

Денежно-кредитное регулирование

УДК 336.763.4

ФАКТОРЫ, ОБУСЛОВЛИВАЮЩИЕ РАЗВИТИЕ РЫНКА КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ

В.Ю. НАЛИВАЙСКИЙ,

доктор экономических наук,

профессор кафедры

финансово-экономического инжиниринга

E-mail: Popova.Jullia@gmail.com

Ростовский государственный

экономический университет «РИНХ»,

Ростов-на-Дону, Российская Федерация

Ю.Ю. ПОПОВА,

аспирантка кафедры

финансово-экономического инжиниринга

E-mail: Popova.Jullia@gmail.com

Ростовский государственный

экономический университет «РИНХ»,

Ростов-на-Дону, Российская Федерация

Предмет/тема. История российского рынка ипотечных облигаций насчитывает уже тридцать выпусков. Использование денежных поступлений при выпуске облигаций возрастает. Облигации с ипотечным покрытием не вызывают значительно интереса у инвесторов, поскольку нет четкого определения условий, ограничивающих риски. Основным сдерживающим фактором для потенциальных инвесторов является недостаточная ликвидность вторичного рынка ипотечных облигаций. Тем не менее развитие данного сегмента финансового рынка позволит качественно улучшить инфраструктуру рынка и послужит предпосылкой к повышению уровня ликвидности в банковском секторе.

Цели/задачи. Цель исследования – выявить условия и факторы, способствующие развитию рынка кредитных деривативов в России. Важной задачей является определение факторов, сдерживающих развитие практики использования производных финансовых инструментов, призванных передавать кредитный риск на межбанковском рынке.

Методология. Проанализированы статистические данные российских и зарубежных банковских структур для оценки характера, динамики, качественного состояния развивающегося рынка секьюритизированных активов в рамках финансового рынка России и банковского сектора.

Результаты. Выявлены условия, способствующие развитию рынка кредитных деривативов. Определены сдерживающие факторы и практические способы их нивелирования, обозначены возможные пути развития рынка.

Выводы/значимость. Низкая ликвидность рынка облигаций с ипотечным покрытием является камнем преткновения для инвесторов. Активных участников этого сегмента немного. Повышение ликвидности вторичного рынка ипотечных ценных бумаг – обязательное условие привлечения локальных и иностранных инвесторов. Принципиально важно предоставлять более высокие премии на первичных размещениях; снижать дисконты по ипотечным ценным бумагам в листе РЕПО ЦБ; вводить

по MBS налоговый режим; стандартизировать требования к ипотечным кредитам в пуле закладных; частично предоставлять госгарантии под ипотечные ценные бумаги, выпущенные не ОАО «АИЖК». В целях развития секьюритизации целесообразно создать фонд поддержки вторичного рынка ценных бумаг, способного выполнять функции маркетмейкера и предоставлять двусторонние котировки по бумагам, которые выпущены по стандартным требованиям.

Ключевые слова: ипотечные облигации, первичное размещение, кривая ОФЗ, оригинатор, Агентство ипотечного жилищного кредитования, ипотечный займ, квазисуверенные долговые бумаги, оферта, дисконт, закладная, кредитный рейтинг, интервенции регулятора, секьюритизация, волатильность долгового рынка

Начало российскому рынку ипотечных облигаций (Mortgage-backed security, MBS) было положено довольно давно – в 2006 г. – размещением выпуска облигаций «ГПБ-Ипотека»¹. По сути это был первый шаг к возникновению кредитных деривативов в России в связи с тем, что ипотечные облигации являются простейшей формой секьюритизированных кредитных активов. В настоящее время история российского рынка ипотечных облигаций насчитывает уже тридцать выпусков. При этом в посткризисный период секьюритизация ипотечных кредитов привлекла наиболее высокий интерес. В 2011 г. на рынке было размещено 9 выпусков, а в 2012 г. состоялось уже порядка 12 подобных сделок. Объем первичных размещений до кризиса был незначительным и не превышал 5 млрд руб., однако в 2011 г. объем новых выпусков составил 46 млрд руб., а в 2012 г. было привлечено 68 млрд руб.² Таким образом, среднегодовые темпы роста объема первичного предложения ипотечных ценных бумаг составили 80–100% за последние три года, что в первую очередь объясняется достаточно низкой базой.

С учетом амортизации объем рынка ипотечных ценных бумаг увеличился с 15 млрд руб. в 2008 г. до 145 млрд руб. в конце 2012 г. Тем не менее доля ипотечных облигаций все еще составляет не более 5% от общего объема рынка облигаций корпоративного и финансового секторов. Активным инвестором в ипотечные ценные бумаги остается Пенсионный фонд РФ (на конец III квартала 2012 г. 31 млрд руб. из его активов были размещены в

ипотечные инструменты) (рис. 1, 2). Таким образом, несмотря на активную поддержку ипотечного рынка государством, облигации с ипотечным покрытием не вызывают значительного интереса у рыночных инвесторов, поскольку нет четкого определения условий, ограничивающих риски.

В целом низкая ликвидность рынка облигаций с ипотечным покрытием является камнем преткновения для инвесторов. Как следствие, активных участников этого сегмента можно пересчитать по пальцам. Многие из инвесторов считают покупку ипотечных ценных бумаг непривлекательной из-за чрезмерно низкого спреда к кривой ОФЗ в сравнении, например, с короткими и среднесрочными облигациями банков первого эшелона. Вместе с тем ГК «Внешэкономбанк» и ОАО «АИЖК» все равно готовы покупать бумаги в свой портфель даже по таким ставкам, а оригинаторов ипотечных пулов такая ситуация устраивает. Получается замкнутый круг, который будет трудно разорвать исключительно с помощью «невидимой руки» рынка.

В связи с этим повышение ликвидности вторичного рынка ипотечных ценных бумаг представляется обязательным условием для привлечения как локальных, так и иностранных инвесторов на этот рынок. На взгляд авторов, ключевыми шагами в этом направлении могут стать:

- 1) предоставление более высоких премий на первичных размещениях;
- 2) снижение дисконтов по ипотечным ценным бумагам в листе РЕПО Банка России (в настоящее время дисконт по MBS выше, чем по корпоративным бумагам с сопоставимым кредитным рейтингом);
- 3) введение по MBS налогового режима, аналогичного тому, что действует в отношении государственных облигаций. Это также позволит Euroclear начать операции с MBS, что облегчит доступ к этим инструментам для иностранных инвесторов;
- 4) стандартизация требований к ипотечным кредитам в пуле закладных. На рынке существуют только стандарты ОАО «АИЖК», в соответствии с которыми происходит секьюритизация выпусков агентства. Необходимо ввести такие стандарты для банковской системы в целом, чтобы уровень риска в пуле был более-менее понятен инвесторам;
- 5) частичное предоставление госгарантий под ипотечные ценные бумаги, не выпущенные

¹ Выпуск облигаций «Газпромбанк-Ипотека».

² URL: <http://www.cbr.ru>.

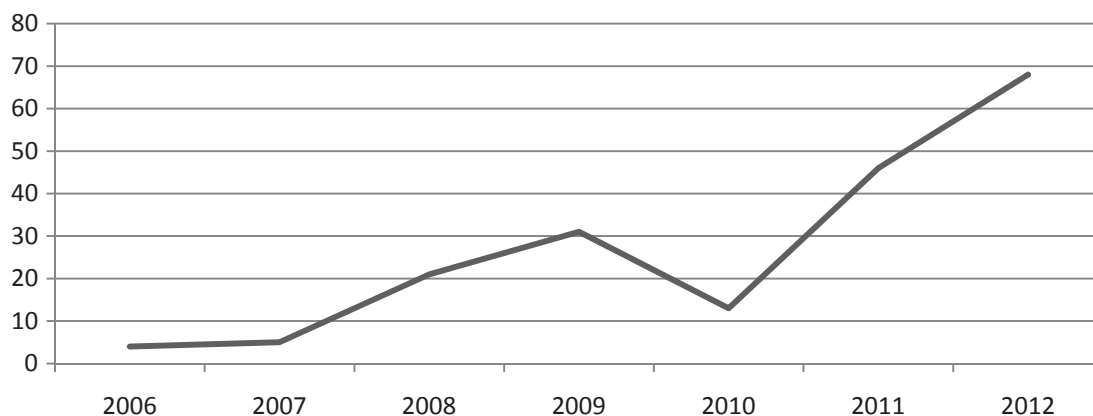


Рис. 1. Объем первичных размещений ипотечных облигаций в 2006–2012 гг., млрд руб.

Источник: VTB Capital Research.

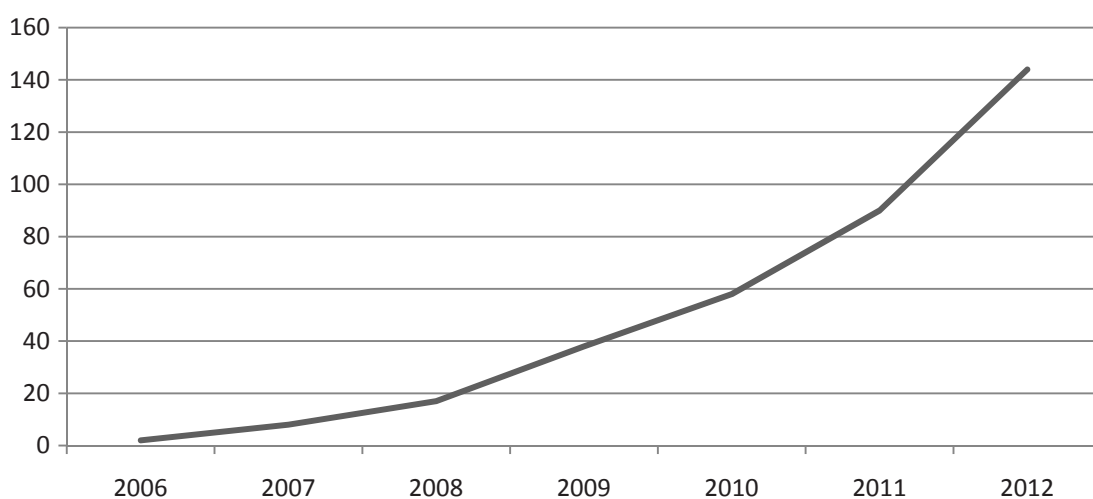


Рис. 2. Объем рынка ипотечных ценных бумаг, млрд руб.

Источник: VTB Capital Research.

ОАО «АИЖК», с обеспечением пула закладных по стандартизированным требованиям, что обусловило бы отражение в более высоких кредитных рейтингах;

- б) поскольку ликвидность этого рынка невысока, односторонние интервенции регулятора на этом рынке вряд ли смогут существенно поддержать интерес инвесторов. В целях поддержки секьюритизации имеет смысл создать фонд поддержки этого вторичного рынка ценных бумаг (с капиталом, привлеченным, например, из Фонда национального благосостояния России под управлением Банка России или Росфинагентства), который в определенном объеме способен выполнять функции маркетмейкера и предоставлять двусторонние котировки по бумагам, выпущенным по стандартным требованиям.

Согласно стратегии развития ипотечного жилищного кредитования, принятой Правительством РФ в 2010 г., доля ипотеки, финансируемой за счет

выпуска ипотечных ценных бумаг, в общем объеме ипотеки должна составить 50% уже в 2015 г.

Чтобы оценить масштаб амбициозности данной цели, необходимо проанализировать текущее состояние российского рынка ипотечных облигаций. Начиная с 2006 г. российскими оригинаторами осуществлено более 35 сделок секьюритизации на сумму более 200 млрд руб. Две трети выпусков представляют собой сделки на внутреннем рынке. Более половины объема рынка российских ипотечных ценных бумаг обеспечили выпуски ОАО «АИЖК» и ВТБ24 (ПАО). С одной стороны, в абсолютном выражении данные цифры выглядят довольно внушительно. С другой – если оценить соотношение объема эмиссии ипотечных ценных бумаг и объема выдачи ипотечных кредитов и займов, доля финансирования за счет секьюритизации составит не более 7% в год. Это обусловлено разнонаправленным движением рынка ипотеки и финансового рынка: в то время как ипотечное кредитование бурно разви-

вается, финансовый рынок уже порядка пяти лет находится в состоянии кризиса.

В связи с этим возникает вопрос: насколько выполнима поставленная стратегическая цель и что необходимо предпринять для повышения темпов развития рынка ипотечных ценных бумаг в России?

Первоочередной задачей является расширение базы инвесторов. На российском финансовом рынке сейчас есть два «якорных» инвестора, формирующих активный спрос на ипотечные ценные бумаги: государственная управляющая компания Пенсионного фонда России и ОАО «АИЖК». Помимо участия в публичных размещениях эти компании реализуют программы гарантированного выкупа ипотечных ценных бумаг при условии их соответствия определенным требованиям. ГК «Внешэкономбанк» реализует программу инвестиций в проекты строительства доступного жилья и ипотеку на сумму 150 млрд руб. Программа направлена на стимулирование спроса со стороны населения на вновь построенное жилье за счет льготной ставки выкупа облигаций, обеспечением по которым могут быть только займы, выданные для приобретения новостройки. В свою очередь ОАО «АИЖК» реализует программы покупки облигаций с ипотечным покрытием по рыночным ставкам на более чем 60 млрд руб. В обеспечение облигаций, выкупаемых ОАО «АИЖК», участники рынка могут включать ипотечные кредиты и займы, предоставленные для приобретения жилья как на первичном, так и на вторичном рынке. Для потенциальных эмитентов основное преимущество участия в указанных программах – возможность управления процентным риском по портфелю ипотек за счет гарантии привлечения денежных средств по фиксированной процентной ставке. Программа ОАО «АИЖК» дает право банкам фиксировать основные условия сделки: объем и структуру выпуска, ставку купона, срок размещения облигаций, параметры промежуточного финансирования. Договор с ОАО «АИЖК» закрепляет право originатора продать агентству не размещенные среди рыночных инвесторов облигации старшего выпуска. Таким образом, банк может формировать и накапливать ипотечный портфель в течение длительного времени, заранее зная, по какой доходности он разместит облигации, обеспеченные этим портфелем. Важность этой услуги обусловлена доминированием в России ипотеки с фиксированной процентной ставкой, а также волатильностью долгового рынка.

Помимо растущего интереса двух «якорных» инвесторов, постепенно оживляется спрос и со стороны частных инвесторов, причем как российских, так и зарубежных. Интерес к российским ипотечным облигациям обусловлен сочетанием высокого кредитного рейтинга, сопоставимого с рейтингом по суверенным и квазисуверенным долговым бумагам, и более высокой доходности. Из «неудобств» следует отметить сложную и трудоемкую процедуру анализа кредитного качества облигаций (в связи с тем, что обеспечением по ним выступает пул ипотечных кредитов), а также некоторую долю непредсказуемости в сроках амортизации выпуска. Скорость амортизации ипотечных облигаций зависит в первую очередь от скорости досрочного погашения кредитов, входящих в ипотечное покрытие. В настоящее время участниками ипотечного рынка накоплен значительный статистический массив данных, поэтому рассчитать скорость досрочного погашения облигаций при нормальной ситуации в экономике можно с достаточно высокой точностью. Но в периоды кризисов скорость амортизации изменяется. При этом точное время наступления кризиса и его глубина заранее неизвестны, что вносит некоторую неопределенность в расчеты.

Однако главное, что сдерживает потенциальных инвесторов, – это недостаточная ликвидность вторичного рынка ипотечных облигаций. Для изменения ситуации необходимо добиться расширения базы инвесторов. Здесь можно выделить несколько основных направлений деятельности:

- 1) повышение информированности инвесторов об особенностях ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) и их преимуществах перед корпоративными облигациями, обеспечение консультативной помощи инвесторам при проведении анализа качества бумаг;
- 2) совершенствование банковского регулирования в целях повышения эффективности вложений в ИЦБ. Одной из причин, сдерживающих спрос на облигации с ипотечным покрытием со стороны кредитных организаций, является то, что нормативные акты Банка России не учитывают специфики данных инструментов. В частности, для определения кредитного качества актива используется только рейтинг эмитента, а рейтинг ценной бумаги в расчет не принимается. Кроме того, срок жизни облигаций с ипотечным покрытием определяется по юридическому сроку до погашения без учета оферт;

- 3) более активное вовлечение иностранных инвесторов за счет совершенствования законодательства и целенаправленной информационной работы с данной категорией инвесторов;
- 4) разработка новых видов ИЦБ, ориентированных на определенные категории инвесторов. Например, ОАО «АИЖК» планирует запустить программу по выкупу мезонинных траншей ИЦБ. Эти ценные бумаги будут интересны инвесторам с более высоким риск-аппетитом, таким как хедж-фонды;
- 5) более активное вовлечение ОАО «АИЖК» и иных крупных участников рынка на вторичном рынке ИЦБ, выполнение функций маркетмейкера, осуществление операций РЕПО и так далее.

Не менее важным фактором развития рынка ИЦБ является совершенствование законодательной базы. Здесь следует отметить необходимость интегрирования в Гражданский кодекс РФ ряда правовых концепций, являющихся общепринятыми для секьюритизации на развитых рынках, но отсутствующих у нас. Речь идет, прежде всего, о защите ипотечного агента от банкротства, ограничении его ответственности, введении механизма защищенных банковских счетов.

Существенным условием развития рынка ипотечных ценных бумаг является также снижение для потенциальных эмитентов сроков и стоимости подготовки сделок. В первую очередь необходимо совершенствовать процедуру государственной регистрации выпусков ценных бумаг, в том числе в части обеспечения возможности регистрации программ эмиссии ипотечных ценных бумаг по аналогии с мастер-трастами или компаниями SPV³ на зарубежных рынках. Так, на развитых рынках процесс регистрации выпуска ипотечных облигаций занимает 3–5 дней, а в России – месяц. Снижение издержек будет также достигаться путем эволюционного развития рынка, усиления конкуренции и появления новых участников инфраструктуры, предоставляющих услуги в рамках осуществления сделок секьюритизации.

При этом внутриорганизационные затраты самого эмитента на подготовку дебютной эмиссии ИЦБ

³ SPV (от англ. special purpose vehicle) – компания специального назначения, или «проектная компания», созданная для реализации определенного проекта или для определенной цели. SPV позволяет эффективно управлять отдельными бизнес-процессами, финансовыми потоками.

останутся скорее всего достаточно высокими. Однако в процессе организации сделки будут на высоком уровне сформированы все процедуры, требования, стандарты в отношении ипотечных активов и связанных с ними бизнес-процессов, что позволит банкам в дальнейшем использовать выпуск ипотечных ценных бумаг как привлекательную альтернативу иным формам фондирования ипотечного кредитования.

Большинство портфельных управляющих в управляющих компаниях подтверждают, что основным препятствием к инвестированию в ценные бумаги является именно крайне низкая ликвидность рынка. Наиболее распространенным фактором, объясняющим низкую ликвидность, который сужает потенциальный круг участников рынка до нескольких субъектов, считается отсутствие достаточной премии на первичных размещениях (в частности, из-за участия крупных инвесторов, удерживающих бумаги до погашения).

Итак, основными препятствиями для инвестирования в ипотечные ценные бумаги выступают:

- низкая ликвидность рынка;
- недостаток аналитической поддержки;
- низкая доходность;
- низкий рейтинг банка-оригинатора пула закладных;
- высокие дисконты в Банке России по сравнению с другими бумагами с сопоставимыми кредитными рейтингами.

Кредитный риск по ипотечным ценным бумагам не полностью отделяется от рисков банка, создающего пул закладных. Повышенный риск в основном не связывается с риском сервисного агента или с траншированием выпуска (резервом, субординацией и избыточным спредом), а кредитный риск связывается с качеством ипотечных кредитов, выданных банком. В частности, отсутствие каких-либо стандартов кредитования, кроме стандартов ОАО «АИЖК», существенно настораживает. Четверть участников рынка воспринимают низкий рейтинг банка, создавшего пул ипотечных кредитов, как одно из препятствий для инвестирования в ипотечные ценные бумаги.

В то же время инвесторы подчеркивают следующие привлекательные стороны таких бумаг, как MBS:

- доходность инвестирования в сравнении с корпоративными и банковскими облигациями первого эшелона;
- поддержка ипотечного рынка со стороны государства;

– гарантированное попадание в список РЕПО Банка России.

Для банка-оригинатора секьюритизация может быть интересна по двум причинам – в качестве инструмента привлечения долгосрочного финансирования под нерыночные активы и в целях улучшения показателей достаточности капитала.

Для большей части участников рынка неопределенность дюрации ипотечных ценных бумаг и, соответственно, профиля «дюрация–доходность» является фактором, который ограничивает инвестиции в ипотечные ценные бумаги. Действительно, коэффициент условного досрочного погашения достигает 15–20%, и некоторые старшие транши выпусков (в частности, Первый ипотечный агент ОАО «АИЖК» и выпуск 01 «ГПБ-Ипотека») амортизировались до 10% от номинала за пять лет. Соответственно, дюрация ипотечных ценных бумаг фактически составляет 1,5–2 года, а высокий коэффициент досрочного погашения в достаточной мере негативно влияет на ликвидность обращающихся бумаг.

Четверть активных участников рынка считают, что дисконты по операциям в Банке России препятствуют инвестициям в ипотечные ценные бумаги. На самом деле минимальный дисконт по ипотечным ценным бумагам составляет 12% в списке РЕПО Банка России, а дисконты по корпоративным бумагам не превышают 10% для сопоставимого кредитного рейтинга. Однако этот фактор является менее значимым, поскольку рефинансирование бумаги в Банке России гарантировано, а при высоком коэффициенте досрочного погашения различие в дисконтах имеет второстепенное значение.

В целом 2013 г. оказался оптимистичным для рынка ипотечных ценных бумаг. На фоне растущего интереса к этим инструментам со стороны банков темпы роста рынка секьюритизации находились на уровне 30–40%.

Нехватки предложения, вероятно, не будет. Во-первых, дефицит ликвидности и недостаток фондирования, наблюдающиеся в банковской системе, будут усиливаться и стимулировать банки искать альтернативные источники привлечения денежных средств для поддержания планируемых темпов роста. Во-вторых, секьюритизация ипотеки с выделением пула кредитов на специализированное финансовое общество позволяет снизить нагрузку на капитал банка. В-третьих, налог на доход в виде процентов по ипотечным ценным бумагам

установлен на пониженном уровне в 15%. Поэтому владелец ипотечных ценных бумаг может получить дополнительную экономию на налоговых расходах. В-четвертых, при наличии кредитных рейтингов от двух рейтинговых агентств ужесточение требований к расчету величины процентного риска не коснется старших траншей рейтингованных ипотечных ценных бумаг. Они будут относиться к группе с низким риском (выше BBB–) и соответствующим весом для расчета процентного риска около 50%. В то же время облигации с рейтингом BB+ и ниже будут иметь вес в объеме 130% и более. Вес для расчета процентного риска по торговому портфелю, составленному из траншей секьюритизированных выпусков, не будет превышать 60–70%⁴.

Таким образом, секьюритизация ипотечного портфеля и приобретение траншей ипотечных ценных бумаг на баланс банка могут улучшить показатели достаточности капитала при сопоставимом уровне процентного дохода и риска, связанного с пулом ипотечных закладных. При этом банк – владелец ипотечных ценных бумаг будет иметь возможность привлечения рефинансирования Банка России с достаточно низким дисконтом.

Положение Банка России от 28.09.2012 № 387-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» все же негативно влияет на ипотечные ценные бумаги, обращающиеся на рынке в настоящее время. Большинство таких выпусков имеет только кредитный рейтинг выше BBB– от одного рейтингового агентства, а согласно данному документу все бумаги, не соответствующие критериям двух рейтингов, должны автоматически попадать в группу с высоким риском. Для этой группы соотношение «риск/капитал» составляет около 180%: вне зависимости от уровня транша такая нагрузка на капитал является запретительной. Соотношение «риск/капитал» в условиях действия Положения Банка России № 387-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» можно изменить получением:

- высокого рейтинга от второго рейтингового агентства;
- гарантии от юридического лица (скорее всего, от эмитента) с высоким кредитным рейтингом.

Несмотря на неоднозначность во мнениях экспертов, секьюритизация позволяет сформировать финансовый механизм, способный управлять

⁴ <https://www.standardandpoors.com/home/en/us>.

балансом ликвидности коммерческих банковских структур в условиях глобальной финансовой нестабильности и снижения уровня ликвидности на финансовом рынке. На рынке все чаще становятся востребованными сложно структурированные сделки секьюритизации. Это говорит о потенциале бурно развивающегося рынка кредитных деривативов как одного из возможных инструментов секьюритизации пулов кредитных активов банков.

Список литературы

1. Амосов С., Гаврилова Л. Кредитные деривативы в операциях хеджирования // Рынок ценных бумаг. 2000. № 3. С. 50–51.
2. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. 352 с.
3. Быхун М.Е. Понятие, сущность и значение секьюритизации ипотечных кредитов для развития систем ипотечного жилищного кредитования // Финансы и учет. 2012. № 4. С. 15–17.
4. Володькова Л. Секьюритизация на рынке ценных бумаг // Финансы и бизнес. 2009. № 3. С. 101–107.
5. Халл Д.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. 6-е изд. М.: Вильямс, 2010. 1056 с.
6. Дубовик В.В. Неэффективная оценка кредитных рисков на рынке кредитных деривативов как фактор мирового финансового кризиса // Экономические науки. 2009. № 57. С. 262–266.
7. Ивакин И. Понятие, сущность и значение секьюритизации ипотечных кредитов для развития систем ипотечного жилищного кредитования. URL: <http://www.ipotekasystem.ru/processes/article.php?r=sk&id=144>.
8. Лебедева З., Федотова А. Секьюритизация ипотечных активов: опыт ОАО «АИЖК» // Депозитарий. 2008. № 12. С. 16–17.
9. Малая Е. Типология связанных кредитных нот в мировой экономике // Международная экономика. 2012. № 6. С. 32–36.
10. Матросов С.В. Генезис института кредитных деривативов на мировом финансовом рынке // Наука и школа. 2012. № 3. С. 189–192.
11. Никитина Е.В. Инструменты рынка кредитных деривативов // Валютное регулирование и валютный контроль. 2012. № 5. С. 43–51.
12. Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8. С. 22–31.
13. Руденко О.Н., Никоненко Е.Е. Инновационные финансовые инструменты управления кредитными рисками // Экономика: теория и практика. 2011. № 2. С. 54–61.
14. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать? // Дискуссия теоретиков и практиков. 2010. № 1. С. 78–84.
15. Фельдман А.Б. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 59–68.
16. Синки Д.Ф. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и индустрии финансовых услуг. М.: Альпина Паблишер, 2007. 1024 с.
17. Часовская А.С. Кредитные деривативы как инновационный инструмент управления кредитным риском // Банковское дело. 2010. № 2. С. 74–78.
18. Хайдаршина Г.А. Может ли организованный рынок CDS предотвратить новый кризис? // Банковское дело. 2010. № 9. С. 44–48.
19. Шаповалова О. Структура и масштабы современного рынка деривативов и его роль в мировой экономике // Международная экономика. 2012. № 6. С. 24–31.
20. Штульц Р.М. Кредитно-дефолтные свопы и кредитный кризис // Экономическая политика. 2010. № 6. С. 157–175.

FACTORS DRIVING THE CREDIT-LINKED DERIVATIVES MARKET DEVELOPMENT

Valerii Yu. NALIVAISKII,
Yuliya Yu. POPOVA

Abstract

Importance The history of the Russian mortgage-backed securities market has thirty issues. The use of receipts for bonds issue increases significantly. Mortgage-backed securities do not generate considerable interest of investors, as there are no clearly defined risk-limiting conditions. A major deterrent for potential investors is insufficient liquidity of the secondary market of mortgage-backed bonds. Nevertheless, the development of this segment of the financial market will enable to make qualitative improvements of the market infrastructure. It will also serve as a precondition for increasing the liquidity level in the banking sector in particular.

Objectives The objective of the study is to identify conditions and factors contributing to the development of the Russian credit-linked derivatives market. Furthermore, an important task is to specify the development constraints of the use of derivative financial instruments designed to transfer the credit risk in the interbank market.

Methods We analyzed statistical data of Russian and foreign banking institutions to assess the nature, dynamics and quality of the emerging market of securitized assets as part of the Russian financial market and banking sector.

Results We disclosed a number of factors contributing to the credit-linked derivatives market development in the existing conditions of the Russian economy. We described constraints and identified possible ways of the market development, as well as leveling the constraints in practice.

Conclusions and Relevance At present, low liquidity of mortgage-backed bonds is a major obstacle for investors. As a result, there are few active participants in this segment. Increasing the liquidity of the secondary market of mortgage-backed securities is a prerequisite to attract both local and foreign investors to this market. It is crucial to provide higher premiums for IPOs, to reduce discounts on mortgage-backed securities in the REPO list of the Bank of Russia; to introduce a tax

regime for mortgage-backed securities; to standardize requirements for mortgage loans in the pool of mortgages; to provide partial State guarantees for mortgage-backed securities that are issued by a party other than AHML. To support securitization development, it is reasonable to establish a fund to support the secondary securities market capable to function as a market maker and provide bilateral quotations for securities that are issued according to standard requirements.

Keywords: mortgage-backed, securities, bonds, initial public offering, IPO, federal loan bond, Russian Government Bonds, yield curve, originator, Agency for Housing Mortgage Lending, AHML, mortgage loan, quasi-sovereign debt securities, offer, discount, mortgage, credit rating, regulator, intervention, securitization, debt market volatility

References

1. Amosov S., Gavrilova L. Kreditnye derivativy v operatsiyakh khedzhirovaniya [Credit derivatives in hedging transactions]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2000, no. 3, pp. 50–51.
2. Burenin A.N. *Rynok tsennykh bumag i proizvodnykh finansovykh instrumentov* [Securities market and derivative financial instruments]. Moscow, 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya Publ., 1998, 352 p.
3. Bykhun M.E. Ponyatie, sushchnost' i znachenie sek'yuritizatsii ipotechnykh kreditov dlya razvitiya sistem ipotechnogo zhilishchnogo kreditovaniya [The concept, essence and value of mortgage loans securitization to develop the systems of housing mortgage lending]. *Finansy i uchet = Finance and Accounting*, 2012, no. 4, pp. 15–17.
4. Volod'kova L. Sek'yuritizatsiya na rynke tsennykh bumag [Securitization in the securities market]. *Finansy i biznes = Finance and Business*, 2009, no. 3, pp. 101–107.
5. Hall J.C. *Optiony, f'yuchersy i drugie proizvodnye finansovye instrumenty* [Options, Futures and Other Derivatives]. Moscow, Vil'yams Publ., 2010, 1056 p.

6. Dubovik V.V. Neeffektivnaya otsenka kreditnykh riskov na rynke kreditnykh derivativov kak faktor mirovogo finansovogo krizisa [Ineffective assessment of credit risk in the credit derivatives market as a factor of the global financial crisis]. *Ekonomicheskie nauki = Economic Sciences*, 2009, no. 57, pp. 262–266.
7. Ivakin I. *Ponyatie, sushchnost' i znachenie sek'yuritizatsii ipoteknykh kreditov dlya razvitiya sistem ipotecnogo zhilishchnogo kreditovaniya* [The concept, essence and importance of mortgage loans securitization for the mortgage lending systems' development]. Available at: <http://www.ipotekasystem.ru/processes/article.php?r=sk&id=144>. (In Russ.)
8. Lebedeva Z., Fedotova A. Sek'yuritizatsiya ipoteknykh aktivov: opyt OAO AIZhK [Securitization of mortgage assets: the experience of OOO AHML]. *Depozitarium = Depository*, 2008, no. 12, pp. 16–17.
9. Malaya E. Tipologiya svyazannykh kreditnykh not v mirovoi ekonomike [The typology of credit-linked notes in the global economy]. *Mezhdunarodnaya ekonomika = International Economy*, 2012, no. 6, pp. 32–36.
10. Matrosov S.V. Genezis instituta kreditnykh derivativov na mirovom finansovom rynke [The genesis of the institution of credit derivatives in the global financial market]. *Nauka i shkola = Science and School*, 2012, no. 3, pp. 189–192.
11. Nikitina E.V. Instrumenty rynka kreditnykh derivativov [Instruments of the credit derivatives market]. *Valyutnoe regulirovanie i valyutnyi kontrol' = Currency Regulation and Currency Control*, 2012, no. 5, pp. 43–51.
12. Rachkevich A.Yu., Alekseeva I.A. Sek'yuritizatsiya: kharakternye priznaki i opredelenie [Securitization: characteristic features and definition]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2008, no. 8, pp. 22–31.
13. Rudenko O.N., Nikonenko E.E. Innovatsionnye finansovye instrumenty upravleniya kreditnymi riskami [Innovative financial instruments for credit risk management]. *Ekonomika: teoriya i praktika = Economics: Theory and Practice*, 2011, no. 2, pp. 54–61.
14. Ulyukaev S. Sek'yuritizatsiya aktivov i sek'yuritizatsiya bankovskikh aktivov: kak otlichat', ponimat' i traktovat'? [Securitization of assets and securitization of bank assets: how to distinguish, understand and interpret?]. *Diskussiya teoretikov i praktikov = Dispute of Theoreticians and Practitioners*, 2010, no. 1, pp. 78–84.
15. Fel'dman A.B. Sovremennyy ekonomicheskii krizis i proizvodnye finansovye instrumenty [The current economic crisis and financial derivatives]. *Voprosy Ekonomiki*, 2009, no. 5, pp. 59–68.
16. Sinkey J.F. *Finansovyi menedzhment v kommercheskom banke i industrii finansovykh uslug* [Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2007, 1024 p.
17. Chasovskaya A.S. Kreditnye derivativy kak innovatsionny instrument upravleniya kreditnym riskom [Credit derivatives as an innovative tool to manage credit risk]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2010, no. 2, pp. 74–78.
18. Khaidarshina G.A. Mozhet li organizovannyi rynek CDS predotvratit' novyi krizis? [Can the organized CDS market prevent a new crisis?]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2010, no. 9, pp. 44–48.
19. Shapovalova O. Struktura i masshtaby sovremennogo rynka derivativov i ego rol' v mirovoi ekonomike [The structure and scope of the modern derivatives market and its role in the world economy]. *Mezhdunarodnaya ekonomika = International Economy*, 2012, no. 6, pp. 24–31.
20. Shtul'ts R.M. Kreditno-defoltnye svopy i kreditnyi krizis [Credit default swaps and credit crisis]. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*, 2010, no. 6, pp. 157–175.

Valerii Yu. NALIVAISKII

Rostov State Economic University (RINH),
Rostov-on-Don, Russian Federation
Popova.Jullia@gmail.com

Yuliya Yu. POPOVA

Rostov State Economic University (RINH),
Rostov-on-Don, Russian Federation
Popova.Jullia@gmail.com