



Андрей СУЧКОВ,
 начальник управления секьюритизации
 департамента инвестиционных продуктов —
 старший вице-президент Банка ВТБ (ПАО);
 руководитель управления
 секьюритизации, АО ВТБ Капитал

Сможет ли вторичный ипотечный рынок поддержать рост рынка первичного?

Когда в начале прошлого года мы оценивали перспективы секьюритизации, то исходили из того, что ее востребованность в качестве инструмента фондирования и перераспределения рисков будет расти по мере роста первичного ипотечного рынка. Участники рынка смотрели на будущее весьма оптимистично, но действительность даже превзошла ожидания. С начала года мы наблюдали настоящий бум жилищного ипотечного кредитования, а по итогам года были побиты все исторические рекорды.

НЕПРОСТАЯ ЗАДАЧА ПОДДЕРЖАНИЯ РОСТА

Выдача составила более 3013 млрд руб., что на 49% больше, чем годом ранее. Рост ипотечного портфеля в годовом выражении достиг 23.6%, его объем по системе впервые превысил 6 трлн руб., а отношение ипотечной задолженности к ВВП преодолело рубеж в 6%.

Рост кредитования происходил на фоне относительно стабильных цен на жилье и роста номинальных доходов населения, но главным фактором, конечно, было продолжающееся падение ставок по кредитам. Банки снижали ставки по предлагаемым кредитным продуктам в течение всего первого полугодия. Средневзвешенная ставка по выданным кредитам опустилась до 9.62%, что на 1.88 п.п. меньше, чем в первом полугодии 2017 года. При этом падение ставки по новой выдаче продолжалось с некоторыми колебаниями вплоть до октября, когда ставка опустилась до рекордного за весь срок наблюдения уровня — 9.41%.

Ралли по снижению ставки, продолжавшееся 3 года, действовало в сторону сжатия чистой процентной маржи. Это давало конкурентное преимущество банкам, у которых есть доступ к дешевому фондированию, то есть крупнейшим кредитным организациям. Это прежде всего банки с государственным участием (5 учреждений), доля которых в выдаче с начала года пре-

вышает 80%. Доля же 15 крупнейших кредиторов составляет почти 92%. Структура с таким индексом рыночной концентрации несет черты олигополии со всеми присущими ей ограничениями, в том числе по степени проникновения услуги в нишевые сегменты рынка. С учетом продолжения курса на оздоровление и консолидацию банковского сектора — а в течение года рынок покинули 77 кредитных организаций — уровень концентрации может увеличиться.

Если оставить в стороне эти структурные моменты, в целом динамика рынка была впечатляющей. Однако уже летом, несмотря на продолжающийся рост и сохранение оптимистических настроений, ситуация начала меняться. Смена ожиданий была артикулирована ЦБ в июне, когда регулятор, сохранив ключевую ставку, заявил о росте инфляционных рисков в связи с ростом НДС и цен на топливо, возможности превышения целевого уровня инфляции в 4% и вероятной задержке перехода к нейтральной денежно-кредитной политике.

Новые санкционные меры и давление на курс рубля серьезно усилили смену ожиданий. Дальнейшее снижение ставок по ипотеке стало выглядеть нереалистичным.

В конце августа стала меняться динамика стоимости вкладов населения, которые остаются основным источником фондирования ипотечных операций. Максимальная ставка по вкладам крупнейших российских банков выросла с 6.05% в начале июля до 6.56% в конце августа. А после заявления председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной в начале сентября о том, что оснований для снижения ставки не видно, но появились факторы в пользу ее повышения, крупные банки стали в массовом порядке поднимать ставки рублевых вкладов, и в начале этого года показатель максимальной ставки достиг 7.53%.

Рост неопределенности на финансовых рынках, падение рубля, увеличение доходности ОФЗ выше 9% и перспективы эскалации санкций убедили многих экспертов в изменении среднесрочного тренда.

Негативные изменения внешних условий и рост проинфляционных рисков заставили ЦБ перейти к повышению ключевой ставки, которая была увеличена на 25 б.п. сначала в сентябре, а потом в декабре 2018 года. По прогнозу Банка России,

годовая инфляция с 5.0–5.5% в 2019 году должна возвратиться на уровень 4% в 2020 году. Исходя из динамики инфляции и экономики, ЦБ будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ставки. И хотя в феврале 2019 года регулятор принял решение о сохранении ключевой ставки на уровне 7.75%, цикл роста ставок по ипотеке начался. Стартовал осеңью, он продолжился и в этом году, когда о своем решении увеличить ставки заявили крупнейшие кредиторы — Сбербанк и ВТБ, подняв ставки по своим базовым программам на уровень выше 10%. За лидерами потянулись и другие кредиторы. Хотелось бы верить, что этот рост не продлится слишком долго и впереди нас ожидает снижение, но при выработке текущей кредитной политики разумно исходить из консервативного сценария.

По мнению большинства экспертов, реальные доходы населения, которые за год уменьшились на 0.2% и продолжили сокращаться в начале текущего года, даже при благоприятных условиях будут стагнировать, увеличиваясь не более чем на 1–1.5% в ближайшие два года. Цены на жилье в связи с введением нового порядка финансирования стройки как минимум не будут падать, а по прогнозам рыночных участников, будут расти. Поэтому перед рынком жилищного ипотечного кредитования стоит непростая задача поддержания роста.

Для этого необходимо задействовать все механизмы поддержания ипотечного кредитования, и важную роль здесь может сыграть секьюритизация.

РЫНОК ИЦБ В 2018 ГОДУ

В прошлом году рынок ипотечной секьюритизации продолжил свой рост и показал неплохой, хотя и далеко не рекордный результат (см. Рисунок 1).

За год было закрыто семь сделок: две сделки классической секьюритизации — Металлинвестбанка и Банка Санкт-Петербург с рейтингом старшего транша AAA от АКРА — и пять сделок в рамках программы ДОМ.РФ. Общий объем сделок — 146.4 млрд руб. Транзакции с традиционной структурой изначально были ориентированы на рыночное размещение. Что же касается сделок под поручительство ДОМ.РФ в рамках программы «Фабрика

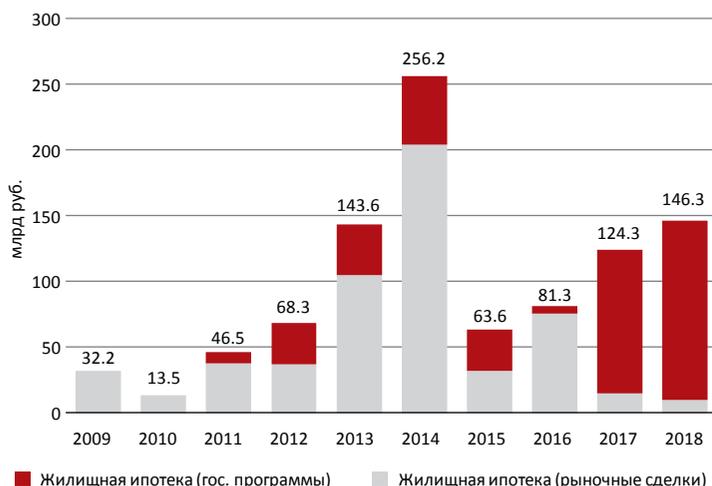


Рисунок 1
Динамика объемов сделок секьюритизации по жилищной ипотеке

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

ИЦБ», то здесь подход у банков мог различаться в зависимости от целей, которые они преследовали, секьюритизируя свой ипотечный портфель. Сбербанк, который в прошлом году осуществил свой второй крупный выпуск «фабричных» ИЦБ, как и в прошлый раз, полностью выкупил его на свой баланс. Учитывая пониженный коэффициент риска по бумагам с поручительством ДОМ.РФ, банк обеспечивает таким образом снижение нагрузки на капитал. Банк ВТБ, организовав свой «фабричный» выпуск, изначально структурировал его в расчете на размещение среди инвесторов, используя механизм секьюритизации для привлечения долгосрочного фондирования (см. Таблицу 1).

Секьюритизация дает целый набор возможностей для поддержки развития ипотечного бизнеса и эффективного управления рисками. Что касается вопроса фондирования, то с начала года банки в целом не испытывали проблем с ликвидностью. Скорее наоборот, мы наблюдали ее системный профицит. Более того, в условиях медленного роста корпоративного кредитования и нехватки качественных заемщиков ипотечное кредитование предоставило хорошую альтернативу для наращивания кредитного портфеля. Сегодня ситуация меняется. За последние полгода профицит ликвидности уменьшился на один триллион рублей и продолжает сокращаться. При этом финансовые ресурсы распределены по системе

крайне неравномерно. В то время как крупнейшие кредиторы — Сбербанк и ВТБ — не испытывали затруднений с фондированием новой выдачи, для многих средних и небольших банков это было и остается серьезной проблемой.

При определенных условиях секьюритизация обеспечивает разгрузку регулятивного капитала банка-кредитора. Такую возможность реально дает участие в программе «Фабрика ИЦБ», поскольку норматив достаточности капитала по ипотечным бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%. Но для средних и небольших банков, которые испытывают недостаток капитала, эта возможность затруднена из-за ограничений по НБ (риск на одного заемщика), если в соответствии с базовой схемой они откупают бумаги у ипотечного агента ДОМ.РФ себе на баланс для последующей продажи в рынок. При этом сам запуск проекта секьюритизации банком-оригинатором сопряжен со значительными затратами на IT и построение операционных процессов. Все это затрудняет распространение механизма секьюритизации за пределы первого эшелона банков.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПРОЦЕНТНОГО РИСКА

Говоря о процентном риске, следует отметить, что снижение ставок, которое продолжалось не один год, настраивало банки

оптимистично, однако разворот тренда существенно поменял ситуацию. Как долго продлится рост ставок — предсказать трудно, однако и среднесрочного роста, если этот рост будет существенным, может быть достаточно, чтобы сделать часть ипотечного портфеля банков убыточной и повысить ставки по вновь выдаваемым кредитам, сделав ипотеку менее доступной.

Вновь хочется напомнить о крахе ссудосберегательных ассоциаций США в 80-х и событиях начала 2015 года в России, когда скачок процентных ставок сделал убыточными ипотечные портфели даже крупнейших банков.

Секьюритизация дает возможность хеджировать процентный риск, но нельзя захеджировать событие, которое уже произошло. Это нужно делать вовремя, то есть заранее. А наступление подобных событий на длинном горизонте неизбежно. И причины могут быть самые разные: и внешние, и внутренние, и политические, и чисто финансово-экономические. Крайне сложно предугадать заранее, когда именно тренд развернется, поэтому секьюритизировать актив с высоким процентным риском, каким является ипотека, нужно на постоянной основе. Вопрос только в том, какая часть ипотечного портфеля должна фондироваться через выпуск и продажу ИЦБ. Это в значительной степени определяется структурой баланса — долей долгосрочных кредитов с фиксированной ставкой в банковских активах.

В целом по банковскому сектору доля ипотеки в кредитной задолженности некредитным организациям на конец 2018 года составила 12%. Однако у 15 ведущих ипотечных кредиторов, на которых в прошлом году приходилось более 90% всей выдачи, эта доля существенно выше — в среднем 16%. У семи банков из пятнадцати — свыше 25%, а это много. Портфели этих банков находятся под значительным процентным риском, и секьюритизация как инструмент хеджирования им, безусловно, показана.

ПОТЕНЦИАЛ ПРОГРАММЫ ДОМ.РФ

Государство немало делает для поддержания ипотечного рынка через различные программы льготного кредитования, но видится, что секьюритизация может играть здесь гораздо более значимую роль.

Речь прежде всего идет о программе ДОМ.РФ, потенциал которой сегодня еще полностью не раскрыт. В 2017 году в рамках программы «Фабрика ИЦБ» было закрыто 5 сделок на сумму 109 млрд руб., что было несомненным успехом, поскольку показало работоспособность этого механизма. В прошлом году были завершены также 5 «фабричных» сделок общим объемом 136.5 млрд руб. При этом львиная доля — свыше 120 млрд руб. — приходится на крупнейших кредиторов — ВТБ и Сбербанк. То есть говорить о том, что программа «Фабрика ИЦБ» стимулирует конкуренцию на рынке, обеспечивая равные условия

Таблица 1. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2018 году

#	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска	Дата размещения	Срок обращения, дата погашения	Объем размещения, тыс. руб.	Рейтинг старшего транша / Поручительство
1	Металлинвест-банк	ООО «Ипотечный агент Металлинвест-2»	Райффайзенбанк, ИФК «Солид»	21.05.2018	28.03.2046	2 354 187	AAA(ru.sf) — АКРА
2	КБ ДельтаКредит	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005Р	КБ ДельтаКредит, ДОМ.РФ	11.07.2018	28.04.2043	6 187 764	Поручительство ДОМ.РФ
3	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004Р	ДОМ.РФ	08.10.2018	28.09.2047	4 751 314	Поручительство ДОМ.РФ
4	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006Р	«ВТБ Капитал», ДОМ.РФ	26.11.2018	28.05.2048	74 263 788	Поручительство ДОМ.РФ
5	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007Р	ДОМ.РФ	21.12.2018	28.06.2048	46 088 517	Поручительство ДОМ.РФ
6	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	ДОМ.РФ	25.12.2018	28.12.2044	5 149 941	Поручительство ДОМ.РФ
7	Банк «Санкт-Петербург»	Ипотечный агент БСПБ 2	«ВТБ Капитал»	03.12.2018	10.12.2045	7 547 025	AAA(ru.sf) — АКРА

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

доступа различных участников к долгосрочному финансированию, пока рано.

ВТБ весьма заинтересован в расширении сотрудничества с ДОМ.РФ по программе «Фабрика ИЦБ», для нас это механизм привлечения долгосрочного фондирования, возможность снижения нагрузки на капитал и повышения его рентабельности, инструмент управления процентным риском.

В прошлом году мы закрыли крупнейшую в России секьюритизационную сделку на 74,3 млрд руб. При этом она была структурирована по аналогии с предыдущей сделкой, то есть со свопом для фиксации купонных выплат, но с плавающей амортизацией. На сегодня нам удалось продать в рынок около половины от объема эмиссии. Количество квалифицированных инвесторов, имеющих опыт работы с ИЦБ и способных адекватно оценивать специфические риски ипотечных бумаг, растет медленно. Премия за риск досрочного погашения и низкую ликвидность ипотечных бумаг ограничивает возможности уменьшения стоимости привлекаемого фондирования. В такой ситуации мы сочли целесообразным выводом на рынок инструмента с фиксированным графиком амортизации, то есть без риска досрочного погашения. Сделка предусматривает механизм передачи риска досрочного погашения оригинатору — Банку ВТБ. Инвестор же получает бумагу с точно определенным планом амортизации, которая в этом смысле практически не отличается от обычного корпоративного бонда. Предложение такого инструмента должно расширить круг инвесторов и снизить премию по ипотечным облигациям. Закрытие сделки объемом около 75 млрд рублей запланировано на первую половину текущего года.

В прошлом году ВТБ подписал новый меморандум о сотрудничестве с ДОМ.РФ, что позволит увеличить объем эмиссии ИЦБ по программе «Фабрики» еще на 500 млрд до 2021 года. Однако задача поддержания темпов ипотечного кредитования требует, на наш взгляд, дополнительных мер по стимулированию банков, не входящих в число лидеров отрасли, расширения группы банков — ипотечных кредиторов. Одним из путей активизации средних и небольших региональных банков могло бы быть создание механизма текущего фондирования

выдачи ипотечных кредитов. ДОМ.РФ мог бы рассмотреть вопрос об открытии кредитной линии на ипотечного агента, который бы выкупал у банков квалифицированные кредиты по установленной цене в течение определенного срока для целей последующей секьюритизации по достижении определенного объема.

Подобный подход позволил бы небольшим банкам решить проблему фондирования ипотечных операций, обеспечил бы внедрение стандартов предоставления и обслуживания ипотечных кредитов в соответствии с требованиями ДОМ.РФ и мог бы расширить круг квалифицированных кредиторов. Сделки в рамках подобной программы могли бы осуществляться и на мультиоригинаторной основе.

ИЗМЕНЕНИЕ ПОДХОДА К ПОРЯДКУ РАСЧЕТА КРЕДИТНОГО РИСКА

Задача формирования эффективного конкурентного рынка требует помимо «Фабрики ИЦБ» поддерживать механизмы и так называемой традиционной, многотраншевой секьюритизации, спрос на которую есть и со стороны кредиторов, и со стороны инвесторов.

Среди мер такой поддержки особую роль играет формирование адекватной и сбалансированной нормативной базы, которая бы не только учитывала и ограничивала риски, но и содействовала развитию рынка.

Сохранявшаяся долгое время нормативная неопределенность при одновременном введении отдельных промежуточных мер запретительного характера подавляла интерес к развитию бизнеса. Поэтому значительным событием для участников рынка стало вступление в силу в октябре 2018 года Положения Банка России от 4 июля 2018 года № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение».

Положение изменяет подход к порядку расчета кредитного риска для участников сделок секьюритизации — кредитных ор-

ганизаций, и во многом повторяет механизмы, закрепленные в Базеле III (Basel III Document Revisions to the securitization framework). Одновременно со вступлением в силу Положения прекращают свое действие нормы Инструкции 180-И, предусматривающие применение повышенного коэффициента риска, равного 1250%, в отношении облигаций младших траншей.

Порядок расчета кредитного риска (PCC) по Положению зависит от роли участника сделки, который может выступать инвестором, оригинатором и спонсором. Согласно наиболее общему стандартизированному подходу, кредитный риск рассчитывается по так называемой надзорной формуле и может составлять от 15% для вложений в старший транш, а по сделкам простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации — от 10%. Если используется резервный подход, например при отсутствии информации для оценки рискованной позиции и базовых активов или при отсутствии информации о дефолтах по базовым активам, кредитный риск приравнивается к 1250%.

В соответствии с принципом нейтральности по риску, заложенным в рекомендациях Базеля, для оригинатора и спонсора также доступен расчет кредитного риска по сделкам секьюритизации, исходя из риска базового актива (в части величины удерживаемых рискованных позиций или по всем базовым активам) с использованием коэффициентов риска из инструкции 180-И.

НОРМАТИВНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ НА ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ИЦБ

Положение было принято после его детального обсуждения регулятором с представителями банковского и экспортного сообщества. Значительная часть пожеланий участников рынка была учтена. Хотелось бы, чтобы такой же конструктивный подход продолжился и в отношении запросов профессионального сообщества, касающихся нормативных ограничений на инвестирование в ипотечные облигации.

Участники рынка уже неоднократно поднимали вопрос о необходимости внесения изменений в Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фон-

да...». Положение устанавливает лимит в 10% на инвестирование средств пенсионных накоплений в облигации, выплаты по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами, под который подпадают и ипотечные бумаги. В то же время данные ограничения не применяются к корпоративным облигациям, выплаты по которым привязаны к индикаторам денежного рынка или инфляции. Также разрешено приобретать облигации с правом эмитента погасить их досрочно (колл-опцион эмитента).

На наш взгляд, инвестирование в ИЦБ, несмотря на их более сложную структуру, несет не больше риска, чем инвестирование в бумаги с привязкой к инфляции, RUONIA или другим рыночным индикаторам. Это подтверждается и опытом развитых стран, где ипотечные облигации прочно занимают позиции второго по размеру и надежности класса активов.

Учитывая, что существующий лимит практически полностью используется НПФ прежде всего для инвестирования средств пенсионных накоплений в такие инструменты, как инфраструктурные облигации (концессии), облигации со структурным купоном и так далее, не оставляя места для ИЦБ, в качестве промежуточной меры можно было бы установить отдельный лимит на ИЦБ, что создаст дополнительные условия для расширения круга потенциальных инвесторов в облигации с ипотечным покрытием.

В конце года мы столкнулись с еще одной проблемой, которая в принципе ставит под вопрос возможность инвестирования средств пенсионных накоплений в ипотечные бумаги с российским рейтингом. В соответствии с Информацией Банка России от 15.06.2018 г. «Об установлении уровней рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих», минимальный уровень рейтинга для инвестирования средств пенсионных накоплений установлен на уровне BB+(RU) для рейтингов АКРА. Однако в соответствии с установками Базеля по инструментам структурированного финансирования

(в том числе ИЦБ) агентством устанавливается суффикс «.SF» (то есть не просто RU, а RU.SF). Мы надеялись, что расхождение чисто формальное, но оказалось, что это не так и для определения минимального уровня рейтинга по ипотечным бумагам для инвестирования пенсионных накоплений потребуется отдельное решение регулятора. Вопрос требует оперативного рассмотрения.

Серьезные нормативные ограничения действуют и в отношении банков как инвесторов. Положение 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» для отнесения ипотечных облигаций к категории «среднего уровня риска» требует наличия международного рейтинга не ниже ВВВ-/Ваа3 и устанавливает запретительный коэффициент риска в 1250% для ипотечных бумаг с рейтингом от российских агентств или с поручительством ДОМ. РФ, что практически не позволяет банкам держать эти бумаги в своем торговом портфеле и резко снижает инвестиционный аппе-

тит банков. То же относится и к Положению Банка России от 30 мая 2014 года № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)» в части включения облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации по российскому праву, в список высоколиквидных активов (ВЛА). По нашему мнению, которое разделяют участники рынка, следует изменить критерий категоризации ипотечных ценных бумаг с рейтингов международных рейтинговых агентств на рейтинги национальных рейтинговых агентств, присвоенных выпуску, эмитенту или поручителю.

Вторичный ипотечный рынок способен оказать реальную поддержку роста рынка первичного, но для этого он должен стать действительно эффективным механизмом привлечения долгосрочного финансирования от инвесторов, поэтому снятие нормативных ограничений на вложения в ипотечные ценные бумаги и формирование благоприятной инвестиционной среды видится сегодня первоочередной задачей.