облигаций, при не столь значительном увеличении доходности.

**Михаил Тяжлов**  
**генеральный директор, управляющая компания "Коллективные инвестиции"**

Ипотечные паевые фонды интересны российским институциональным инвесторам – страховым компаниям, пенсионным фондам и консервативным портфельным инвесторам. Паевой ипотечный фонд сочетает в себе низкий риск, сравнимый с рисками по государственным ценным бумагам, и относительно высокую доходность, несколько выше 10% годовых у существующих фондов. Заметим, что с российскими инвесторами ипотечных паевых фондов сложилась парадоксальная ситуация. С одной стороны государство декларирует всемерную поддержку развития ипотеки, с другой, оно же по-прежнему запрещает напрямую инвестировать в ипотечные фонды страховым компаниям и пенсионным фондам. Из иностранцев заметный интерес к ипотечным фондам проявляют банки и хедж-фонды. Для них это инвестиции в развивающиеся рынки и покупка качественных активов с высокой доходностью.

**Салават Халилов**  
**заместитель главного исполнительного директора по управлению частными активами УК «УРАЛСИБ»**

Хочу уточнить: такого понятия, как «паевые фонды с ипотечным покрытием» не существует. Согласно федеральному закону «Об ипотечных ценных бумагах» существуют облигации с «ипотечным покрытием» и, так называемые, «ипотечные фонды», инвестирующие свои средства в ипотечные закладные. Чтобы понять, кому могут быть интересны ипотечные ПИФы, сначала необходимо разобраться с тремя главными составляющими для любого инструмента инвестирования - доходностью, надежностью и ликвидностью.

С точки зрения доходности ипотечные ПИФы имеют среднюю доходность в 8-11 % годовых. С точки зрения надежности, актив фонда – закладные, а следовательно и паи ипотечного ПИФа, сегодня являются одними из самых надежных на рынке. Теперь о ликвидности: пятнадцатилетний закрытый ипотечный фонд имеет ограниченную ликвидность.

Оценив эти три составляющие, можно определить категорию инвесторов ипотечных ПИФов. Это – институциональный инвестор, например негосударственный пенсионный фонд. Почему? Во-первых потому, что у НПФ «длинные деньги» и он готов вкладывать их сроком на 15 лет. НПФу нужна максимальная надежность, пожалуйста, ипотечные бумаги одни из самых надежных. Наконец, любому НПФу необходим пусть не высокий, но стабильный доход в течение ближайших 15 лет. Нет проблем! Не «золотые копии» конечно, но ежегодный и стабильный минимальный доход в 8% ипотечный фонд НПФу обеспечит. Ипотечный ПИФ, также может быть интересен и такому институциональному инвестору, например, как страховые компании.

*- Оказывают ли тенденции на рынке ипотечного кредитования влияние на рост количества и объема активов ипотечных ПИФов?*

**Александр Егоров**

Пока для нас такая тенденция не очевидна.

**Михаил Тяжлов**

На рынок ипотечного кредитования оказывают влияние как тенденции мирового рынка, так и внутрисекторные. Сейчас основные события разворачиваются на финансовых рынках США и Европы. Кризис на рынке рискованного ипотечного кредитования США привел к дефициту ликвидности на глобальном финансовом рынке, падению цен и повышению доходности на облигации коммерческих заемщиков, общему повышению ставок. Эти события очень важны для всего финансового рынка, в том числе и для ипотечных ПИФов. Происходит глобальный пересмотр оценки рисков активов. Наша компания последние полгода работала над организацией большого ипотечного фонда. Основными инвесторами фонда выступили иностранные банки. Сейчас они предложили перенести срок формирования фонда, им нужно время, чтобы понять насколько изменились правила игры. Сейчас сложно оценить все последствия ипотечного кризиса, но

нет сомнений, что они будут и будут существенными. Россию ипотечный кризис пока всерьез не затронул, хотя часть игроков ипотечного рынка переносят на более поздний срок сделки секьюритизации, например, ВТБ24 перенес сделку на 500 млн. долларов. Часть участников ограничили выдачу новых ипотечных кредитов.

Внутри России главными тенденциями остаются быстрый рост общего объема ипотечного кредитования, снижение ставок по ипотечным кредитам и отсутствие действий по формированию базы внутренних инвесторов со стороны регулятора (см. ответ на вопрос 1). Сейчас, если создавать новый ипотечный фонд, его доходность окажется около 9% годовых. Российские инвесторы к этому не готовы. Рост валютных ставок из-за ипотечного кризиса в США дополнительно сужает круг потенциальных инвесторов среди иностранцев. В результате, если с лета 2005 года по сентябрь 2006 года было сформировано 7 ипотечных фондов с активами 6,5 млрд. руб, то с октября 2006 по сентябрь 2007 года – только 3 фонда объемом 160 млн. рублей.

### **Салават Халилов**

Безусловно, да. Каким образом? Очень просто: предположим я – ипотечный банк и у меня есть пул закладных, которые раньше я продавал на Западе. Сегодня Запад напуган тем, что происходит на «мусорном ипотечном рынке» в США. Почему напуган? Потому, что в США кредиты выдавали самым неподготовленным инвесторам: безработным, без первоначального взноса или под непонятное обеспечение. Сегодня я, как российский ипотечный банк, на Запад пойти не могу, меня туда не пускают. И что мне делать, продавать-то закладные надо? Вот поэтому теперь я пойду продавать их в Россию. А кто в России может покупать ипотечные закладные? Ипотечный ПИФ! Соответственно, происходящие сегодня на международном ипотечном рынке тенденции, очень положительно сказываются на развитии российских ипотечных фондов.

*- Можно ли рассматривать ипотечные ПИФы в качестве эффективного механизма рефинансирования ипотеки?*

### **Галина Виноградова**

По оценкам Центрального банка России, в 2006 г. рынок ипотечного кредитования составил 8,6 млрд долларов, прирост по сравнению с 2005 г. - 287%. Но по мировым масштабам это достаточно скромный объем. По отношению к ВВП объем рынка ипотечного кредитования составляет 1,3%. В то время как в развивающихся странах этот показатель составляет в среднем 6%, а в развитых экономиках – до 50% и более. Все это говорит о существовании в России большого потенциала для дальнейшего роста ипотеки.

Для реализации этого потенциала банки должны решать две проблемы, сдерживающие их развитие на данном рынке:

- недостаток долгосрочных ресурсов в банках;
- низкая капитализация.

Решением этих проблем стала секьюритизация ипотечных кредитов. На рынке наметилось два направления секьюритизации активов:

- выпуск ипотечных облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами;
- паевые инвестиционные ипотечные фонды

На долю ипотечных фондов приходится 24% рынка секьюритизации ипотеки в России и предполагается секьюритизировать в 2007 -2008 г.г. ипотечные кредиты еще на 11 млрд рублей. Сегодня на рынке работают 10 ипотечных фондов общим объемом более 6 млрд рублей. Перспективы развития паевых ипотечных фондов заключаются в увеличении присутствия на рынке пенсионных фондов, страховых и управляющих компаний.

### **Александр Егоров**

В некотором смысле создание ПИФа проще и дешевле чем подготовка и выпуск ипотечных ценных бумаг и в этом смысле в качестве механизма рефинансирования ипотеки доступнее для желающих рефинансировать



свой портфель. Активность интереса инвесторов к такого рода активам и будет определять оценку эффективности этого механизма рефинансирования ипотеки.

#### Михаил Тяжлов

Ипотечные ПИФы уже доказали свою эффективность. Существует некоторая конкуренция между паями ПИФов и ипотечными облигациями за «звание» главного механизма рефинансирования ипотеки, причем в настоящий момент объемы рефинансированных кредитов через оба механизма примерно равны. У каждого из инструментов есть достоинства и недостатки.

Сам выпуск паев дешевле, чем облигаций, стоимость инфраструктуры ниже, в результате доход у инвестора выше. И пай и облигации обеспечены надежным активом. Риски инструментов сравнимы, но у ипотечной облигации они структурированы, что дает инвестору выбор между избеганием риска, с потерей в доходности, и, наоборот, покупкой риска и получением премии. Я думаю, что последнее обстоятельство сыграет решающую роль, и ипотечные ПИФы со временем займут вспомогательное положение по отношению к ипотечным облигациям, возможно, играя роль кирпичиков, из которых будут строиться сложные структурированные продукты. Сейчас ПИФы полноценный равноправный механизм рефинансирования ипотеки и останется таким еще длительное время.

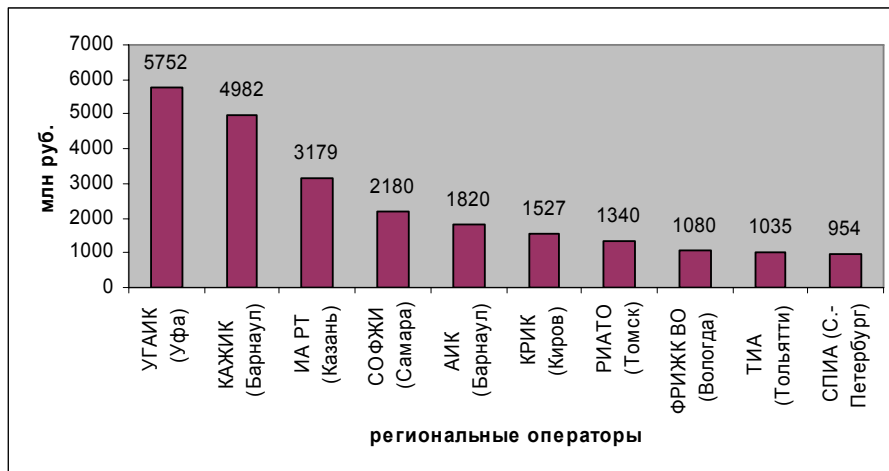
#### Салават Халилов

Конечно можно. Особенно если нашим инвестором является негосударственный пенсионный фонд. НПФы не очень довольны тем, что в настоящее время происходит на фондовом рынке, особенно когда РТС упал ниже 2000 пунктов. В этой ситуации, инвестировать свои средства им некуда, как только в надежные инструменты ипотечных ПИФов, которые стабильно приносят 8-11% годовых.

#### РЕГИОНАЛЬНЫЕ АГЕНТСТВА

Региональные ипотечные агентства и фонды, как правило, созданные при участии местных властей, создавались с целью развития федеральной системы ипотечного жилищного кредитования. В задачи агентств входило рефинансирование (выкуп) выданных кредитов у первичных кредиторов для последующей передачи их на баланс АИЖК. По мере развития рынка и появления альтернативных источников рефинансирования, региональные агентства получили большую свободу в выборе партнеров среди специализированных рефинансирующих организаций и банков. Кроме того, некоторые из них стали накапливать пулы ипотечных кредитов для проведения секьюритизации, что безусловно говорит о развитии рынка ипотечного кредитования в регионах России. На рисунке 9 представлены наиболее крупные региональные операторы по объему выкупленных ипотечных кредитов в первом полугодии текущего года.

**Рисунок 9. Объем купленных ипотечных кредитов у первичных кредиторов, млн руб.\***



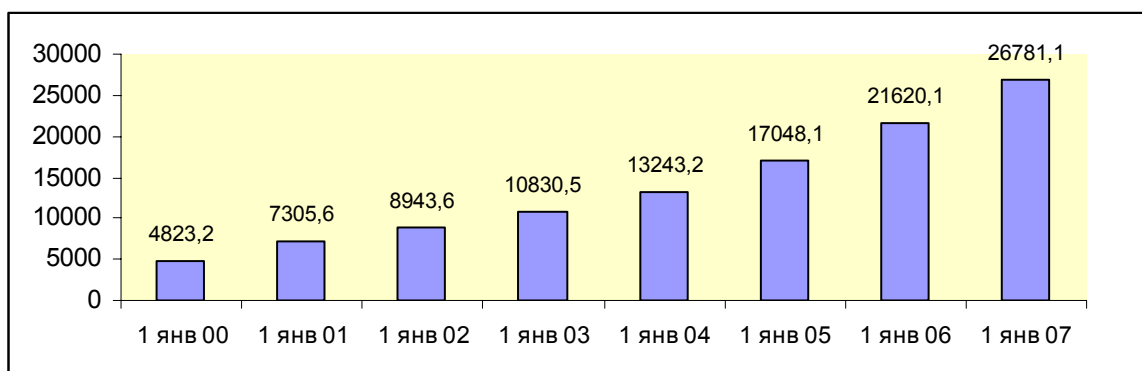
\*- среди банков, предоставивших информацию



## СТАТИСТИКА



### Валовой внутренний продукт России в рыночных ценах, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ

### Основные социально-экономические индикаторы уровня жизни населения

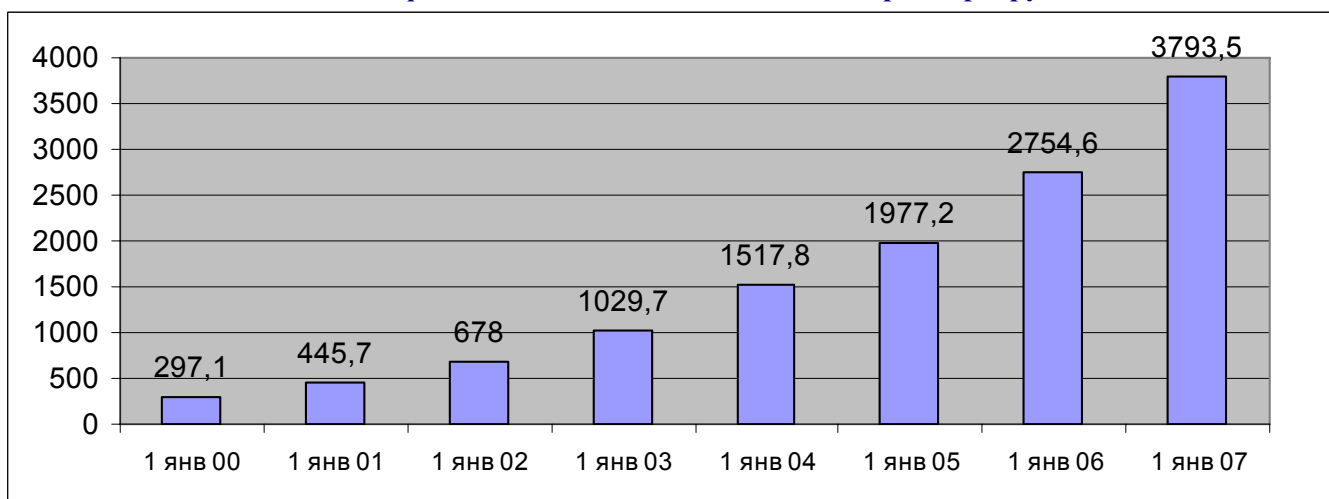
| Показатель/дата                                                                  | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006    | 2007,<br>январь-<br>май | 2007,<br>июнь |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------------------------|---------------|
| Среднедушевые денежные доходы населения в месяц, руб.                            | 2281,1 | 3062   | 3947,2 | 5170,4 | 6410,3 | 8023,2 | 9947    | 11585,2                 | 12202         |
| Реальные располагаемые денежные доходы населения, в % к предыдущему году/периоду | 112    | 108,7  | 111,1  | 115    | 110,4  | 111,1  | 110,2   | 112                     | 104,1         |
| Среднемесячная номинальная заработная плата                                      | 2223,4 | 3240,4 | 4360,3 | 5498,5 | 6739,5 | 8554,9 | 10727,7 | 12177                   | 13810         |
| Реальная заработная плата в % к предыдущему году                                 | 120,9  | 119,9  | 116,2  | 110,9  | 110,6  | 112,6  | 113,3   | 117,9                   | 107           |

Источник: Росстат



Источник: Русский ипотечный банк, данные: ЦБ РФ, ЕЦБ, Credit Suisse, актуальность: 01.07.07

**Вклады физических лиц в банковском секторе, млрд. руб.**



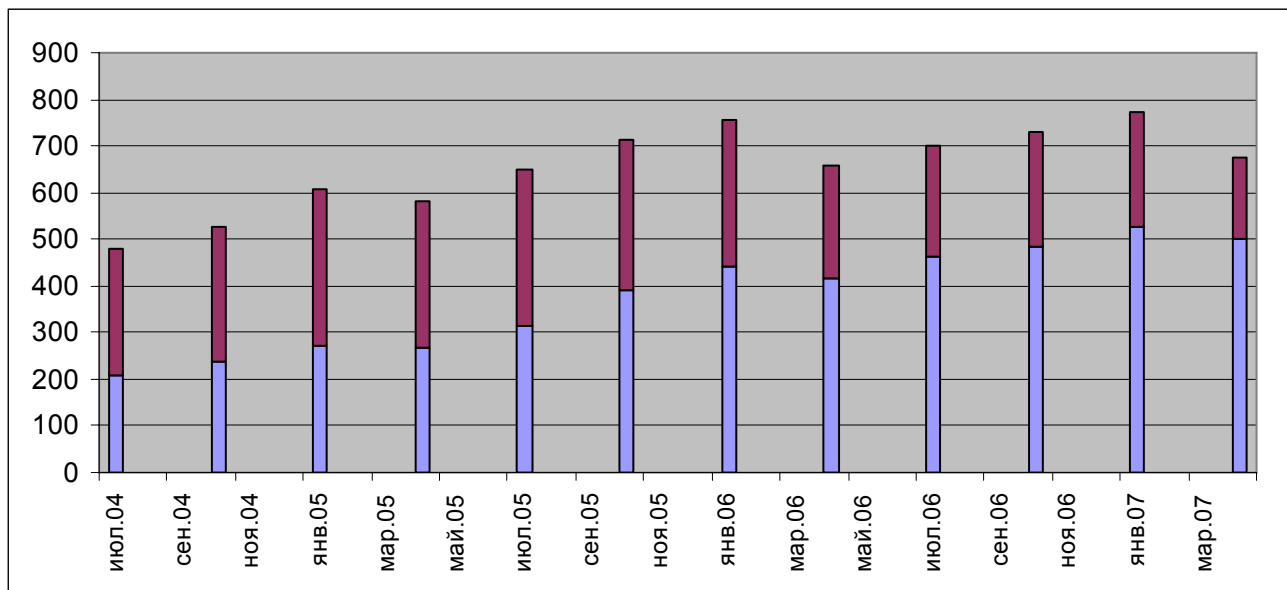
Источник: ЦБ РФ

**Объем выданных ипотечных жилищных кредитов физическим лицам в 1 полугодии 2007г., млн. руб.**

| Регион             | Объем выданных ипотечных кредитов в рублях | Объем выданных ипотечных кредитов в валюте | Объем выданных ипотечных кредитов, всего |
|--------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>Всего по РФ</b> | <b>153 263,1</b>                           | <b>49 873,5</b>                            | <b>203 136,6</b>                         |
| Центральный ФО     | 21 127,3                                   | 33 799,3                                   | 54 926,6                                 |
| Северо-западный ФО | 16 118,3                                   | 8 016,1                                    | 24 134,4                                 |
| Южный ФО           | 11 759,0                                   | 1 700,4                                    | 13 459,4                                 |
| Приволжский ФО     | 35 517,0                                   | 2 809,2                                    | 38 326,2                                 |
| Уральский ФО       | 26 246,7                                   | 866,4                                      | 27 113,1                                 |
| Сибирский ФО       | 36 912,8                                   | 1 853,7                                    | 38 766,5                                 |
| Дальневосточный ФО | 5 581,9                                    | 828,4                                      | 6 410,3                                  |

Источник: ЦБ РФ, расчеты: РУСИПОТЕКА

### Количество кредитных организаций, предоставляющих кредиты на покупку жилья



Источник: ЦБ РФ; Примечание: все организации, предоставляющие кредиты на покупку жилья, в том числе организации, предоставляющие ипотечные жилищные кредиты.

### Сведения об ипотечных жилищных кредитах, предоставленных кредитными организациями физическим лицам

| Дата       | В рублях                          |                                                      | В иностранной валюте              |                                                      | Количество организаций, предоставляющих кредиты |
|------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
|            | Вновь выданные кредиты, млн. руб. | Задолженность по предоставленным кредитам, млн. руб. | Вновь выданные кредиты, млн. руб. | Задолженность по предоставленным кредитам, млн. руб. |                                                 |
| 01.07.2004 | 3147                              | 3673                                                 | 3196                              | 7056                                                 | 206                                             |
| 01.10.2004 | 5809                              | 5021                                                 | 5821                              | 8863                                                 | 231                                             |
| 01.01.2005 | 10116                             | 7150                                                 | 8345                              | 10622                                                | 257                                             |
| 01.04.2005 | 3012                              | 7787                                                 | 1678                              | 11708                                                | 269                                             |
| 01.07.2005 | 8318                              | 10945                                                | 6120                              | 15165                                                | 312                                             |
| 01.10.2005 | 16946                             | 14404                                                | 13745                             | 20751                                                | 376                                             |
| 01.01.2006 | 30918                             | 22223                                                | 25423                             | 30608                                                | 423                                             |
| 01.04.2006 | 13254                             | 29739                                                | 9741                              | 36987                                                | 418                                             |
| 01.07.2006 | 46517                             | 51594                                                | 32020                             | 52934                                                | 448                                             |
| 01.10.2006 | 97753                             | 86252                                                | 57898                             | 74158                                                | 463                                             |
| 01.01.2007 | 179612                            | 144806                                               | 83949                             | 89091                                                | 498                                             |
| 01.04.2007 | 61940                             | 187263                                               | 20376                             | 102025                                               | 499                                             |
| 01.07.2007 | 153263                            | 250681                                               | 49873                             | 123759                                               | 531                                             |

Источник: ЦБ РФ

### Объем задолженности по ипотечным жилищным кредитам, млн. рублей

| Регион             | Объем задолженности на 01.04.2007 | Объем задолженности на 01.07.2007 |
|--------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| <b>Всего по РФ</b> | <b>289 288,2</b>                  | <b>374 440,9</b>                  |
| Центральный ФО     | 103 553,3                         | 128 035,2                         |
| Северо-западный ФО | 31 055,3                          | 41 070,7                          |
| Южный ФО           | 16 803,1                          | 23 035,5                          |

|                    |          |          |
|--------------------|----------|----------|
| Приволжский ФО     | 43 324,0 | 57 121,0 |
| Уральский ФО       | 42 754,5 | 53 881,0 |
| Сибирский ФО       | 44 155,8 | 61 011,7 |
| Дальневосточный ФО | 7 642,3  | 10 285,9 |

Источник: ЦБ РФ, расчеты: РУСИПОТЕКА

### Цены в крупнейших городах РФ (рубли) по состоянию на начало месяца

| Город           | Средняя цена 1 кв. м в рублях |             |             |             |               | Рост цены (в рублях) за период |               |          |
|-----------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------------------------|---------------|----------|
|                 | январь.2000                   | январь.2006 | январь.2007 | август.2007 | сентябрь.2007 | за 5 лет                       | с начала года | за месяц |
| Москва          | 18 278                        | 84 384      | 133 756     | 126 908     | 129 686       | 7,1                            | -3%           | 2,20%    |
| Санкт Петербург | 9 874                         | 33 408      | 69 711      | 74 775      | 75 203        | 7,62                           | 8%            | 0,60%    |
| Екатеринбург    | 6 038                         | 31 332      | 63 601      | 65 121      | 64 694        | 10,71                          | 2%            | -0,70%   |
| Новосибирск     | 5 413                         | 28 858      | 45 224      | 57 533      | 58 077        | 10,73                          | 28%           | 0,90%    |
| Пермь           | 4 706                         | 25 402      | 40 909      | 52 912      | 54 632        | 11,61                          | 34%           | 3,30%    |
| Самара          | 6 011                         | 32 500      | 44 603      | 51 392      | 52 275        | 8,7                            | 17%           | 1,70%    |
| Уфа             | 9 520                         | 30 413      | 54 600      | 48 007      | 49 871        | 5,24                           | -9%           | 3,90%    |
| Нижний Новгород | 7 072                         | 19 238      | 38 784      | 46 143      | 45 522        | 6,44                           | 17%           | -1,30%   |
| Ростов-на-Дону  | 6 093                         | 23 846      | 33 722      | 44 973      | 45 237        | 7,42                           | 34%           | 0,60%    |
| Красноярск      | 4 515                         | 25 488      | 31 775      | 41 260      | 43 376        | 9,61                           | 37%           | 5,10%    |
| Омск            | 3 427                         | 18 580      | 33 608      | 41 209      | 41 429        | 12,09                          | 23%           | 0,50%    |
| Казань          | 5 321                         | 21 226      | 39 671      | 41 828      | 40 920        | 7,69                           | 3%            | -2,20%   |
| Челябинск       | 5 284                         | 24 077      | 34 440      | 38 851      | 38 541        | 7,29                           | 12%           | -0,80%   |
| Волгоград       | 4 200                         | 17 309      | 30 743      | 37 402      | 37 489        | 8,93                           | 22%           | 0,20%    |

Источник: DailyStroy

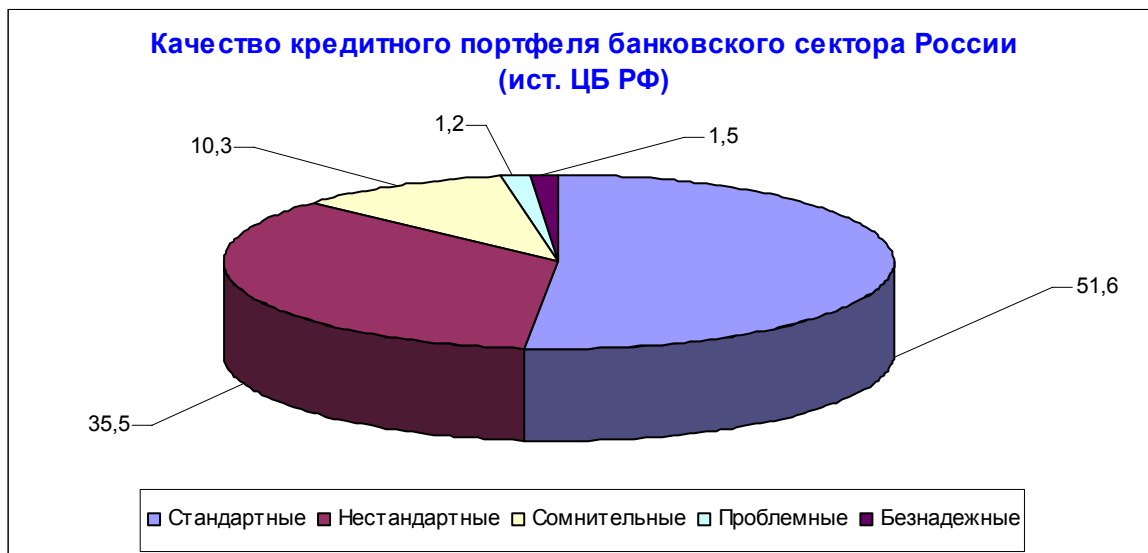
### Регионы – лидеры по объему выдачи ипотечных кредитов в первом квартале 2007 г, тыс. руб.

| Регион                           | Объем выданных ипотечных кредитов в рублях | Объем выданных ипотечных кредитов валюте | Объем выданных ипотечных кредитов, всего |
|----------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| Московская область               | 2 014 763                                  | 3 205 882                                | 5 220 645                                |
| г. Москва                        | 2 835 564                                  | 9 814 476                                | 12 650 040                               |
| г. Санкт-Петербург               | 2 847 992                                  | 2 620 884                                | 5 468 876                                |
| Краснодарский край               | 1 172 704                                  | 180 412                                  | 1 353 116                                |
| Ростовская область               | 1 149 575                                  | 135 850                                  | 1 285 425                                |
| Республика Башкортостан          | 1 710 057                                  | 137 829                                  | 1 847 886                                |
| Республика Татарстан (Татарстан) | 2 057 399                                  | 114 759                                  | 2 172 158                                |
| Удмуртская Республика            | 1 156 610                                  | 50 769                                   | 1 207 379                                |
| Кировская область                | 1 081 840                                  | 223 049                                  | 1 304 889                                |
| Пензенская область               | 1 861 769                                  | 74 673                                   | 1 936 442                                |
| Самарская область                | 2 276 088                                  | 106 471                                  | 2 382 559                                |
| Свердловская область             | 2 585 536                                  | 132 752                                  | 2 718 288                                |
| Тюменская область                | 5 460 460                                  | 145 623                                  | 5 606 083                                |
| Ханты-Мансийский АО Югра         | 3 041 373                                  | 19 985                                   | 3 061 358                                |
| Челябинская область              | 2 577 269                                  | 103 425                                  | 2 680 694                                |
| Алтайский край                   | 2 388 737                                  | 52 181                                   | 2 440 918                                |
| Красноярский край                | 2 305 403                                  | 129 546                                  | 2 434 949                                |



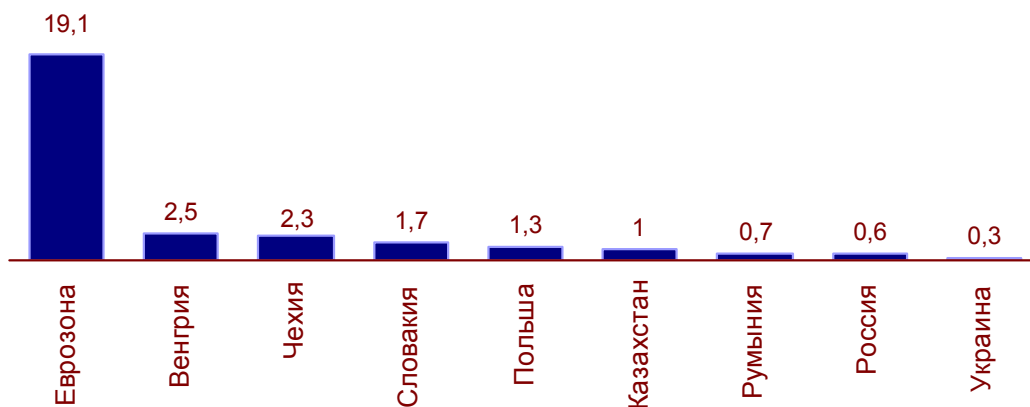
|                       |           |         |           |
|-----------------------|-----------|---------|-----------|
| Иркутская область     | 1 645 480 | 58 030  | 1 703 510 |
| Кемеровская область   | 1 453 636 | 67 285  | 1 520 921 |
| Новосибирская область | 2 904 961 | 149 179 | 3 054 140 |
| Омская область        | 2 061 790 | 111 336 | 2 173 126 |

Источник: ЦБ РФ, расчеты: РУСИПОТЕКА



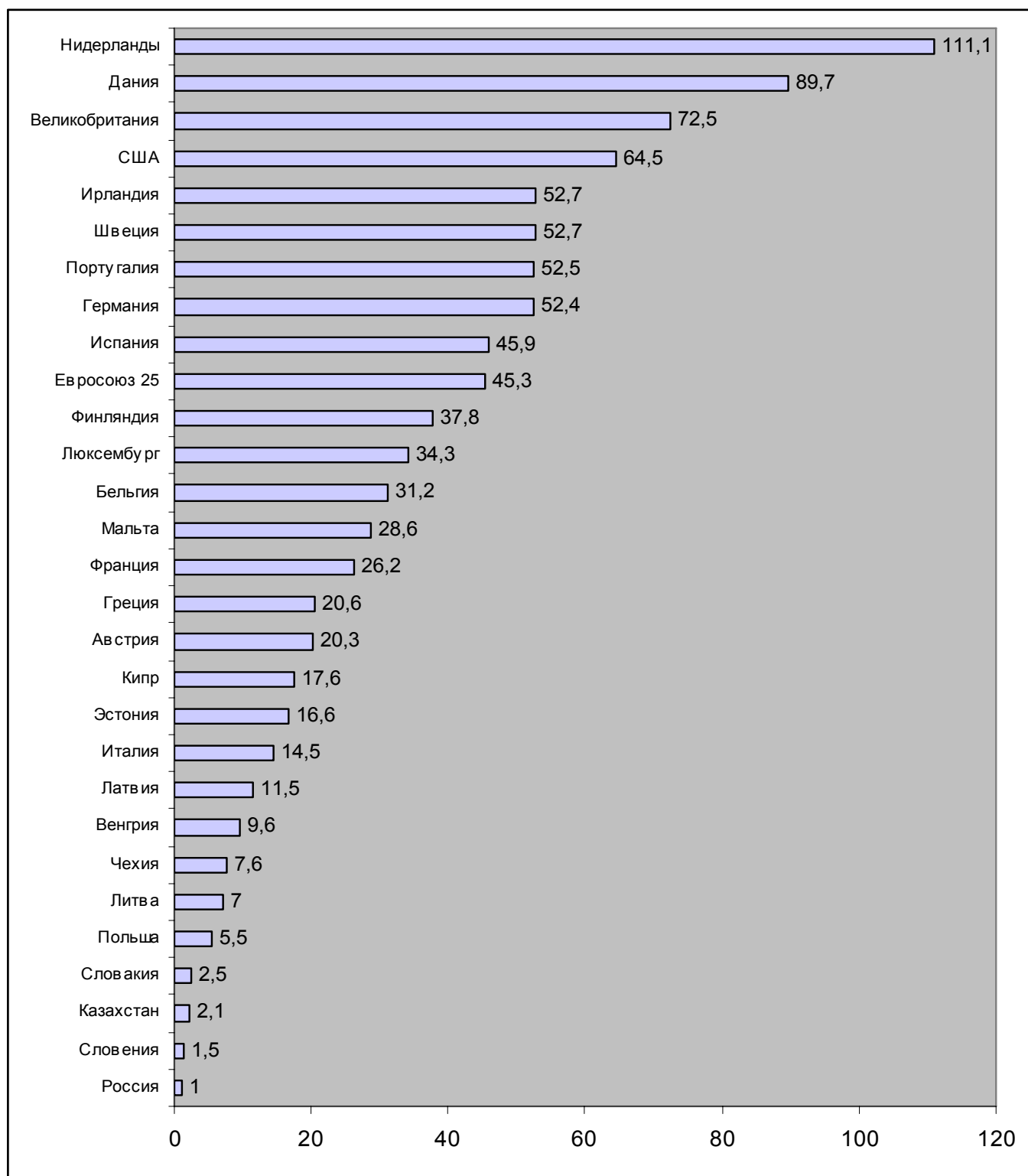
Актуальность: 01.01.2007

**Соотношение розничные кредиты/ВВП в некоторых странах**



Источник: Русский ипотечный банк, данные: ЦБ РФ, ЕЦБ, Credit Suisse, актуальность: 01.07.07

Доля ипотеки по отношению к ВВП государств с различным уровнем развития экономики



Источник: данные European Mortgage Federation, ЦБ РФ, расчеты АИЖК; актуальность: март 2007

|           |     |         |      |         |      |             |      |            |      |                |       |
|-----------|-----|---------|------|---------|------|-------------|------|------------|------|----------------|-------|
| Страна    | %   | Страна  | %    | Страна  | %    | Страна      | %    | Страна     | %    | Страна         | %     |
| Россия    | 1   | Литва   | 7    | Эстония | 16,6 | Мальта      | 28,6 | Испания    | 45,9 | США            | 64,5  |
| Словения  | 1,5 | Чехия   | 7,6  | Кипр    | 17,6 | Бельгия     | 31,2 | Германия   | 52,4 | Великобритания | 72,5  |
| Казахстан | 2,1 | Венгрия | 9,6  | Австрия | 20,3 | Люксембург  | 34,3 | Португалия | 52,5 | Дания          | 89,7  |
| Словакия  | 2,5 | Латвия  | 11,5 | Греция  | 20,6 | Финляндия   | 37,8 | Швеция     | 52,7 | Нидерланды     | 111,1 |
| Польша    | 5,5 | Италия  | 14,5 | Франция | 26,2 | Евросоюз 25 | 45,3 | Ирландия   | 52,7 |                |       |

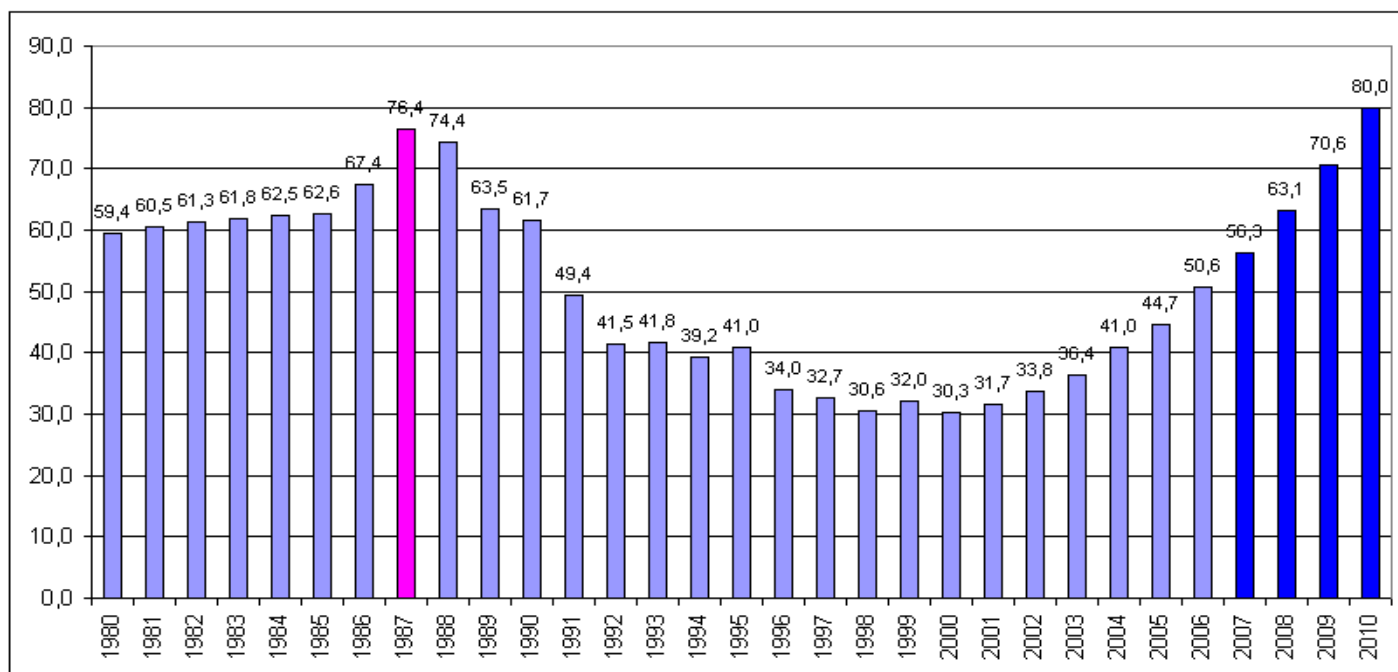
### Основные макроэкономические показатели РФ 2004 - 2010 гг

|                                                           | 2004  | 2005  | 2006  | 2008* | 2010* |
|-----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Количество экономически активного населения, млн. человек | 73,4  | 73,8  | 73,88 | 73,7  | 73,92 |
| Уровень безработицы, %                                    | 8,18  | 7,58  | 7     | 6,3   | 6     |
| Уровень ставки по займам, %                               | 11,4  | 10,68 | 10,7  | 8     | 7     |
| ВВП на душу населения, долл                               | 4104  | 5347  | 6850  | 8760  | 10290 |
| Индекс потребительских цен, % на конец периода            | 11,63 | 10,9  | 9,6   | 8     | 7     |

\* - прогноз

Источник: Городской ипотечный банк; данные: The Economist Intelligence Unit; актуальность: февраль 2007

### Объем ввода жилья в РФ, млн. кв. м.



Источник: Институт экономики города; 2007-2010: Прогноз в соответствии с ФЦП "Жилище"

### Статистика рынка ипотечного кредитования в 2006 году

| Федеральный округ    | Количество сделок с жильем, шт. | Ипотека жилых помещений, шт. | Доля ипотеки в сделках с жильем, % | Количество закладных |
|----------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------------------|----------------------|
| Российская Федерация | 2 400 697                       | 206 123                      | 9                                  | 125 615              |
| Центральный ФО       | 546 333                         | 38 722                       | 7                                  | 17 330               |
| Северо-Западный ФО   | 240 402                         | 15 151                       | 6                                  | 10 095               |
| Южный ФО             | 272 207                         | 12 330                       | 5                                  | 5 969                |
| Приволжский ФО       | 594 134                         | 54 240                       | 9                                  | 39 660               |
| Уральский ФО         | 289 912                         | 35 237                       | 12                                 | 12 199               |
| Сибирский ФО         | 354 941                         | 44 780                       | 13                                 | 36 107               |
| Дальневосточный ФО   | 102 768                         | 5 663                        | 6                                  | 4 255                |

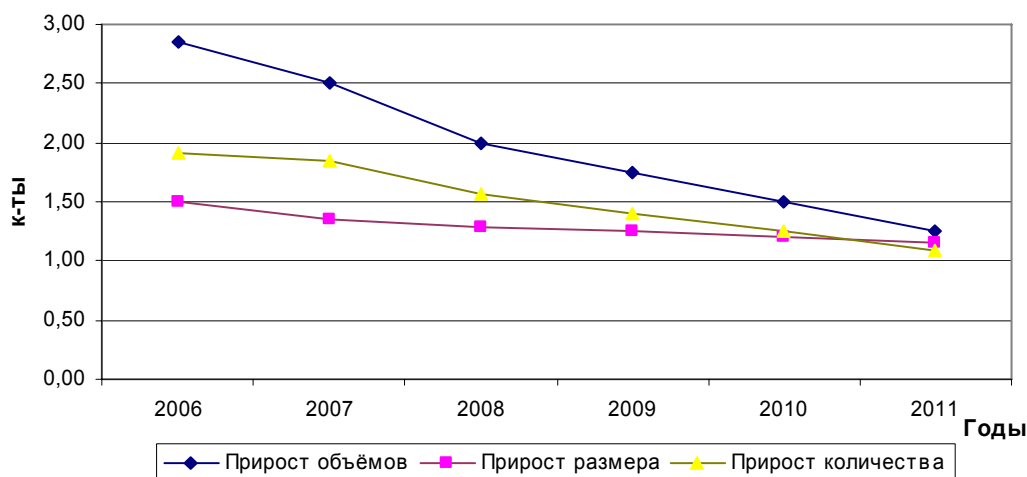
Источник: АИЖК

**Сделки секьюритизации российских активов в 2007 году**

| Оригинатор                           | Эмитент/<br>SPV                                                        | Юрисдикция<br>сделки | Организаторы<br>выпуска                                          | Закрытие<br>сделки | Объем<br>выпуска<br>ценных<br>бумаг                                                                                                   | Категория<br>активов                   | Дата<br>погаше-<br>ния | Рейтинги                                                                    | Процент<br>ные<br>платежи                                              |
|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| Альфа-Банк                           | Alfa<br>Diversified<br>Payment<br>Rights<br>Finance<br>Company<br>S.A. | Люксембург           | Dresdner<br>Kleinwort /<br>Merrill Lynch                         | март               | A: 145 млн<br>евро;<br>B: 200 млн<br>долл                                                                                             | Будущие<br>потоки<br>платежей<br>(DPR) | 2012                   | Moody's:<br>Baa3 (A,B)<br><br>S&P: BBB-<br>(A,B)                            | A:<br>Euribor<br>+190<br><br>B:<br>\$Libor+<br>200                     |
| Дельта<br>Кредит                     | Red &<br>Black Prime<br>Russia<br>MBS No.1<br>Limited                  | Ирландия             | Societe<br>Generale                                              | апрель             | 206,3 млн<br>долл<br><br>A: 173,2<br>млн долл<br><br>B: 14,5 млн<br>долл<br><br>C: 18,6<br>млн долл                                   | Ипотечные<br>кредиты                   | 2035                   | Fitch/Moody's<br><br>A: A/A2<br><br>B:<br>BBB+/Baa2<br><br>C: BB+/Ba2       | A:<br>Libor+1<br>05<br>B:<br>Libor+1<br>45<br>C:<br>Libor+3<br>35      |
| МДМ-Банк                             | MDM DPR<br>Finance<br>Company<br>S.A.                                  | Люксембург           | Dresdner<br>Kleinwort                                            | май                | 350 млн<br>долл                                                                                                                       | Будущие<br>потоки<br>платежей<br>(DPR) | 2012                   | Moody's:<br>Baa2                                                            | Libor+2<br>00                                                          |
| АИЖК                                 | ЗАО<br>"Первый<br>ипотечный<br>агент<br>АИЖК"                          | Россия               | ЗАО КБ<br>"Ситибанк"                                             | май                | 3294,8 млн<br>руб<br>A: 2900<br>млн руб<br>B: 264 млн<br>руб<br>C: 130,8<br>млн руб                                                   | Ипотечные<br>кредиты                   | 2039                   | Moody's:<br><br>A: A3<br>B: Ba1                                             | A:<br>6,94%                                                            |
| ГПБ<br>Ипотека<br>(Совфин-<br>трейд) | Gazprombank<br>Mortgage<br>Funding 2<br>S.A.<br>("GMF2")               | Люксембург           | Газпромбанк<br>/ Barclays<br>Capital                             | июнь               | 6900 млн<br>руб<br><br>A1: 147,15<br>млн евро<br>A2: 850<br>млн руб<br>B: 311,8<br>млн руб<br>C: 329 млн<br>руб<br>Da: 329<br>млн руб | Ипотечные<br>кредиты                   | 2027                   | Moody's/S&P<br><br>A1: A3/BBB+<br>A2: A3/BBB+<br>B: Baa3/BBB-<br>C: Ba2/BB- | A1: 1m<br>Euribor<br>+110<br>A2:<br>7,5%<br>B:<br>7,75%<br>C:<br>10,5% |
| Моском-<br>мерцбанк                  | Moscow<br>Stars B.V.                                                   | Нидерланды           | HSBC Bank<br>PLC /<br>Raiffeisen<br>Zentralbank<br>Österreich AG | июль               | 184,4 млн<br>долл<br><br>A: 163,2<br>млн долл<br>B: 16,6 млн<br>долл<br>C: 4,6 млн<br>долл                                            | Ипотечные<br>кредиты                   | 2034                   | Moody's/Fitch:<br><br>A: Baa2/BBB<br>B: Ba2                                 | A:<br>Libor+1<br>,75%<br>B:<br>Libor+5<br>,25%                         |
| КБ "МИА"                             | КБ "МИА"                                                               | Россия               | Банк Москвы                                                      | октябрь            | 2 млрд руб                                                                                                                            | Ипотечные<br>кредиты                   | 2015                   | Нет рейтинга                                                                | 9%                                                                     |

Источник: РУСИПОТЕКА, актуальность: ноябрь 2007

### Сравнение прогнозных коэффициентов прироста объема рынка, стоимости одного кредита и количества выдаваемых кредитов



Источник: АТТА Ипотека; актуальность: апрель 2007

### Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором, млрд. долл. США

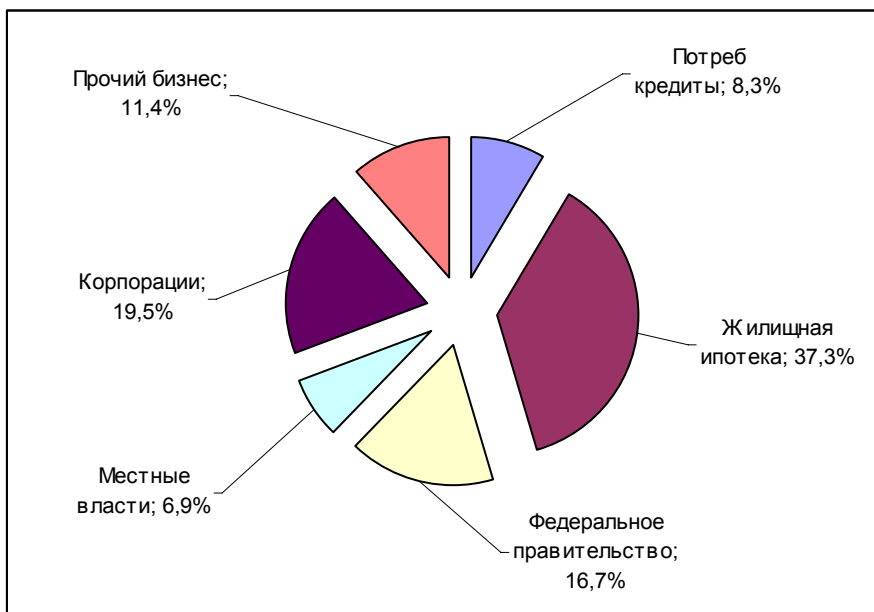
| Год        | Всего | Чистый ввоз/вывоз капитала банками | Чистый ввоз/вывоз капитала другими секторами |
|------------|-------|------------------------------------|----------------------------------------------|
| 1994       | -14,4 | -2                                 | -12,4                                        |
| 1995       | -3,9  | 6,8                                | -10,7                                        |
| 1996       | -23,8 | 1,3                                | -25,1                                        |
| 1997       | -18,2 | 7,6                                | -25,9                                        |
| 1998       | -21,7 | -6                                 | -15,7                                        |
| 1999       | -20,8 | -4,3                               | -16,5                                        |
| 2000       | -24,8 | -2,1                               | -22,8                                        |
| 2001       | -15   | 1,3                                | -16,2                                        |
| 2002       | -8,1  | 2,5                                | -10,6                                        |
| 2003       | -1,9  | 10,3                               | -12,2                                        |
| 2004       | -8,4  | 3,5                                | -11,9                                        |
| 2005       | 0,7   | 5,9                                | -5,2                                         |
| 2006       | 41,7  | 27,5                               | 14,3                                         |
| 2007 (1кв) | 13    | -8,9                               | 21,9                                         |

Источник: ЦБ РФ; данные платежного баланса. Знак "-" означает вывоз капитала, "+" - ввоз

### Структура долга нефинансового сектора США по итогам 2006 года

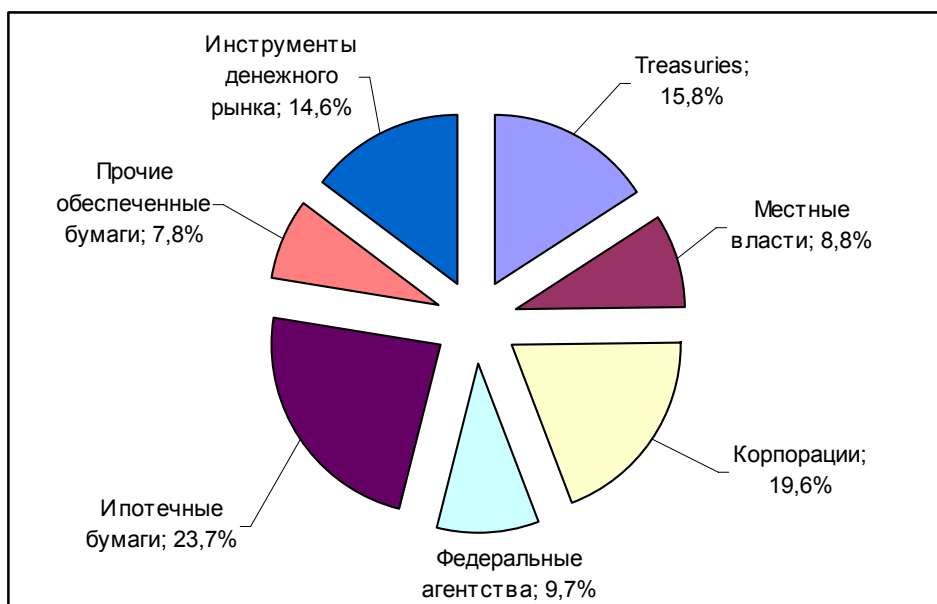
|                           | Доля, % | Объем, трлн. долл. |
|---------------------------|---------|--------------------|
| Потреб кредиты            | 8,3%    | 2,44               |
| Жилищная ипотека          | 37,3%   | 10,9               |
| Федеральное правительство | 16,7%   | 4,89               |
| Местные власти            | 6,9%    | 2,01               |
| Корпорации                | 19,5%   | 5,7                |
| Прочий бизнес             | 11,4%   | 3,33               |
| всего                     |         | 29,27              |





Источник: Инвестиционный банк «Траст», ФРС

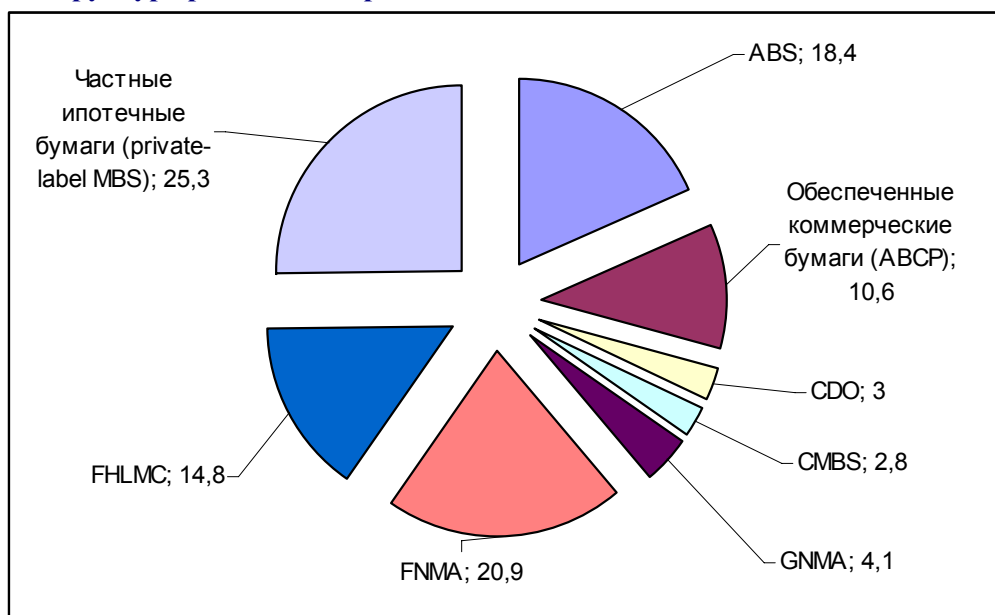
### Структура долгового рынка США по итогам 2006 года



|                             | Доля, % | Объем, трлн. долл. |
|-----------------------------|---------|--------------------|
| Treasuries                  | 15,8%   | 4,32               |
| Местные власти              | 8,8%    | 2,4                |
| Корпорации                  | 19,6%   | 5,37               |
| Федеральные агентства       | 9,7%    | 2,66               |
| Ипотечные бумаги            | 23,7%   | 6,49               |
| Прочие обеспеченные бумаги  | 7,8%    | 2,13               |
| Инструменты денежного рынка | 14,6%   | 4,01               |
| всего                       |         | 27,38              |

Источник: Инвестиционный банк «Траст», SIFMA

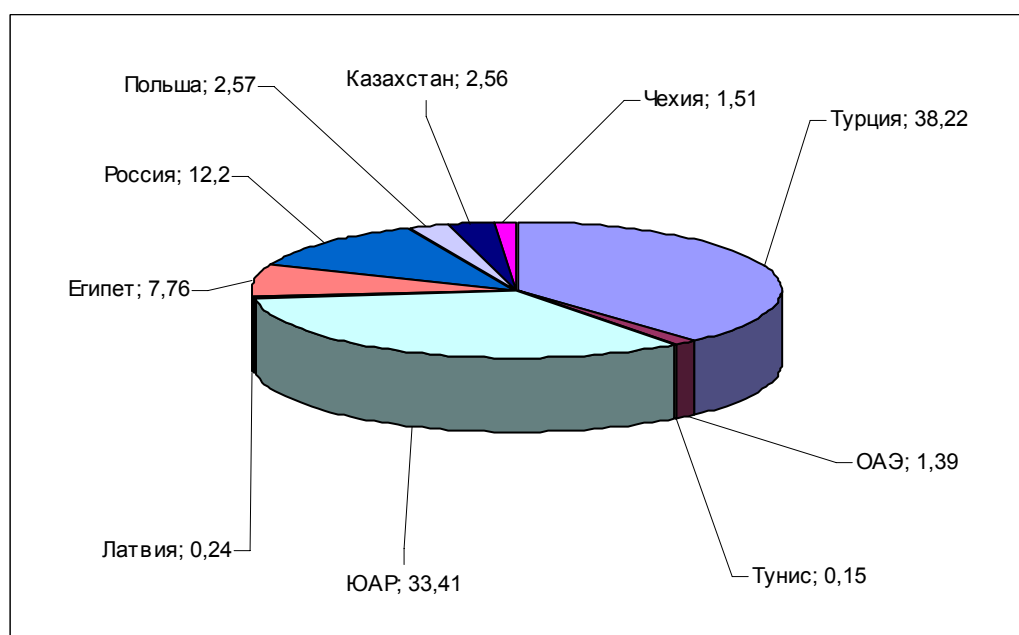
**Структура рынка секьюритизации США в 2006 г, % от общего объема**



|                                              | Доля, % | Объем, трлн. долл. |
|----------------------------------------------|---------|--------------------|
| ABS                                          | 18,4    | 1,83               |
| Обеспеченные коммерческие бумаги (ABCP)      | 10,6    | 1,05               |
| CDO                                          | 3       | 0,3                |
| CMBS                                         | 2,8     | 0,28               |
| GNMA                                         | 4,1     | 0,41               |
| FNMA                                         | 20,9    | 2,08               |
| FHLMC                                        | 14,8    | 1,48               |
| Частные ипотечные бумаги (private-label MBS) | 25,3    | 2,52               |
| Всего                                        |         | 9,95               |

Источник: Инвестиционный банк «Траст», SIFMA

**Выпуск ABS в странах ЕЕМЕА в 2001-2006 гг**



Источник: S&P. График основан на общем объеме выпуска 18,7 млрд долл. Страны ЕЕМА – Страны Восточной Европы, Африки, Азии

## Ипотечные паевые фонды, действующие в России

| Название                       | Управляющая компания                               | Дата начала формирования | Дата окончания формирования | Мин. сумма, рублей | Вознаграждение УК (с учетом НДС)   | Вознаграждение спецдепозитария, регистратора, аудитора, оценщика* | Расходы, подлежащие возмещению за счет имущества фонда* | Текущая стоимость пая, рублей** | Стоимость чистых активов, рублей** |
|--------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| НВК - Городская ипотека        | ООО Управляющая компания "НВК"                     | 15.06.2005               | 14.09.2005                  | 10000              | 1,10%                              | 0,53%                                                             | 1,57%                                                   | 10 517,61                       | 157 764 154,38                     |
| ИнвестКапитал - Фонд ипотечный | ООО Управляющая компания "ИнвестКапитал"           | 02.08.2006               | 01.11.2006                  | 50000              | 4%                                 | 2%                                                                | 30%                                                     | 1 035,53                        | 103 553 306,35                     |
| Ипотечный фонд 1               | ЗАО Управляющая компания "Коллективные инвестиции" | 10.02.2006               | 24.03.2006                  | 100000             | 1,10%                              | 0,55%                                                             | 2,13%                                                   | 10 486,33                       | 63 966 602,20                      |
| Первый объединенный            | ООО "Русский Капитал Паевые Фонды"                 | 12.06.2006               | 31.07.2006                  | 50000              | 0,75%                              | 1,75%                                                             | 6%                                                      | 53 409,60                       | 1 068 192 032,10                   |
| Первый ипотечный               | ОАО "Компания по управлению инвестициями ЯМАЛ"     | 14.09.2005               | 04.10.2005                  | 10000000           | 1,18%                              | 0,54%                                                             | 2,03%                                                   | 1 051,63                        | 1 051 627 498,40                   |
| ЮГРА Ипотечный Фонд            | ЗАО "РЕГИОН Девелопмент"                           | 15.05.2005               | 15.06.2005                  | 100000             | не более 1,3% от среднегодовой СЧА | 0,45%                                                             | 2,30%                                                   | 11 015,83                       | 374 538 114,23                     |
| КИТ - Фонд ипотеки             | КИТ Финанс (ОАО)                                   | 28.06.2006               | 25.09.2006                  | 100000000          | 0,50%                              | 0,15%                                                             | 1,65%                                                   | 995,76                          | 995 756 526,16                     |
| Второй ипотечный               | ОАО "Компания по управлению инвестициями ЯМАЛ"     | 03.05.2006               | 04.05.2006                  | 10000000           | 1,10%                              | 0,58%                                                             | 2,20%                                                   | 1 044,58                        | 2 768 140 159,04                   |
| Ипотечный фонд Балтинвест-банк | ООО "Управляющая компания "Наследие СП"            | 05.02.2007               | 09.02.2007                  | 1000               | 1,00%                              | 0,80%                                                             | 2,00%                                                   | 10 287,31                       | 36 005 596,80                      |
| Астерком - Ипотечный фонд      | ЗАО "Управляющая компания "Астерком"               | 08.01.2007               | 18.01.2007                  | 200000             | 2,10%                              | 1,50%                                                             | 2,20%                                                   | 104 745,52                      | 5 237 276,10                       |

\* не более, с учетом НДС

\*\* оценка на 31.05.07

Источник: РУСИПОТЕКА; данные Национальной лиги управляющих, актуальность: июль 2007

**Вниманию читателей!**

Мнения об аналитическом обзоре, а также пожелания, какие темы представляются Вам интересными и актуальными, с какой информацией и в каком объеме Вы хотели бы знакомиться можно направлять по адресу: [research@rusipoteka.ru](mailto:research@rusipoteka.ru)

**Эксперты, принимавшие участие в аналитическом обзоре №10 (в порядке размещения комментариев)**

» Евгений Чепенко

вице-президент, КБ «Европейский трастовый банк» (ЗАО), заместитель председателя Комитета по ипотечному кредитованию, Ассоциация российских банков

» Геннадий Суворов

директор, отдел аналитики, управление секьюритизации и синдикации, ВТБ

» Максим Савицкий

старший вице-президент, руководитель службы общекорпоративного маркетинга и рекламы, Финансовая Корпорация "УРАЛСИБ"

» Кристофер Уинн (Christopher Wynne)

Head of Russia Operations, Russian American Mortgage Company

» Екатерина Покопцева

руководитель группы по вопросам кредитования аналитического департамента, Ассоциация российских банков

» Мария Полякова

заместитель директора департамента методологии и маркетинга, ОАО "АИЖК"

» Ольга Садовская

начальник департамента ипотечного кредитования, Городской ипотечный банк

» Александр Казаков

заместитель генерального директора по правовым вопросам, компания RuMAC

» Роман Воробьев

член правления, начальник дирекции по работе с физическими лицами, Райффайзенбанк

» Николай Фролов

заместитель генерального директора, КБ «МИА» (ОАО)

» Виктория Бакланова, CFA

директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний рейтинговое агентство Fitch Ratings, Нью-Йорк

» Игорь Аксенов, CFA

CDO трейдер, Royal Bank of Scotland

- » Сергей Кадук  
заместитель генерального директора, компания RuMac
- » Альберт Ипполитов  
генеральный директор, ООО «РУСИПОТЕКА»
- » Татьяна Черакшева  
аналитик, журнал «Рынок ценных бумаг»
- » Александр Егоров  
заместитель председателя правления, АБ "ГПБ-Ипотека" (ЗАО)
- » Екатерина Забелина  
начальник отдела развития бизнеса центра ипотечного кредитования, BSGV
- » Игорь Жигунов  
заместитель председателя правления, Городской Ипотечный Банк
- » Марина Малайчик  
заместитель начальника управления розничных операций, Банк "Возрождение" (ОАО), в настоящее время советник генерального директора, ОАО "АИЖК"
- » Андрей Сучков  
старший вице-президент, руководитель розничного блока, ВТБ
- » Алексей Успенский  
заместитель председателя правления, Русский Ипотечный Банк
- » Дмитрий Дорофеев  
заместитель генерального директора по финансам, компания (RuMAC)
- » Александр Черняк  
генеральный директор, ООО «АТТА Ипотека»
- » Галина Виноградова  
генеральный директор, ООО "Управляющая компания "Наследие СП"
- » Михаил Тяжлов  
генеральный директор, управляющая компания "Коллективные инвестиции"
- » Салават Халилов  
заместитель главного исполнительного директора по управлению частными активами, УК «УРАЛСИБ»

---

Настоящий аналитический обзор предназначен исключительно для информационных целей и не может рассматриваться как предложение или побуждение осуществлять какие-либо операции с ценными бумагами и любыми другими финансовыми инструментами. Авторы данного продукта использовали источники информации, которые следует отнести к надежным, но точность и полнота предоставленной информации не гарантируется.

Любые оценки и суждения в данном материале отражают точку зрения авторов на момент выпуска обзора и могут изменяться. Все права на аналитический обзор принадлежат ООО «РУСИПОТЕКА». Копирование, воспроизводство и распространение информации без письменного разрешения ООО «РУСИПОТЕКА» запрещено.