

Версаль Н.І.,

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

ЄВРОПЕЙСЬКИЙ РИНОК ІПОТЕЧНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Розглянуто моделі випуску забезпечених облігацій, з'ясовано особливості розвитку європейського ринку іпотечних цінних паперів протягом останніх років та визначено тенденції цього ринку в контексті іпотечної кризи 2007—2008 років.

The author views the model forms for covered bond issuing, displays the peculiarities of the European mortgage bond for the latest years, defines its development considering the housing crisis of 2007—2008.

Іпотечне кредитування має давню історію, яка почалася ще за античних часів. Нових особливостей воно набуло наприкінці ХІХ століття, що пов'язано зі зростанням його обсягів та необхідністю формування довгострокових ресурсів у значних масштабах. Саме в цей період з'являються іпотечні цінні папери, які забезпечували їх власникам високий рівень надійності з порівняно високою доходністю. Згодом іпотечні цінні папери як джерело фінансування іпотечного кредитування в більшості країн Західної Європи стали серйозним конкурентом депозитним вкладом населення. Ці процеси сприяли бурхливому розвитку іпотечного кредитування, а в кінцевому підсумку й підвищенню рівня добробуту населення в європейських країнах.

Україна за сімнадцять років незалежності пройшла складний шлях формування ринкової економіки та вже декілька років поспіль демонструє значні темпи економічного зростання, однак до сьогодні залишається проблема забезпечення населення якісним житлом у достатньому обсязі. Розв'язати цю проблему можна шляхом створення системи іпотечного кредитування, однак через політичну й економічну нестабільність у країні ресурси комерційних банків мають переважно короткостроковий характер, у зв'язку з чим є доцільним вивчення зарубіжного досвіду з випуску й обігу іпотечних цінних паперів як джерела надійних, дешевих довгострокових ресурсів.

Дослідження в галузі іпотечних цінних паперів надзвичайно активно проводять американські та європейські науковці, зокрема М. Кейн, Л. Хейр, О. Штюкер, Р. Янг. Варто зазначити, що зарубіжні дослідники не тільки розглядають сутність і види іпотечних цінних паперів, а й насамперед, пропонують моделі оцінки їх якості й ризиків. У свою чергу, увага вітчизняних учених, а саме О.С. Любуня, К.В. Паливоди, С.І. Кручка, спрямована передусім на з'ясування механізмів обігу іпотечних цінних

паперів, що пояснюється порівняно нещодавнім запровадженням цих цінних паперів у вітчизняну практику. Саме тому метою нашого дослідження є з'ясування особливостей і тенденцій європейського ринку іпотечних цінних паперів.

У країнах Європи, де фінансові системи зорієнтовані на банки, іпотечні банки відіграють особливу роль. Це підтверджується й тим, що перші іпотечні установи виникли у Пруссії: 1770 року король Пруссії Фрідріх II заснував Сілезьке кредитне товариство, яке здійснило випуск іпотечних облігацій. Згодом, у 1872-му, у Франкфурті було створено перший приватний акціонерний іпотечний банк. На увагу заслуговує досвід Данії, де перші іпотечні облігації були емітовані в 1797 році й за більш ніж 200-річну історію існування цього інструмента не було зафіксовано жодних випадків дефолту або відстрочки платежів.

Найпотужнішого розвитку іпотечне кредитування набуло в середині й наприкінці XIX століття (рис. 1). Саме в цей час у країнах Європи й Російській імперії з'являються перші установи іпотечного кредиту. Через складність іпотечних відносин постала потреба в їх державному регулюванні, тому на початку XX століття з'явилися відповідні закони, які вже передбачали можливість випуску іпотечних цінних паперів — заставних і прообразів іпотечних облігацій.

Сучасне законодавство, що регулює емісію й обіг іпотечних цінних паперів у країнах Європи та СНД, сформувалося лише наприкінці XX — початку XXI століть (табл. 1).

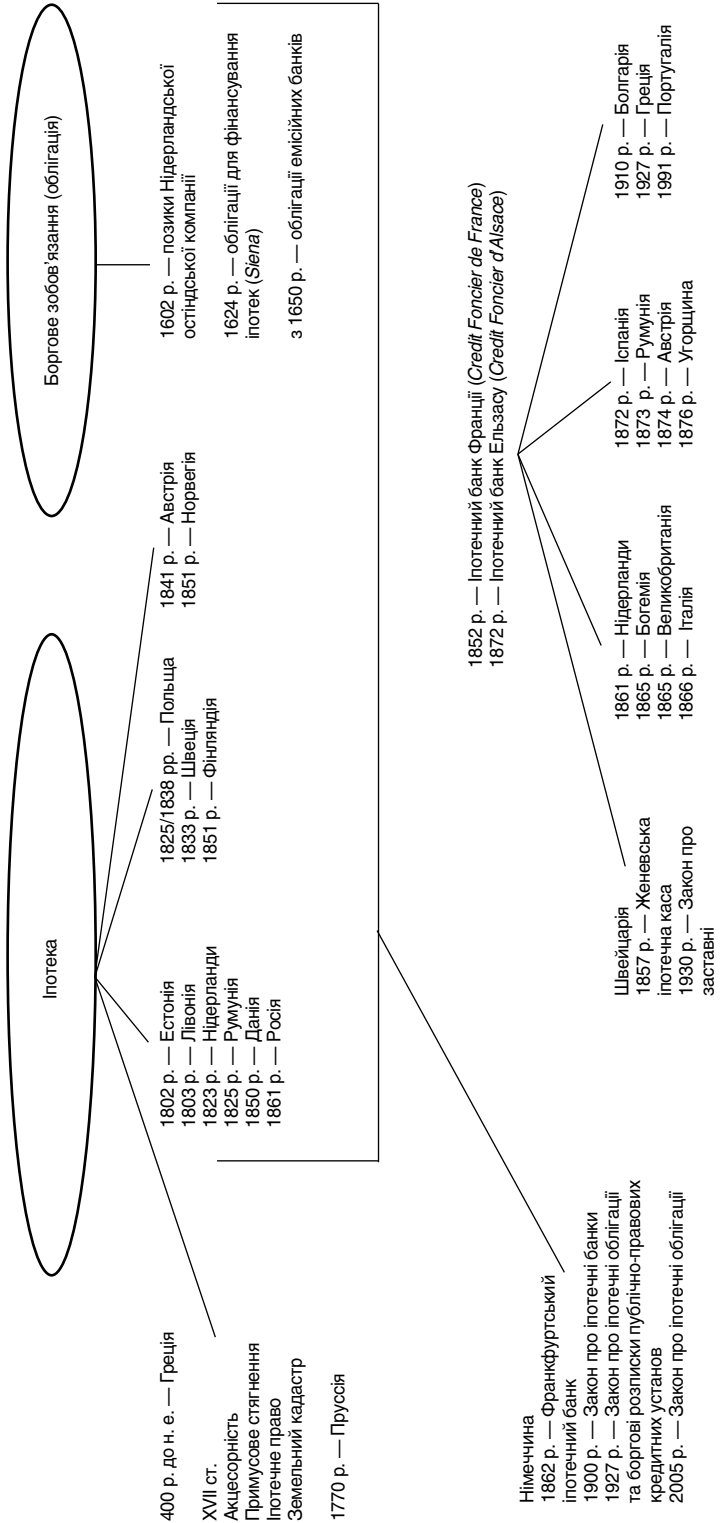
Для країн Європи є характерним випуск забезпечених, або покритих, облігацій (*covered bonds*), які включають:

— іпотечні облігації:

Таблиця 1. Географічний огляд законодавчого забезпечення обігу забезпечених облігацій станом на квітень 2008 року

Рік ухвалення законодавства щодо обігу покритих облігацій	Країни
1931	Швейцарія
1995	Чехія
1996	Словаччина
1997	Угорщина, Люксембург
1998	Польща, Латвія
1999	Франція
2000	Фінляндія, Болгарія
2002	Ірландія
2003	Іспанія, Росія, Литва
2004	Швеція
2005	Німеччина, Австрія, Італія
2006	Португалія, Україна, Румунія, Словенія, Норвегія
2007	Туреччина, Греція
2008	Великобританія

Джерело: офіційний сайт Об'єднання німецьких іпотечних банків. — <http://www.pfandbrief.de>.



Джерело: офіційний сайт Об'єднання німецьких іпотечних банків. — <http://www.pfandbrief.de>.

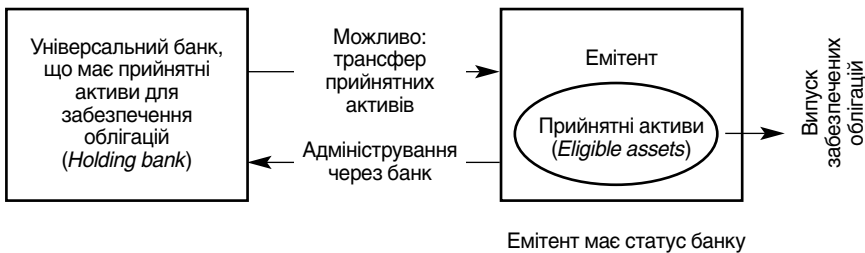
Рис. 1. Історичний розвиток іпотечних облігацій*

* Розгляд теорії і практики випуску й обігу іпотечних облігацій пов'язаний зі значними термінологічними проблемами. Саме тому хочемо підкреслити, що в даному випадку йдеться про класичний інструмент іпотечного ринку — іпотечні облігації (Pfandbriefen), які випускаються безпосередньо кредитними установами та функціонують у розрізі однорівневого іпотечного ринку.

- звичайні іпотечні облігації,
- джамбо-облігації (*jumbo bonds*);
- облігації, забезпеченням яких є кредити, надані органам державної влади;
- облігації, забезпеченням яких є річкові й морські судна;
- облігації, забезпеченням яких є інші активи.

Співвідношення видів покритих облігацій залишається майже незмінним протягом останніх років і на кінець 2007-го 50 % усіх випусків покритих облігацій становили іпотечні облігації, 46 % — облігації, забезпечені кредитами органам державної влади, 1 % — облігації, забезпечені річковими й морськими суднами, 3 % — облігації, забезпечені іншими активами. Облігації, забезпечені морськими й річковими суднами, випускаються здебільшого у двох країнах — Німеччині й Данії. У свою чергу, облігації, забезпечені іншими активами, найбільш поширені у Франції¹.

Випуск забезпечених облігацій здійснюється в розрізі п'яти моделей. Перша модель, яку ще називають “французькою”, використовується у Фінляндії, Франції, Норвегії, частково — у Швеції, Португалії (рис. 2).



Джерело: Stöcker O. Workshop: Covered-Bond-Strukturen in Europa (in rechtlicher Hinsicht). — BaFin, Bonn, 2007. — S. 11.

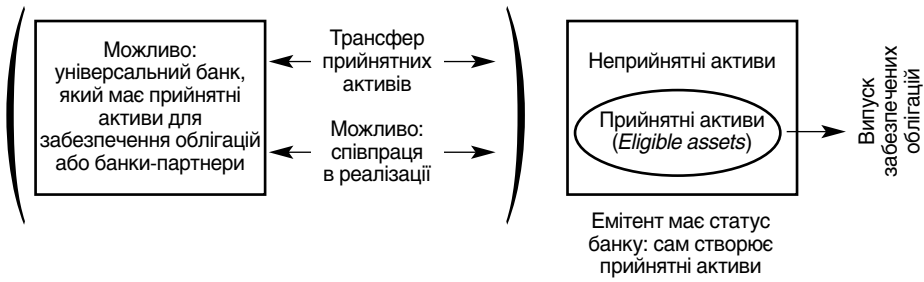
Рис. 2. Реалізація “французької” моделі випуску забезпечених облігацій

Друга модель передбачає випуск забезпечених облігацій із використанням спеціалізованих банків, які можуть мати неприйнятні активи, тобто крім іпотечної здійснювати й інші види діяльності. Ця модель використовується в Данії, Угорщині, Ірландії, Люксембурзі, Польщі, частково — у Швеції. (рис. 3).

Третя модель передбачає випуск забезпечених облігацій із використанням універсальних банків, які відповідають певним вимогам та функціонують на підставі спеціальних ліцензій. Така модель діє в Данії, Німеччині, Латвії, Росії (рис. 4).

Четверта модель передбачає, що право на випуск покритих облігацій мають усі банки, в т. ч. без відповідної спеціальної ліцензії. У даному випадку банки здійснюють випуск покритих облігацій на основі сформованого пулу покриття — пулу наданих кредитів із відповідним забезпеченням, якість якого має відповідати певним умовам. Ця модель діє в Болгарії, Чехії, Литві, Іспанії, частково — в Португалії. Імперативна ліцензія обов’язкова в таких країнах, як Австрія і Словаччина (рис. 5).

¹ European Covered Bond Fact Book / ECBC Publication. — 2007. — P. 68.



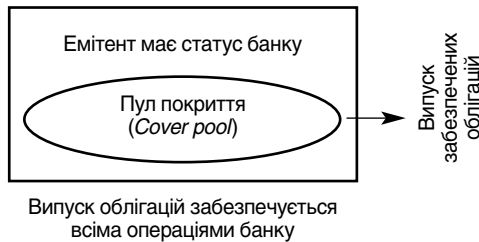
Джерело: Stöcker O. Workshop: Covered-Bond-Strukturen in Europa (in rechtlicher Hinsicht). — BaFin, Bonn, 2007. — S. 12.

Рис. 3. Реалізація моделі випуску забезпечених облігацій із використанням спеціалізованих банків, які можуть мати неприйнятні активи



Джерело: Stöcker O. Workshop: Covered-Bond-Strukturen in Europa (in rechtlicher Hinsicht). — BaFin, Bonn, 2007. — S. 13.

Рис. 4. Реалізація моделі випуску забезпечених облігацій із використанням універсальних банків, які відповідають певним вимогам



Джерело: Stöcker O. Workshop: Covered-Bond-Strukturen in Europa (in rechtlicher Hinsicht). — BaFin, Bonn, 2007. — S. 13.

Рис. 5. Реалізація моделі випуску забезпечених облігацій на основі пулу покриття, де забезпеченням виступають усі операції банку

П'ята модель передбачає випуск структурованих покритих облігацій та використовується на договірній основі у Великобританії й Нідерландах, а також, на спеціальній законодавчій основі, в Італії. У рамках цієї моделі передбачено створення установи спеціального призначення — SPV (*special purpose vehicle*). У даному випадку всі вагомні ризики — ризик дострокового погашення і кредитний ризик —

перекладаються абсолютно легально і справедливо на установу спеціального призначення. Таким чином, на первинного кредитора покладаються лише функції надання кредитів, які мають відповідати певним мінімальним критеріям, що виражаються SPV (рис. 6).



Джерело: Stöcker O. Workshop: Covered-Bond-Strukturen in Europa (in rechtlicher Hinsicht). — BaFin, Bonn, 2007. — S. 14.

Рис. 6. Реалізація моделі випуску забезпечених облігацій з участю спеціалізованої установи

Таким чином, у більшості європейських країн превалює однорівнева модель організації вторинного іпотечного ринку. Лише у Великобританії, Нідерландах та Італії використовується дворівнева модель організації вторинного іпотечного ринку.

На думку економіста Р. Додда, іпотечний ринок постійно змінюється. “За останніх 70 років він радикально еволюціонував: від ринку, на якому звичайні місцеві депозитні установи видають позики місцевим позичальникам, до ринку, що будується навколо... провідних банків і фірм, які торгують цінними паперами та використовуючи останні досягнення фінансового інжинірингу, перетворюють іпотеки на цінні папери шляхом кредитних похідних інструментів і забезпечених заставою боргових облігацій”². Саме це, а також глобалізація фінансових ринків призвели до того, що іпотечна криза, яка охопила США, поширилася як на розвинуті країни, так і на країни, що розвиваються.

Зауважимо, що до настання кризової ситуації європейський ринок іпотечних цінних паперів розвивався досить бурхливо й за останніх чотири роки в його складі сталися істотні структурні зміни (табл. 2).

Як бачимо, за останніх чотири роки відбулося переструктурування ринку іпотечних облігацій у Європі. Передусім, Німеччина як країна класичної однорівневої моделі організації іпотечного ринку втратила майже 20 % ринку іпотечних облігацій та з першого місця у 2003 році перемістилася на третє у 2007-му. Данія, навпаки, через втрату позиції Німеччиною посіла перше місце у 2007 році, хоча порівняно з 2003-м втратила близько 1,5 % ринку. Натомість Іспанія, яка відіграла

² Додд Р. Непервоклассные ипотечки: шупальца кризиса // Финансы&развитие. — 2007. — № 12. — С. 15—19.

Таблиця 2. Динаміка обсягів непогашених іпотечних облігацій у деяких країнах Європи за період 2003—2007 років

Країна	Іпотечні облігації, млрд євро		Частка країн у цьому сегменті європейського іпотечного ринку, %		Темп приросту за період, %
	2003	2007	2003	2007	
Німеччина	259,20	206,49	38,20	20,16	-20,34
Данія	231,57	335,85	34,13	32,78	45,03
Швеція	60,51	92,25	8,92	9,00	52,45
Франція	53,70	63,55	7,91	6,20	18,34
Австрія	3,20	4,13	0,47	0,40	29,06
Іспанія	42,91	266,96	6,32	26,06	522,14
Нідерланди	0,80	15,73	0,12	1,54	1866,25
Фінляндія	0,07	4,50	0,01	0,44	6328,57
Норвегія	9,72	6,01	1,43	0,59	-38,17
Швейцарія	16,86	29,01	2,49	2,83	72,06
Разом	678,53	1024,48	100,00	100,00	50,99

Джерело: офіційний сайт Об'єднання німецьких іпотечних банків. — <http://www.pfandbrief.de>.

незначну роль у 2003 році, настільки зміцнила позиції, що у 2007-му посіла друге місце, а темпи приросту обсягів непогашених іпотечних облігацій у цій країні за чотири роки сягнули 522,14 %. А лідерами за темпами приросту виявилися Нідерланди (1866,25 %) і Фінляндія (6328,57 %).

У цілому безперечним лідером із випуску саме забезпечених облігацій є Німеччина, причому іпотечні облігації мають незначну частку в сукупному обсязі випущених нею покритих облігацій. Натомість у всіх інших країнах питома вага іпотечних облігацій у обсязі покритих облігацій перебуває на рівні до 90 % (рис. 7).

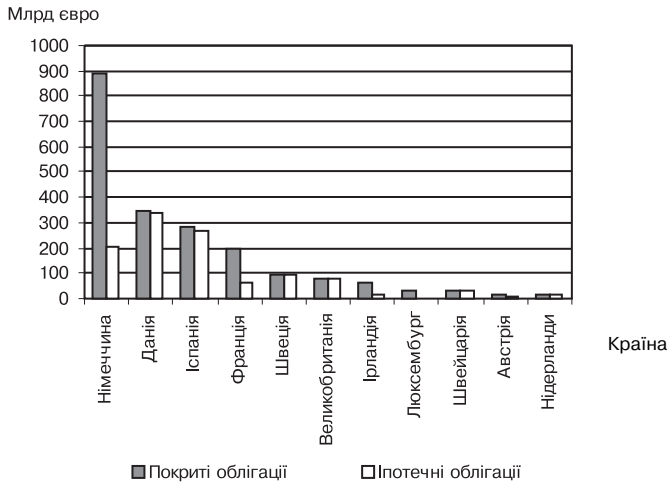
Із часом, у зв'язку з постійним зростанням вартості нерухомості, виникла потреба у значних випусках облігацій. Такі облігації дістали назву джамбо-облігації (*jumbo* — гігант), або гігантські (слонові) облігації. Вважається, що джамбо-облігації задовольняють вимоги інвесторів щодо ліквідності.

У травні 1995 року відбулася перша мегаемісія джамбо-облігацій, основними особливостями яких є³:

— мінімальний обсяг емісії спочатку становив 500 млн євро, тоді як обсяги емісії звичайних облігацій коливаються в межах 25—125 млн євро. На сьогодні мінімальний обсяг емісії встановлений на рівні 1 млрд євро;

— за умовами угоди, укладеної між Асоціацією німецьких іпотечних банків та Асоціацією державних банків Німеччини, облігації мегаемісії випускаються тільки у формі “straight bond”, тобто як цінні папери з фіксованим процентним доходом, який сплачується наприкінці року, без права дострокового погашення;

³ Разумова І.А. Ипотечное кредитование: Виды ипотечных кредитов. Рынок ипотечного капитала. Нормативно-правовое регулирование: Учеб. пособ. — СПб.; М.; Ниж. Новгород; Воронеж; Ростов-на-Дону: Питер, 2006. — С. 112—113.



Джерело: побудовано автором на основі даних офіційного сайту Об'єднання німецьких іпотечних банків. — <http://www.pfandbrief.de>.

Рис. 7. Обсяги покритих облігацій та іпотечних облігацій у деяких країнах Європи на кінець 2007 року

— емітент не здійснює розміщення облігацій мегаемісій; це завдання покладено на банківський консорціум, до складу якого входить не менше трьох банків, які зобов'язуються під час торговельних сесій виставляти курси придбання і продажу цих паперів (двостороннє котирування). Різниця між цими курсами може становити не більше 5—20 євроцентів, залежно від терміну, що залишився до погашення облігацій;

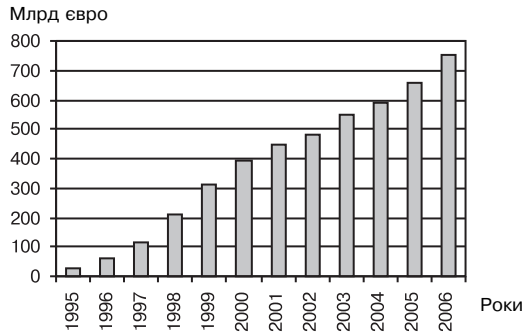
— одразу після випуску, але не пізніше ніж через 30 календарних днів після дати валютування, облігації мегаемісій мають бути виставлені для торгів на одній із німецьких бірж на офіційному й організованому ринку.

Останнім часом джамбо-облігації є обов'язковою складовою портфеля інституційних інвесторів із різних куточків світу. На сьогодні вже понад 40% обсягу мегаемісій розміщуються за межами Німеччини, й цей показник постійно зростає. Власне кажучи, якщо у 2001 році більш ніж 80% емісії джамбо-облігацій припадало на Німеччину, то вже у 2006-му її частка становила лише 23%⁴. У цілому якщо на початок 2000 року загальний обсяг 280 мегаемісій дорівнював 305 млрд євро, то наприкінці 2006-го ця сума сягнула 750 млрд євро (рис. 8)⁵.

Таким чином, останні роки були найсприятливішими для розвитку європейського ринку забезпечених, зокрема іпотечних, облігацій. Однак цей розвиток на сьогодні перерваний іпотечною кризою, що розпочалася на іпотечному ринку США ще в жовтні 2005 року. Тоді ніхто не думав, що локальна іпотечна криза може перетворитися на глобальну з надзвичайно негативними наслідками для економік усіх країн світу.

⁴ European Covered Bond Fact Book / ECBC Publication. — 2007. — P. 19.

⁵ Там само. — P. 226.



Джерело: European Covered Bond Fact Book / ECBC Publication. — 2007. — Р. 227.

Рис. 8. Загальні обсяги випуску джамбо-облігацій у країнах Європи протягом 1995—2006 років

Розглянемо основні причини іпотечної кризи у США⁶.

1. Надмірне зростання цін на нерухомість, яке не було підкріплене об'єктивними економічними чинниками. У 2001—2005 роках у багатьох частинах країни спостерігалось зростання цін на нерухомість, спричинене низькими процентними ставками за кредитами, “м'яким підходом” кредиторів до оцінки кредитоспроможності позичальників і високим рівнем схильності домогосподарств до придбання житла у власність.

2. Зниження прибутковості іпотечного бізнесу та підвищення ризикованості іпотечних операцій. Наприкінці 2005 року акценти у стратегіях кредиторів змістилися з цінової конкуренції на конкуренцію умов кредитування. Наслідки використання стратегії цінової конкуренції в цілому позитивно позначилися на якості кредитних портфелів, оскільки низькі процентні ставки приваблювали клієнтів із позитивними кредитними історіями. Однак перехід до стратегії конкуренції умов кредитування, що передбачала істотне зниження вимог до кредитоспроможності позичальників та спрощення процедури отримання кредитів, зумовив підвищення ризикованості іпотечних кредитів, а отже й іпотечних цінних паперів.

3. Відсутність власних коштів у кредиторів для покриття збитків. У цьому випадку мова не йде про банківські установи як кредиторів. Специфікою США можна вважати те, що на іпотечному кредитному ринку існує надзвичайно багато кредитних посередників (брокерів), до яких (на відміну від інших фінансових установ) не висувається жорстких вимог ані щодо власних коштів, ані стосовно підтримання нормативів ліквідності, кредитного ризику тощо. Основними ресурсними джерелами таких кредитів є кошти, які кредитний брокер отримує, по-перше, від продажу вже наданих кредитів державним і приватним іпотечним установам, а по-друге, шляхом відкриття кредитних ліній у банках. Таким чином, у разі банкрутства навіть незначної кількості позичальників, банкрутство кредитного

⁶ Косарева Н., Туманов А. Ипотечный кризис в США: причины и уроки для России. — <http://www.rusipoteka.ru>.

брокера є неминучим. Зазначимо, що частка прострочених іпотечних кредитів у розмірі 9 % (другий квартал 2007 року) не була б настільки загрозливою для американської економіки, якби кредитні брокери мали власний капітал і відповідні резервні фонди. Це ще раз підтверджує той факт, що фінансове посередництво, на відміну від інших видів бізнесу, завжди містить у собі ризик шахрайства, а тому потрібні принаймні мінімальний пруденційний нагляд і відповідні вимоги щодо власного капіталу.

4. Загострення проблеми кредитоспроможності домогосподарств. У зв'язку із кризовими явищами існує загроза безробіття, тож і основне джерело погашення кредиту — заробітна плата — може бути втрачене. Також знижується вартість заставленого майна, оскільки надлишок пропозиції нерухомості призводить до зниження цін на неї.

Наслідки іпотечної кризи у США є досить серйозними — передусім за масштабністю. Адже постраждали економіки не тільки розвинутих країн. Досить гостро відреагували й економіки країн, що розвиваються, втрати на фінансових ринках яких становлять 60—80 % їх капіталізації.

За прогнозами рейтингової агенції “Fitch Ratings”, унаслідок іпотечної кризи темпи зростання глобальної економіки у 2008 році стануть найнижчими за останніх п'ять років, зокрема у США — 1 %, Японії — 1,3 %, Великобританії — 1,4 %, Євросоюзі — 1,7 %. МВФ також понизив свій прогноз щодо збільшення світового ВВП з 4,1 % до 3,7 %. Ще песимістичніші прогнози стосовно зростання світової економіки дає Світовий банк — 2,5 %.

Крім того, фінансові установи, незважаючи на всі намагання центральних банків США, Великобританії та Євросоюзу, й далі списують збитки від вкладень у американські іпотечні папери, які були забезпечені кредитами класу “subprime”. Банки скорочують кредити інвестиційним і хедж-фондам. Унаслідок дефолтів значених фондів за іпотечними портфелями з початку 2008 року було втрачено активів на суму понад 6 млрд дол. США⁷.

Утім, прогнози щодо загального обсягу збитків від іпотечної кризи для фінансових посередників досі не є однозначними. У квітневій доповіді МВФ цього року “Перспективи розвитку світової економіки” сказано, що втрати світової банківської системи від іпотечної кризи становлять 945 млрд дол. США на відміну від прогнозів на рівні 300—600 млрд дол. Зауважимо, що такий рівень збитків був зафіксований за перший квартал 2008 року, тоді як банкрутства найбільших інвестиційних банків припали на середину — кінець року. Тому точнішими можна вважати прогнози інвестиційного банку “Goldman Sachs”, згідно з якими втрати фінансових установ через іпотечну кризу можуть сягнути 1,2 трлн дол. США. Уже у 2008 році банки й іпотечні корпорації списали більш ніж 10 % зазначеної суми, ще 40 % буде втрачено на фінансових ринках унаслідок ланцюгових реакцій⁸.

⁷ Ежемесячный отчет Агентства по ипотечному жилищному кредитованию. — М.: ОАО АИЖК, 2008. — 17 с.

⁸ Там само.

У зв'язку з такими негативними прогнозами цілком виправданою є політика втручання держави у фінансову сферу. На сьогодні уряди країн Європи і США вже виділили понад 2 трлн дол. на подолання наслідків іпотечної кризи. Проте в умовах невизначеності навіть такі вагомні вливання коштів не дають бажаних результатів, і головною проблемою залишається нестабільність фінансових ринків, а отже й очікувань інвесторів. Це, у свою чергу, призводить до гальмування економічного зростання та підвищення рівня інфляції. У країнах, що розвиваються, нестабільність може також спровокувати розвиток не лише фінансової, а й економічної кризи.

Таким чином, із урахуванням розглянутих вище питань, можемо констатувати: 2000—2006 роки були найкращими для функціонування європейського ринку іпотечних облігацій. Це обумовлено як ухваленням відповідного законодавства, що регламентує випуск забезпечених, зокрема іпотечних, облігацій, так і прозорими моделями їх випуску, які функціонують переважно в розрізі однорівневого вторинного іпотечного ринку із залученням іпотечних банків. Саме завдяки цьому випуск іпотечних облігацій постійно зростає, і за період 2003—2007 років темпи його приросту сягнули понад 50 %. У зв'язку з ажіотажним попитом із боку інституційних інвесторів на ці, без сумніву, надійні цінні папери активно розвивався також сегмент джамбо-облігацій, обсяг якого наприкінці 2006-го оцінювався у більш ніж 750 млрд євро.

Однак іпотечна криза в США внесла істотні корективи в подальший розвиток європейського ринку забезпечених облігацій. Фактично зруйнована довіра до найнадійніших цінних паперів, оскільки навіть забезпечення може виявитися низької якості, що й зумовлює ланцюгові реакції. Останні події засвідчують, що стабільність на фінансових ринках може бути відновлена протягом не менше ніж одного року та лише за активної співпраці всіх без винятку урядів країн світу. У зв'язку з цим доцільно прийняти програму дій для подолання іпотечної кризи, що спровокувала фінансову кризу на міжнародному рівні. Надалі, на нашу думку, треба розробити принципи функціонування глобальної фінансової системи, а також створити міжнародну установу, діяльність якої буде спрямована на регламентацію міжнародних фінансових відносин із метою підтримання фінансової стабільності.