

*Ю.А. Тимагина**

РИСКИ НА РЫНКЕ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И СПОСОБЫ УПРАВЛЕНИЯ ИМИ

В настоящей статье проведен анализ видов рисков на рынке ипотечных ценных бумаг. Это поможет оценить возможности дальнейшего развития самого рынка ипотечных ценных бумаг в России.

Одним из приоритетных направлений российской государственной политики является решение проблемы дефицита жилья. Возможное решение многими аналитиками видится в развитии рынка ипотечных ценных бумаг.

Выбор данного направления в качестве основного сам по себе еще не означает его успешной реализации. Структура выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг существенно отличается от традиционных большими объемами и длительными сроками. Для потенциальных инвесторов это означает возникновение сложностей, связанных с оценкой рисков, возникающих на рынке ипотечных ценных бумаг, привлекательности и надежности данного сегмента экономики. Важнейшую роль для их преодоления играют механизмы, способы управления, которые должны использоваться для правильной оценки возникающих рисков и их минимизации. В этой связи необходимым представляется исследование теоретических аспектов управления рисками на рынке ипотечных ценных бумаг.

Несмотря на широкое применение данного термина, обнаружилось, что в отечественной науке не существует целостной теории управления рисками, связанными с рынком ипотечных ценных бумаг, и ипотечного кредитования, лежащего в его основе.

В ряде случаев рассматриваются только отдельные риски, возникающие на рынке ипотеки, такие как кредитные риски заемщика и кредитной организации, риск досрочного погашения, а под управлением рисками системы ипотечного кредитования подразумевается лишь анализ каждой отдельной ссуды и кредитного портфеля банка [1].

Таким образом, экономисты, употребляя термин «управление рисками на рынке ипотечных ценных бумаг», не раскрывают типологию рисков, способы управления, а характеризуют лишь некоторые виды рисков.

Решение подобного рода вопросов обуславливает необходимость обращения к исследованиям, посвященным анализу управления рисками.

Устоялось мнение о риске как опасности возникновения непредвиденных потерь ожидаемой прибыли, дохода или имущества, денежных средств, других ресурсов в связи со случайным изменением условий экономической деятельности, неблагоприятными обстоятельствами [3]. Можно сформулировать и более детализированные подходы к определению этого понятия. В частности, риск может быть определен как уровень определенной финансовой потери, выражающейся:

- а) в возможности не достичь поставленной цели;

* © Тимагина Ю.А., 2006

Тимагина Юлия Анатольевна — кафедра финансов и кредита Ульяновского государственного университета

- б) в неопределенности прогнозируемого результата;
- в) в субъективности оценки прогнозируемого результата.

В отечественной науке пока не существует целостной теории управления риском. Тем не менее, можно выделить общий подход, который выражается в выявлении возможных последствий в рискованной ситуации, в разработке мер, не допускающих, предотвращающих или уменьшающих ущерб от рискованных факторов, непредвиденных обстоятельств, и системы адаптации к рискам, которая не только нейтрализует негативные последствия, но и помогает реализовать возможности для получения максимального дохода.

Основными способами управления рисками являются следующие: получение большей информации, распределение риска между участниками, диверсификация риска, передача риска, резервирование средств, страхование риска, лимитирование,клонение от риска и др. [2].

Особая природа ипотечных ценных бумаг позволяет выявить типологию рисков на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими в системе ипотечного кредитования.

Характерными принципами ипотечных ценных бумаг, определяющими их природу, являются обеспеченность, долгосрочность, целевое использование средств, доступность и информационная прозрачность.

Исходя из этого, проведем классификацию рисков на рынке ипотечных ценных бумаг.

1. В зависимости от природы возникновения различают субъективные (определяемые личностью эмитента) и объективные риски.
2. В зависимости от этапа решения проблемы выделяют риски на этапе принятия и реализации решения о выпуске ипотечных ценных бумаг.
3. В зависимости от сферы возникновения риски бывают внешними (изменения в экономической политике государства) и внутренними (риски, связанные со специализацией эмитента ипотечных ценных бумаг).
4. В зависимости от возможности страхования можно выделить страхуемые и нестрахуемые риски.
5. В зависимости от степени допустимости риски можно разделить на минимальные, повышенные, критические, недопустимые.
6. В зависимости от возможного результата риски подразделяются на чистые (возможность получения отрицательного или нулевого результата) и спекулятивные (возможность получения положительного и отрицательного результата).
7. В зависимости от особенностей деятельности все субъекты на рынке ипотечных ценных бумаг (кредиторы и заемщики, эмитенты и инвесторы) подвергаются риску упущенной выгоды, досрочного погашения, снижения доходности, прямых финансовых потерь, ликвидности.

Формат данной статьи не позволяет подробно рассмотреть всю типологию рисков на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими, поэтому остановимся на тех из них, которые оказывают наиболее существенное влияние на состояние и развитие рынка. Такими рисками являются риск упущенной выгоды, досрочного погашения, снижения доходности, прямых финансовых потерь, ликвидности.

Риск упущенной выгоды представляет собой риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия, связанного с выпуском и обращением ипотечных цен-

ных бумаг. Данный риск является характерным для всех видов ипотечных ценных бумаг, обращающихся на рынке.

Возможности управления данным видом риска ограничены способами, которыми инвестор может минимизировать их влияние на свою операционную деятельность:

а) получение большей информации о ситуации на рынке ипотечных ценных бумаг, ее постоянный мониторинг;

б) диверсификация риска путем распределения инвестируемых средств между различными видами ипотечных ценных бумаг;

в) страхование риска вложения средств в ипотечные ценные бумаги для защиты кредитора или инвестора от убытков, возникающих в связи с неисполнением обязательств заемщика или эмитента.

Риск досрочного погашения означает потенциальные потери, вызванные ранним погашением кредита с фиксированной ставкой процента, являющимся ипотечным покрытием конкретного вида ипотечной ценной бумаги.

Он имеет место только в случае, если кредитный договор специально предусматривает такую возможность. Выделяют несколько основных причин досрочного погашения:

- продажа заложенной недвижимости;
- более низкая рыночная ставка процента по сравнению со ставкой по кредиту;
- реализация заложенного имущества по причине несостоятельности заемщика.

Этот риск столь существенен, что цена ипотечной бумаги определяется, в том числе и предполагаемой скоростью досрочного погашения.

Основными способами управления риском досрочного погашения являются:

а) стандартизация процедуры оценки вероятности досрочного погашения;

б) установление шкалы досрочного погашения, которая задает величину досрочного погашения на каждый месяц как определенный процент остатка ссудной задолженности. При этом предполагается относительно малая вероятность досрочного погашения на начальной стадии кредитования, которая с течением времени возрастает;

в) применение более сложных схем выпуска ипотечных ценных бумаг. Так, по залоговому ипотечным облигациям (*collateralized mortgage obligation*) выпуск разделяется на несколько траншей, при этом все погашения основных сумм и процентов происходят последовательно начиная со старшего транша. Самый младший транш называется «накопительным», так как по нему не производится выплат по основному долгу, по процентам до тех пор, пока не будут погашены все предыдущие транши.

Риск снижения доходности может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по ипотечным ценным бумагам. Риск снижения доходности включает в себя кредитный и процентный риски.

а) Кредитный риск — это риск неуплаты, несвоевременной уплаты или уплаты не в полном объеме заемщиком обязательств по ипотечному кредиту.

Этот риск является наиболее значимым для залговых и ипотечных облигаций. Потери вследствие кредитного риска могут быть вызваны общеэкономическими (общее падение цен на жилье) и субъективными причинами, носящими несистемный характер.

Кредитный риск имеет двойственную природу. С одной стороны, это риск конечных заемщиков, связанный с их возможностью расплатиться по кредиту, а с другой — риск самой кредитной организации, возникающей в силу специфики ее деятельности на рынке.

Кредитный риск включает две составляющие: риск дефолта заемщика и риск залога.

Риск дефолта, в свою очередь, измеряется двумя критериями: финансовой возможностью заемщика погасить кредит и его надежностью.

В первом случае рассчитывается коэффициент, характеризующий долю ежемесячных выплат по кредиту в ежемесячном доходе заемщика. Чем ниже этот показатель, тем меньше вероятность дефолта.

Основным критерием оценки надежности заемщика является кредитная история. Соответственно, что чем чаще заемщик допускал задержки каких-либо платежей, тем выше вероятность кредитного риска. Для оценки кредитной истории во многих странах создаются специализированные организации — кредитные бюро, которые создают на каждого заемщика кредитное досье на основе информации банков и других организаций. Бюро анализирует информацию по предыдущим ипотечным кредитам, операциям с кредитными картами, кредитам на обучение, потребительским кредитам и т.д. На базе этих данных клиенту присваивается «рейтинг», в количественном виде отражающий возможность дефолта.

Риск залога — это риск того, что в случае дефолта заемщика держатель ценной бумаги не сможет компенсировать свои затраты на ее приобретение за счет продажи предмета залога по ряду причин: потеря времени и средств на судебные процедуры, падение цен на недвижимость и т.д.

Чтобы управлять риском залога, держатель ценной бумаги должен точно знать о возможности обращения взыскания на заложенное имущество и возникающих при этом издержках. Кроме того, он должен иметь некоторый «запас по цене» на случай ее падения. Именно поэтому сумма кредита, как правило, меньше стоимости залога. Отметим также, что чем выше сумма, которую вносит сам заемщик при покупке недвижимости, тем ниже не только риск залога, но и вероятность дефолта.

Снижение кредитного риска возможно с применением следующих способов управления:

1. Обязательное страхование заложенной недвижимости.
2. Страхование ипотечных кредитов на случай, когда выручки от реализации заложенного в обеспечение кредита имущества недостаточно для удовлетворения требований кредитора.
3. Применение жестких методов оценки кредитоспособности заемщиков.
4. Географическая диверсификация риска.
5. Эффективное функционирование механизма обращения взыскания.
6. Установление надежной системы регистрации имущественных прав.
7. Привлечение государственных гарантий на рынок ипотечных ценных бумаг.

Процентный риск — это риск, возникающий из-за неблагоприятных колебаний процентной ставки, которые приводят к повышению затрат на выплату процентов или снижению дохода от вложений в ипотечные ценные бумаги и поступлений от предоставленных кредитов, составляющих ипотечное покрытие.

Его можно охарактеризовать как специфический риск ипотечных облигаций, от которого никто не застрахован, и в случае падения процентных ставок эмитенту невозможно полноценно исполнить свои обязательства.

Это связано с тем, что кредиты погашаются быстрее, чем идут выплаты инвесторам по облигациям: заемщик регулярно выплачивает не только процент, но и основной долг, поэтому у эмитента постепенно накапливаются свободные деньги, которые он должен куда-то вложить из-за возможности их обесценения. При понижении

процентных ставок на рынке эмитенту становится трудно обеспечить выплаты в объемах, обещанных инвестору.

Кроме того, для ипотечной ценной бумаги этот риск связан с изменением ее стоимости. Отметим, что неблагоприятным является как повышение, так и понижение рыночной ставки. Риск повышения процентной ставки приводит к недополучению дохода по ценной бумаге, однако может быть смягчен при использовании переменной купонной ставки. Снижение рыночных ставок ниже уровня процента по ипотечному кредиту усиливает риск досрочного погашения, так как заемщик сможет взять «более дешевый» кредит и за счет этих средств погасить имеющийся долг, «более дорогой».

Для уменьшения риска процентной ставки необходимо применять следующие способы управления:

1. Использование ипотечных кредитов с индексированными платежами.
2. Поддержание баланса сроков пересмотра ставок по активным операциям и долговым обязательствам кредитной организации.
3. Разработка и использование механизма индексирования обязательств эмитента, аналогичного индексации кредитов.

Риск прямых финансовых потерь включает в себя операционный риск, селективный риск, риск банкротства:

- а) операционный риск характеризует собой опасность потерь от биржевых и внебиржевых сделок с ипотечными ценными бумагами;
- б) селективный риск — это риск неправильного выбора способа вложения капитала, вида ипотечных ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами при формировании инвестиционного портфеля;
- в) риск банкротства представляет собой опасность возникновения невозможности оплаты своих обязательств в результате неправильного выбора способа вложения капитала. Как следствие, это может быть полная (или частичная с учетом ликвидационной стоимости) потеря собственного капитала инвестора.

Риски прямых финансовых потерь являются характерными для всех видов ипотечных ценных бумаг, им могут быть подвержены все субъекты рынка. Основными способами управления ими являются:

- а) получение большей информации инвестором перед принятием решения о вложении средств;
- б) диверсификация риска;
- в) резервирование средств эмитентом, заемщиком на покрытие непредвиденных расходов;
- г) страхование риска основных субъектов рынка ипотечных ценных бумаг.

Риск ликвидности характеризует стоимость поддержания необходимого уровня ликвидности, кредитных линий, или потери, вызванные продажей ипотечных ценных бумаг для получения наличных средств.

Он связан со снижением ликвидности вторичного рынка из-за возможности существенного спреда между ценами покупки и продажи различных видов ипотечных ценных бумаг. Иными словами, это потери, вызванные продажей ценных бумаг для получения наличных денег.

Снижению данного риска способствуют такие способы управления, как:

- а) определение возможной потребности инвестора в средствах;
- б) разработка стратегии мобилизации ресурсов с определением источников и затрат;

в) диверсификация источников для мобилизации средств путем продажи активов на вторичном рынке, депозитов, займа средств у других финансовых институтов.

В заключение следует отметить, главной задачей управления рисками на рынке ипотечных ценных бумаг являются минимизация рисков в пределах, определенных текущей рыночной конъюнктурой, необходимость сохранить и, по возможности, улучшить существующие позиции субъектов на данном рынке, что предполагает комплексное управление рисками:

а) уточнение ожиданий и идентификация рисков, определение целей управления рисками, анализ выявления факторов риска (степени влияния на деятельность, характера воздействия на риск, источника возникновения рисков факторов и др.);

б) количественная оценка и принятие управленческого решения путем привлечения гарантий на рынок ипотечных ценных бумаг, прежде всего государственных, получения компенсации за риск (реализация залога, гарантии и пр.), постоянного мониторинга участников рынка, различных видов ипотечных ценных бумаг;

в) проведение предупредительных мероприятий, которые направлены на предотвращение или уменьшение наступления негативных последствий на рынке ипотечных ценных бумаг.

Библиографический список

1. Довдиенко, И.В. Ипотека: учебно-практическое пособие / И.В. Довдиенко. — М.: РДЛ, 2002. — 272с.
2. Риски в экономике: учебное пособие для вузов / под ред. проф. В.А. Швандара. — М: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. — 380с.
3. Райсберг, БА. Современный экономический словарь. — 4-е изд., перераб. и доп. / Б.А. Райсберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Сгародубцева. — М: ИНФРА-М, 2005. — 480с.

Yu.A. Timagina

HYPOTHECARY SECURITIES MARKET RISKS AND METHODS OF THEIR MANAGING

In the paper the kinds of market of hypothecary securities risk are analyzed. It helps to estimate the opportunities of further development of the market of hypothecary securities in Russia.