

*М. М. Мошкова,
аспірант кафедри фінансів економічного факультету,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка*

ОСОБЛИВОСТІ ЗВИЧАЙНИХ ІПОТЕЧНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

У статті визначені основні особливості вітчизняних звичайних іпотечних облігацій. З'ясовано, що найбільш проблематичним є визначення процентних ставок за звичайними іпотечними облігаціями, та запропоновані підходи до їх визначення із використанням інструментарію кореляційно-регресійного аналізу.

The paper identified key features of domestic mortgage bonds. It is found that the most problematic is the determination of interest rates on mortgage bonds and proposed approaches to the definition of tool use correlation-regression analysis.

Ключові слова: звичайні іпотечні облігації, іпотечний кредитор, іпотечне покриття, іпотечні активи, коефіцієнт іпотечного покриття, облікова ставка НБУ, середньозважена ставка міжбанківського кредитування.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У вітчизняній практиці іпотечні цінні папери є новим фінансовим інструментом як для емітентів, так і для інвесторів. На сьогодні згідно вітчизняного законодавства можливий випуск таких іпотечних цінних паперів, як іпотечні сертифікати з фіксованими доходом, іпотечні сертифікати участі, сертифікати ФОН, звичайні та структуровані іпотечні облігації. З огляду на сучасні події у світі, зокрема на витоки глобальної фінансової кризи, яка виникла внаслідок випуску ненадійних структурованих іпотечних облігацій, значну увагу привертають на себе звичайні іпотечні облігації, випуски яких не припинилися навіть у розпал кризи. У зв'язку з цим актуалізується питання необхідності дослідження особливостей звичайних іпотечних облігацій, які можуть обертатися на вітчизняному фінансовому ринку.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ З ПРОБЛЕМИ

Дослідження в царині функціонування вітчизняного ринку іпотечних цінних паперів здійснювали такі вчені, як Базилевич В., Васильченко З., Версаль Н., Геєць В., Кравченко В., Лютий І., Савич В., Кручок С. та інші.

Метою статті є з'ясування особливостей звичайних іпотечних облігацій в Україні.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Основні особливості звичайних іпотечних облігацій, які можуть випускатися в Україні, можна згрупувати наступним чином. По-перше, важливу роль відіграє іпотечне покриття облігацій. Звичайні іпотечні облігації забезпечуються не тільки іпотечним покриттям, але й усім іншим майном іпотечного кредитора. Своєю чергою, іпотечним покриттям є іпотечні активи, які забезпечують виконання зобов'язань емітента за іпотечними облігаціями. До іпотечних активів висувається ціла низка вимог, зокрема вони: мають належати емітенту на праві власності; підлягають виконанню у грошовій формі; мають бути внесені до державного реєстру обтяження майна; не перебувають у заставі та не обтяжені іншим чином; предмет іпотеки знаходиться на території України та застрахований на його повну вартість; не включені до складу іпотечного покриття іншого випуску іпотечних цінних паперів тощо. Важливою умовою включення іпотечних кредитів до іпотечного покриття є те, що основна сума боргу боржника за забезпеченим іпотекою зобов'язанням не має перевищувати 75% оціночної вартості предмета іпотеки. Також є й інші обмеження. Так, до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій не включаються

іпотечні кредити, забезпеченням за якими є незавершене будівництво або майнові права. Теж не можна включати іпотечні кредити, які класифіковані як субстандартні та безнадійні, що є цілком виправданим, адже в даному випадку існує висока ймовірність невиконання позичальниками своїх зобов'язань, що може призвести до невиконання зобов'язань і емітентом перед інвесторами. Своєю чергою, специфічною є й структура іпотечного покриття. Так, 85% іпотечного покриття має складатися з іпотечних кредитів, забезпечених житловими будинками або квартирами, а 15% — з іпотечних кредитів, які забезпечені нерухомістю нежилого призначення [5].

Обсяги випуску звичайних іпотечних облігацій визначаються на основі коефіцієнта іпотечного покриття, значення якого не може перевищувати 90%, а у випадку наявності державних гарантій щодо повернення іпотечних кредитів — 100%.

По-друге, процентні ставки за звичайними іпотечними облігаціями можуть бути як фіксованими, так і плаваючими. Щоб запобігти проблемам з визначення плаваючої процентної ставки, необхідно розробляти формулу, за якою вона буде розраховуватися. З точки зору як інвесторів, так і банків, особливо зважаючи на тривалий строк існування звичайних іпотечних облігацій (до 30 років), є сенс встановлення плаваючої ставки, у зв'язку з чим постає проблема її визначення. Так, за кордоном використовують досить простий метод — метод "базова ставка плюс", згідно з яким обирається базова ставка, якою найчастіше є Libor, та додаються надбавки за ризик позичальника, за якість забезпечення і т.д. Фактично більшість банків з іноземним капіталом, що діють в Україні, також використовують цей метод, особливо коли валюта іпотечного кредиту є іноземною, а іпотечні облігації розміщуються на міжнародних фінансових ринках. Якщо ж випуск облігацій відбувається в Україні, то валютою має бути винятково гривня, а отже, й формула ціноутворення має бути адаптована до вітчизняних реалій. І тут виникають дві значні проблеми. Так, якщо іпотечні кредити номіновані в іноземній валюті, а розміщення іпотечних облігацій відбуватиметься в національній валюті, виникає значна кількість ризиків — від валютних до процентних. Згідно українського законодавства в цьому разі можуть бути використані договори про збереження реальної вартості — валютні, процентні та інші похідні (деривативи), зокрема форварди, ф'ючерси, опціони, свопи, що застосовуються з метою мінімізації ризиків [5]. Звичайно, в зарубіжній практиці це не є про-

блемою, адже деривативи використовуються для хеджування ризиків вже не одне десятиліття. Що ж стосується вітчизняної практики, то на сьогодні не створено передумов для застосування цих інструментів, передусім на нормативно-правовому рівні.

Другою проблемою є обрання базової ставки, якою можуть бути облікова ставка НБУ або середньозважена ставка міжбанківського кредитування — Кіасг. Однак обидві ставки мають свої вади. Облікова ставка НБУ є досить негнучкою і в деяких випадках буває навіть нижчою за рівень інфляції, що не є прийнятним передусім для інвесторів. Ставка Кіасг, навпаки, надто сильно може реагувати на ситуацію, що відбувається на ринку. З одного боку — це позитив, а з іншого боку, у випадку значного її зростання можуть виникнути проблеми з кредитоспроможністю позичальників іпотечних кредитів, що, своєю чергою, відіб'ється на розрахунках з інвесторами. Адже як формула ціноутворення за іпотечними кредитами, так і формула ціноутворення за звичайними іпотечними облігаціями є взаємопов'язаними, причому середньозважені процентні ставки за іпотечними кредитами мають перевищувати процентні ставки за звичайними іпотечними облігаціями.

Це є цілком очевидним з рис. 1, на якому продемонстрована динаміка процентних ставок за іпотечними кредитами, наданими домогосподарствам, та середньозваженими ставками міжбанківського кредитування для кредитів, номінованих у гривні та доларах США за період з вересня 2008 р. по січень 2010 р.

Період був обраний не випадково, адже у вересні та жовтні 2008 р. ще не спостерігалось явних ознак фінансової кризи. І саме в ці місяці ми спостерігаємо цілком нормальну ситуацію, коли ставки за іпотечними кредитами (MR) як у гривневому, так і у доларовому еквіваленті є вищими за ставки Кіасг для строку, що перевищує 92 дні, або, іншими словами, за трьохмісячний Кіасг.

Як тільки банківський сектор стикається з проблемою ліквідності, ситуація кардинально змінюється, у зв'язку з чим ставки міжбанківського кредитування починають суттєво зростати і в більшості випадків перевищують процентні ставки за іпотечними кредитами. Причому для кредитів, що номіновані у гривні, ризик є більш значним. Це означає, що в умовах нестабільності ставки Кіасг вже не можуть бути покладені в основу ціноутворення, а отже, розпочинається ручне управління ставками, що містить в собі небезпеку переоцінки або недооцінки ситуації. У зв'язку з цим ми вирішили перевірити можливість використання в якості

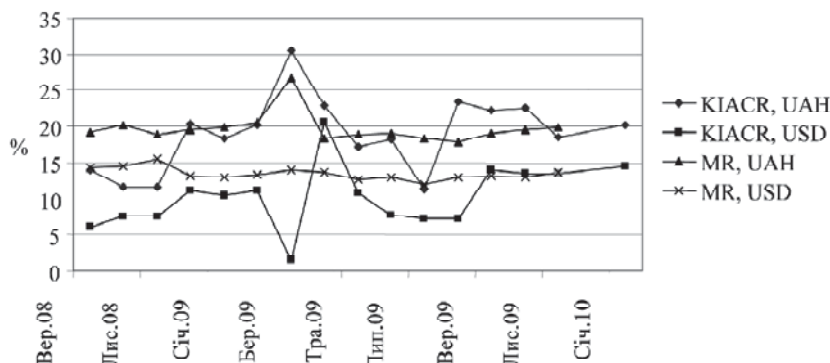


Рис. 1. Динаміка процентних ставок за іпотечними кредитами, наданими домогосподарствам, та середньозваженими ставками міжбанківського кредитування для кредитів, номінованих у гривні та доларах США за період з вересня 2008 р. по січень 2010 р.

Джерело: побудовано автором на основі [3, с. 149].

базової ставки середню ставку між обліковою ставкою НБУ та ставкою Кіасг. Для аналізу ми обрали період як активного зростання обсягів іпотечного кредитування, так і його фактичного припинення — січень 2007 р. — грудень 2009 р. — усього 35 спостережень. Показники, які аналізуються, — це трьохмісячна середньозважена ставка міжбанківського кредитування для гривневих кредитів (KIACR UAH), облікова ставка НБУ (Refinancing rate — RR), ставка, яка розраховується як середня між середньозваженою ставкою міжбанківського кредитування для гривневих кредитів та обліковою ставкою НБУ (Average rate — AR), та ставка за іпотечними кредитами, номінованими у гривні (Mortgage rate — MR). Передусім нами була побудована кореляційна матриця (табл. 1).

Всі значення коефіцієнтів кореляції мають рівень значущості $p < 0,0500$, що засвідчує наявність тісного зв'язку між досліджуваними показниками. Зважаючи на те, що залежно змінною у нашому випадку є процентна ставка за іпотечними кредитами, розглянемо коефіцієнти кореляції з іншими показниками. Як ми й передбачали, більш тісним зв'язок виявився між MR та AR — 0,84. Показовим є те, що з обліковою ставкою НБУ зв'язок MR є незначним, у той час як ефект поєднання двох ставок дав значно кращий результат. Також гарним можна вважати й значення коефіцієнта кореляції між MR та Кіасг — 0,83. Щоб упевнитися в тому, що вибір є правильним, ми також розраховали стандартне відхилення змінних і от-

римали наступні результати: Кіасг UAH — 6,87, Refinancing rate — 1,65, Average rate — 4,09, Mortgage rate — 2,46. Загалом стандартне відхилення — це міра того, наскільки широко розкидані точки даних відносно їх середнього. Чим меншим є це значення, тим краще, і навпаки. Таким чином, ми знову бачимо підтвердження нашої думки щодо низького рівня гнучкості облікової ставки НБУ та надзвичайно високого рівня змінності середньозваженої ставки міжбанківського кредитування, в свою чергу, середня ставка — AR — нівелює агресивність Кіасг та недостатню гнучкість облікової ставки НБУ. Загалом, протягом досліджуваного періоду різниця між AR та MR в середньому становила 600 пунктів: 300 — 400 пунктів в найгіршому варіанті та 800 — 1000 пунктів в найкращому. Це свідчить про достатні можливості варіювання процентними ставками за іпотечними кредитами та відповідними їм звичайними іпотечними облігаціями, особливо зважаючи на те, що в умовах нестабільності фінансові установи не є активними на ринку іпотечних цінних паперів.

Отримані нами результати кореляційного аналізу дозволяють побудувати рівняння регресії. Відзначимо, що рівняння регресії є коректним, якщо, по-перше, показник ймовірності випадкових значень параметрів регресії не перевищує 1%; по-друге, коефіцієнти детермінації, які характеризують тісноту зв'язку параметрів моделі, мають перевищувати 80—90% [6]. У нашому випадку показник ймовірності випадкових значень параметрів регресії знахо-

Таблиця 1. Квадратна матриця кореляцій KIACR UAH, RR, AR, MR.

Змінні	KIACR UAH	Refinancing rate	Mortgage rate	Average rate
KIACR UAH	1,00	0,74	0,83	0,99
Refinancing rate	0,74	1,00	0,71	0,83
Mortgage rate	0,83	0,71	1,00	0,84
Average rate	0,99	0,83	0,84	1,00

Джерело: розраховано автором на основі даних [2, с. 133; 3, с. 149].

Таблиця 2. Прогнозовані процентні ставки за іпотечними кредитами та звичайними іпотечними облігаціями за період січень 2007 р. — жовтень 2009 р.

Період	Kіасг UAH	RR UAH	AR UAH	MR UAH	M	SR UAH
Січ.07	6,881	8,5	7,6905	15,77701	500	10,777
Кві.07	6,543	8,5	7,5215	15,69137	500	10,6914
Лип.07	6,764	8	7,382	15,62068	500	10,6207
Жов.07	5,547	8	6,7735	15,31232	500	10,3123
Січ.08	5,026	10	7,513	15,68706	500	10,6871
Кві.08	12,575	10,095	11,335	17,62386	500	12,6239
Лип.08	16,313	12	14,1565	19,05366	500	14,0537
Жов.08	11,552	12	11,776	17,84734	500	12,8473
Січ.09	18,293	12	15,1465	19,55534	500	14,5553
Кві.09	22,802	12	17,401	20,69781	500	15,6978
Лип.09	11,22	11	11,11	17,50984	500	12,5098
Жов.09	22,568	10,25	16,409	20,19511	500	15,1951

Джерело: розраховано автором.

диться на значно нижчому рівні, ніж 1%, а значення показників детермінації знаходиться в межах від 0,75 — 0,83. Стандартна похибка оцінки становить 1,3614. Це означає, що побудоване рівняння регресії є коректним і має наступний вигляд:

$$MR = 11,87985 + 0,50675 \times AR \quad (1)$$

На основі рівняння (1) можна визначити процентну ставку за іпотечними кредитами на основі середньої ставки між обліковою ставкою НБУ та ставкою Kіасг. Це рівняння, своєю чергою, може бути покладене й в основу визначення процентної ставки за звичайними іпотечними облігаціями. В даному випадку банку необхідно лише визначити, якою має бути різниця між середньою процентною ставкою за іпотечними кредитами, які об'єднані у пул, та ставкою за звичайними іпотечними облігаціями. Так, якщо банк фіксує різницю, то рівняння 1 трансформується наступним чином:

$$SR = (11,87985 - \frac{M}{100}) + 0,50675 \times AR \quad (2)$$

де SR — процентна ставка за звичайними іпотечними облігаціями;

M — різниця між середньою процентною ставкою за іпотечними кредитами, які об'єднані у пул, та ставкою за звичайними іпотечними облігаціями у процентних пунктах.

Для розрахунку прогнозованих процентних ставок за іпотечними кредитами та звичайними іпотечними облігаціями нами було обрано період січень 2007 р. — жовтень 2009 р., який охоплює як період бурхливого розвитку іпотечного кредитування, так і період глибокої кризи іпотечного ринку. Відповідно в основу покладені офіційні дані щодо ставки Kіасг та облікової ставки НБУ, а значення M ми прийняли на рівні 500 пунктів, що є цілком адекватним в умовах економічної та політичної нестабільності в країні. Результати моделювання представлені

в табл. 2.

Звичайно, щодо ставок за іпотечними кредитами, то результати є цілком прогнозованими. Що ж до процентних ставок за звичайними іпотечними облігаціями, то результати складно оцінити, оскільки за зазначений період в Україні двічі були випущені звичайні іпотечні облігації, зокрема в 2007 р. ВАТ АБ "Укргазбанк" здійснив випуск облігацій у 2007 р. зі ставкою купона 10,5%, а у 2008 р. ВАТ КБ "Хрещатик" — із заплаваною дохідністю 12,5%. Проте, навіть порівнюючи ці дані з отриманими в результаті кореляційно-регресійного моделювання, можемо побачити, що вони фактично співпадають. Це означає, що принаймні на найбільшій період є сенс використати запропонований нами підхід до визначення процентної ставки за звичайними іпотечними облігаціями.

По-третє, регулярність та розмір періодичних платежів у рахунок сплати процентів за іпотечними активами у складі іпотечного покриття повинні відповідати регулярності та розміру періодичних платежів емітента у рахунок сплати процентів за звичайними іпотечними облігаціями [5]. Цей пункт складно виконати, адже зазвичай повернення іпотечних кредитів відбувається щомісячно, а сплата доходу за звичайними іпотечними облігаціями — щоквартально, тобто в даному випадку дюрація активів перевищує дюрацію зобов'язань, а отже, існує загроза виникнення процентного ризику. Адаже в разі додатного розриву між дюраціями активів і зобов'язань вартість капіталу зростатиме в разі підвищення ставок на ринку і зменшуватиметься зі зниженням відсоткових ставок [7, с. 290]. Водночас саме остання особливість звичайних іпотечних облігацій дозволяє певним чином мінімізувати цей ризик, оскільки середньозважений строк іпотечних активів має перевищувати

строк існування звичайних іпотечних облігацій. Це необхідно для захисту як емітента звичайних іпотечних цінних паперів, так і інвесторів на той випадок, якщо частина іпотечних кредитів, які об'єднані у пул, виявиться неякісною.

ВИСНОВКИ

Таким чином, у результаті проведеного дослідження з'ясовано, що основою звичайних іпотечних облігацій є не тільки іпотечне покриття, яке повинно мати специфічну структуру, але й все майно іпотечно-го кредитора. Процентні ставки за звичайними іпотечними облігаціями можуть бути як фіксованими, так і плаваючими. Для визначення плаваючої процентної ставки за звичайними іпотечними облігаціями нами запропоноване рівняння регресії, в якому враховуються облікова ставка НБУ, середньозважена ставка міжбанківського кредитування та процентна ставка за іпотечними кредитами. Ще однією особливістю звичайних іпотечних облігацій є наявність процентного ризику, який виникає внаслідок того, що платежі за іпотечними кредитами є, як правило, щомісячними, а виплати за звичайними іпотечними облігаціями — щоквартальними. Проте це може компенсуватися тим, що середньозважений строк іпотечних кредитів має перевищувати строк існування звичайних іпотечних облігацій.

Література:

1. Базилевич В.Д. Іпотечний ринок: [монографія] / В.Д. Базилевич, Н.П. Погорельцева. — К.: Знання, 2008. — 717 с.
2. Бюлетень Національного банку України // Національний банк України. — К.: 2009. — № 1. — 177 с.
3. Бюлетень Національного банку України // Національний банк України. — К.: 2009. — № 6. — 176 с.
4. Версаль Н.І. Європейський ринок іпотечних цінних паперів: сучасний стан та перспективи розвитку в умовах глобалізації / Н.І. Версаль // Фінанси України. — 2008. — № 9. — С. 70 — 80.
5. Закон України "Про іпотечні облігації" № 3273-IV від 22.12.2005 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3273-15&p=1250499220349272>.
6. Мамчич Т.І. Статистичний аналіз даних з пакетом STATISTICA / Оленко А.Я., Осипчук М.М., Шпортьок В.Г. / Національний ун-т "Києво-Могилянська академія". — Дрогобич: Видавнича фірма "Відродження", 2006. — 208 с.
7. Примостка А.О. Фінансовий менеджмент у банку: підручник. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2004. — 468 с.

Стаття надійшла до редакції 11.03.2010 р.