



Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор по рейтингам
структурированного финансирования,
АО «Эксперт РА»

Павел КАШИЦЫН,
младший директор по рейтингам
структурированного
финансирования,
АО «Эксперт РА»



Почему нужно было секьюритизировать ипотеку вчера?

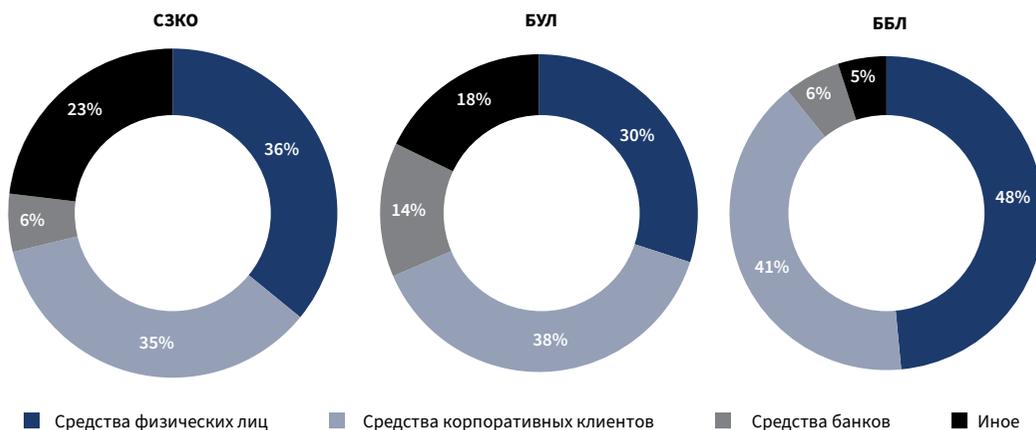
Сегодня банки с большой долей ипотеки в активах оказались в ситуации «процентных ножниц»: долгосрочные активы на фоне роста стоимости фондирования становятся убыточными. С июня 2020 года по сентябрь 2021 года банки выдали рекордный объем несубсидируемой ипотеки в объеме 4.1 трлн рублей по ставкам меньше 8.5% годовых, что ниже значений ключевой ставки на конец 2021 года. Несмотря на то что управление процентным риском по ранее выданным низкодходным ипотечным портфелям уже выглядит запоздалым, ожидаемый дальнейший рост ставок на краткосрочном горизонте сохраняет актуальность задачи.

Секьюритизация является одним из наиболее эффективных способов управления активами и пассивами, позволяя зафиксировать маржинальность портфеля и синхронизировать график его погашения с целевым источником фонди-

рования, а также осуществить продажу портфеля без потери клиентской базы. Особое преимущество многотраншевой секьюритизации в текущих условиях заключается в возможности рефинансировать активы со ставкой ниже актуальных рыночных уровней, управляя размером младшего транша. Что не так с ипотекой?

Последние годы на рынке происходит настоящий ипотечный бум. И хотя во многом он возник благодаря льготной субсидируемой государством ипотеке, большая часть ипотечных активов на балансах банков выдана по рыночным программам с фиксированной ставкой. В 2020 году Банк России понизил ключевую ставку до исторически минимального значения 4.25% в ответ на коронакризис, что дало возможность банкам в свою очередь снизить ипотечные ставки до рекордно низкого уровня. В 2021 году произошел разворот тренда по ставкам: с 4.25% в марте 2021 года ключевая ставка выросла до 8.5% к концу 2021 года. Чув-

Рисунок 1. Около 70–90% в структуре обязательств банков приходится на счета и депозиты частных и корпоративных клиентов¹



Источник: «Эксперт РА», по данным Ассоциации банков России

ствительность смены курса усилена тем, что ей предшествовал двухлетний период непрерывного уменьшения стоимости кредитных средств: предыдущий пик был в июне 2021 года на уровне ключевой ставки в 7.75%. На дату подготовки статьи (февраль 2022 года) ключевая ставка выросла до 9.5%. При этом текущие уровни ставок не предел, и есть основания ожидать дальнейшего повышения стоимости заимствования в течение 2022 года.

Эффект от повышения ключевой ставки транслируется в стоимость пассивов банков с определенным временным лагом. Основными источниками фондирования банков примерно в равной пропорции являются средства на счетах и депозиты корпоративных клиентов и населения, суммарно занимающие 70–90% всех обязательств (Рисунок 1). Доля краткосрочных средств превалирует: на 01.10.2021 их доля в средствах физических лиц составила 66%, а в средствах корпоративных клиентов еще выше — 69% (Рисунок 2). При этом у вкладчиков — физических лиц есть возможность досрочно снять средства с любых вкладов и переложить их на депозиты с более высокой ставкой (в некоторых случаях с потерей начисленных процентов).

По итогам 2021 года банки отчитались о рекордных прибылях и росте кредитных портфелей на фоне незначительно

снизившейся за 2021 год процентной маржи (с 4.5% до 4.2%). Тем не менее есть основания полагать, что сокращение ЧПМ в 2022 году продолжится из-за опережающего роста стоимости фондирования, в первую очередь по вкладам физических лиц, на которой в полной мере реализуется отложенный эффект повышения ключевой ставки. Основными источниками убытков станут долгосрочные активы, в первую очередь ипотечные портфели, выданные по рыночным программам в 2020–2021 годах. С июня 2020 года по сентябрь 2021 года, в период наиболее низких ставок, банки выдали рекордный объем рыночной (не субсидируемой) ипотеки в объеме 4.1 трлн рублей. При этом средние ставки находились на уровне ниже текущих значений ключевой ставки Банка России. Средние ставки выдачи ипотеки по рыночным программам составляли около 8.1% для первичной ипотеки и программ рефинансирования и 8.3% для вторичного рынка (Рисунок 3). Ипотека при этом стала еще более долгосрочной: контрактный средневзвешенный срок ипотечных портфе-

¹ СЗКО — системно значимые кредитные организации, БУЛ — банки с универсальной лицензией за исключением СЗКО, ББЛ — банки с базовой лицензией.

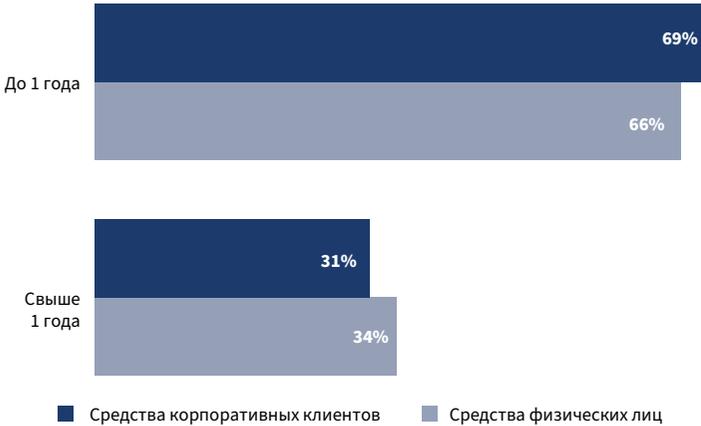


Рисунок 2
Краткосрочные пассивы преобладают в структуре привлечения банков
Источник: «Эксперт РА», по данным Ассоциации банков России

лей вырос на 3 года с 17.9 лет на начало 2020 года до 20.9 на 01.11.2021, в то же время снизились темпы досрочного погашения на фоне роста ставок и снижения реальных доходов населения. Тем не менее около 20% текущего портфеля крупнейших банков (Рисунок 4) приходится на ипотеку по льготным программам, по которой для банков отсутствует процентный риск за счет наличия государственной субсидии, компенсирующей пониженную ставку с учетом фактических значений ключевой ставки. С учетом этого агентство оценивает, что объем низкомаржинальных (со ставками менее 8.5%) ипотечных кредитов на балансах банков,

наиболее чувствительных к повышению процентных ставок, составляет не менее 3.5 трлн рублей.

По состоянию на январь 2022 года средние процентные ставки по новым вкладам (без учета затрат на отчисления в АСВ и Фонд обязательных резервов, которые добавляют в среднем 0.7% к эффективной ставке привлечения) составили 7.7% годовых. Банки с большой долей ипотеки в активах оказались в ситуации «процентных ножниц», когда спред между ставкой по банковским активам и ставкой привлечения сокращается и портфели, выданные в период действия низких ставок, становятся убыточными.

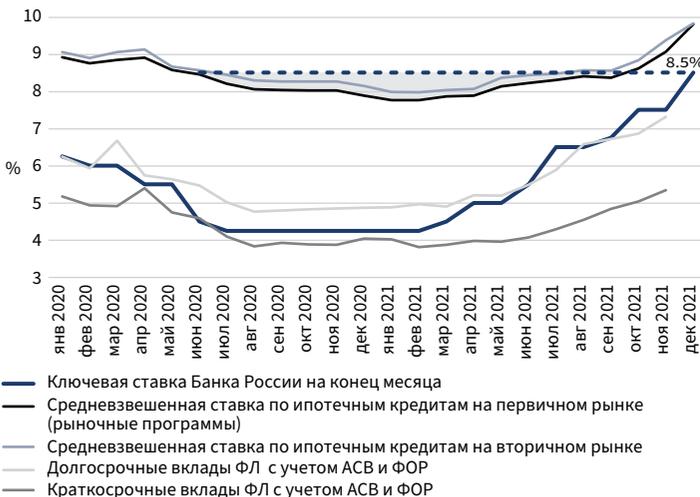


Рисунок 3
Текущая ключевая ставка выше значений ставок по рыночным программам ипотеки, выданной в период с июня 2020 года по сентябрь 2021 года
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России и Frank RG

В новейшей истории кредитования России, помимо текущего периода роста ставок, мы несколько раз могли наблюдать реализацию процентного риска при резком росте ставок привлечения — в 2008–2011 годах и в 2014–2015 годах. Если вспомнить кризис 1998 года и менее масштабный «кризис доверия» 2004 года, можно сделать выводы об определенной регулярности возникновения периодов резкого роста и снижения процентных ставок в текущих макроэкономических условиях. «Процентные ножницы» возникают и в случае, если в пассивах банков преобладают дорогие длинные пассивы при снижающихся процентных ставках по активам, именно поэтому выравнивание активов и пассивов по длине является ключевой задачей для управления маржинальностью ипотечных портфелей.

Управление процентным риском по ранее выданным низкодоходным ипотечным портфелям в текущей ситуации уже выглядит запоздалым, тем не менее ожидаемый дальнейший рост ставок на краткосрочном горизонте сохраняет актуальность задачи. Несмотря на долгосрочные прогнозы по снижению процентных ставок, банкам целесообразно рассмотреть вариант фиксации процентного риска по новым ипотечным портфелям — ожидаемое уменьшение стоимости депозитов может не оказать достаточного положительного эффекта на маржинальность портфеля на фоне параллельного роста досрочных погашений и рефинансирования ипотеки.

КАК ИЗБЕЖАТЬ «ПРОЦЕНТНЫХ НОЖНИЦ»?

Для кредитных организаций существует несколько способов снизить процентные риски, возникающие из-за разницы стоимости и срочности активов и пассивов, в том числе:

- кредитование по плавающей ставке;
- привлечение фондирования под долгосрочные активы с сопоставимой срочностью;

Рисунок 4. Рыночные программы занимают около 80% в структуре ипотечного портфеля 20 крупнейших банков на 1 января 2022 года



Источник: «Эксперт РА», по данным Frank RG и ДОМ.РФ

- процентные свопы;
- продажа долгосрочных активов;
- секьюритизация.

Далеко не все они используются в ипотечном кредитовании, однако их разумная комбинация может стабилизировать процентную маржу ипотечных портфелей. Далее рассмотрим основные особенности приведенных выше способов снижения зависимости от процентного риска.

КРЕДИТОВАНИЕ ПО ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКЕ

Помимо того, что кредитование по плавающим ставкам дает возможность кредитору полностью или частично переложить процентные риски на должников, оно также снижает уровень досрочных погашений, делая фактические платежные графики в большей степени соответствующими плановым.

Тем не менее, несмотря на положительные стороны такого кредитования для банков, основной негативный фактор — это возможный рост кредитного риска ввиду увеличения платежной нагрузки на заемщика. В ряде стран, таких как Индия, Япония, Франция, Бельгия,

этот риск снижают тем, что при изменении плавающей ставки корректируется не ежемесячный платеж, а срок кредитования. Если же по кредиту предусмотрена возможность изменения ежемесячного платежа, то в некоторых случаях ставка, а вместе с ней и ежемесячный платеж фиксируются на первоначальном этапе кредитования (до 2 лет), а затем становятся плавающими в зависимости от рыночного индикатора. Такой подход позволяет снизить процентный риск для кредитора и уменьшить потенциальную возможность роста кредитного риска, поскольку значительная часть основного долга по кредиту погашается на первоначальном этапе.

В России кредитование по плавающей ставке преобладает в сегменте юридических лиц (доля рублевых кредитов нефинансовым организациям по плавающим ставкам составляет 34%) и фактически не применяется в ипотечном кредитовании (менее 0.1% в общем объеме ипотечных жилищных кредитов)¹. При этом для банков аналогом плавающей ставки выступают субсидируемые государством льготные программы кредитования (в общем ипотечном портфеле около 20% на конец 2021 года), в которых «плавающую» часть процентов субсидирует государство. Совокупная процентная ставка по государственному льготным программам обычно формируется по формуле: ключевая ставка Банка России + фиксированный процентный спред. При этом заемщик выплачивает кредитору фиксированную процентную ставку, а остаток кредитор получает от государства через программы субсидий.

Банк России с настороженностью относится к перспективам кредитования физических лиц по плавающим ставкам, ссылаясь на опыт валютной ипотеки и опасаясь перехода процентного риска в кредитный. Банк России в марте

2021 года выпустил Доклад для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании»², в котором отразил возможные варианты подходов к регулированию ипотечных кредитов с плавающими ставками. Все предложенные меры касаются ограничения объемов такого кредитования или его строгого регламентирования:

- 1) полный запрет кредитования физических лиц по плавающим ставкам;
- 2) введение законодательных ограничений на величину изменения параметров кредита (платеж и срок) по кредитам с плавающей ставкой;
- 3) наделение Совета директоров Банка России полномочиями вводить количественные ограничения кредитования по плавающим ставкам;
- 4) ограничение круга заемщиков, которые смогут получать кредиты по плавающим ставкам;
- 5) введение дополнительных макропруденциальных надбавок для кредитов с плавающей ставкой;
- 6) изменение порядка расчета показателя долговой нагрузки (ПДН) для кредитов с плавающими ставками.

Имея такой настрой регулятора и осознавая наличие повышенных кредитных рисков, банки пока не стремятся наращивать портфели кредитов физическим лицам по плавающим ставкам на рыночных условиях, увеличивая вместо этого выдачу ипотечных кредитов по государственным программам с субсидируемой ставкой.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФОНДИРОВАНИЯ СОПОСТАВИМОЙ СРОЧНОСТИ ПОД ДОЛГОСРОЧНЫЕ АКТИВЫ

Доступ к долгосрочному фондированию по приемлемой стоимости имеют только банки с высоким кредитным рейтингом, поэтому такой вариант доступен ограниченному числу участников рынка. Средний срок облигаций банков до погашения по объему в обращении составляет 3.4 года, при этом на долю банков

¹ Доклад Банка России для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании», https://cbr.ru/Content/Document/File/118795/Consultation_Paper_03032021.pdf

² Там же

с государственным участием приходится более 75%¹.

Кроме того, долгосрочные пассивы по срочности погашения не синхронизированы с длинными активами, по которым заемщики имеют возможность осуществлять досрочные погашения. Таким образом, даже для банков с высокими кредитными рейтингами привлечение долгосрочного фондирования не снимает полностью процентные риски и требует постоянного активного управления пассивами для их синхронизации с долгосрочными активами как по стоимости, так и по срочности погашения.

Одним из вариантов привлечения такого фондирования могут быть балансовые ипотечные облигации, выпуск которых обеспечен законодательно выделенным из конкурсной массы залогом ипотечного покрытия. Пик популярности таких бумаг пришелся на период до 2015 года. По данным ДОМ.РФ², по состоянию на 1 декабря 2021 года в обращении находятся 20 млрд рублей балансовых ипотечных ценных бумаг (3% от общего объема ипотечных ценных бумаг в обращении).

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

Процентный своп является одним из возможных производных финансовых инструментов, позволяющих снизить процентные риски. В основном процентные свопы заключаются СЗКО с нерезидентами, НФО или дочерними иностранными банками. Основной целью является перевернуть ставки по обязательствам из плавающей в долгосрочную фиксированную, что обусловлено большой долей краткосрочных пассивов и долгосрочных активов в срочной структуре балансов банков.

По данным Банка России³, в апреле 2021 года объем сделок по номиналу контракта по рублевым свопам превысил 7 трлн рублей. При этом в 2019 году объем таких сделок составлял лишь 2.1 трлн рублей, максимально увеличившись в 2020 году — с 3.3 до 6 трлн рублей. Банк России не приводит детализацию этого рынка по срокам заключения контрактов, однако с учетом сильной турбулентности процентных ставок можно сделать вывод о том, что их условия не всегда являются выгодными для плательщиков фиксированной «ноги», что во многом сдерживает дальнейшее развитие этого рынка.

¹ По данным www.cbonds.ru на 01.02.2022.

² Аналитический отчет ДОМ.РФ, «Обзор рынка ипотечных облигаций в ноябре 2021 года», <https://xn--90an6b.xn--d1aqf.xn--p1aj/upload/iblock/c13/2yr78fpmhdwscop1ejcvadg8ybprweymn8.pdf>

³ Информационно-аналитический материал Банка России, «Рынок производных финансовых инструментов: тенденции и риски», https://cbr.ru/Content/Document/File/126537/instruments_market_20210929.pdf

Рисунок 5
Циклы периодов роста и снижения ставок в 2001–2021 годах
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России



ПРОДАЖА ДОЛГОСРОЧНЫХ АКТИВОВ

Продажа долгосрочных кредитов, при которой займы переуступаются через короткий период времени после их выдачи, является одной из возможных бизнес-моделей с целью фиксации прибыли и ухода от процентных рисков. Несмотря на очевидные выгоды такой стратегии, у нее есть ряд минусов. Основной проблемой является поиск инвесторов, которые готовы предложить за пул долгосрочных кредитов рыночную справедливую цену. Поскольку условия кредитного договора в отличие от облигации не являются стандартизированными, круг инвесторов существенно уже. При этом чаще всего переуступаются кредиты со ставками выше среднерыночных, которые формируют прибыль при продаже, поскольку реализовывать активы с дисконтом, фиксируя убытки и ухудшая финансовые показатели, для продавца обычно нецелесообразно. Кроме того, при продаже кредита первичный кредитор теряет лояльность заемщика, а значит, возможность заработать на кросс-продажах других банковских продуктов, что также снижает итоговую прибыль.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Секьюритизация долгосрочных активов в отличие от их продажи предоставляет доступ к широкому кругу

инвесторов, в том числе не только институциональных, но и розничных. Меры кредитного усиления, используемые в сделках, дают возможность снижать эффективную стоимость фондирования и секьюритизировать более широкий класс активов, к которым помимо классических целевых ипотечных кредитов относятся и долгосрочные потребительские кредиты под залог недвижимости.

Секьюритизация позволяет банку-оригинатору разгрузить капитал в размере старших облигаций. Для достижения эффекта разгрузки капитала должны выполняться требования Приложения 1 Положения 647-П¹ Банка России, ограничивающие влияние originатора на портфель после его продажи в части, например, максимального размера субординированного кредита, выдаваемого эмитенту для оплаты покупки части портфеля (не более 35%), лимита

¹ Положение Банка России от 4 июля 2018 г. 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».

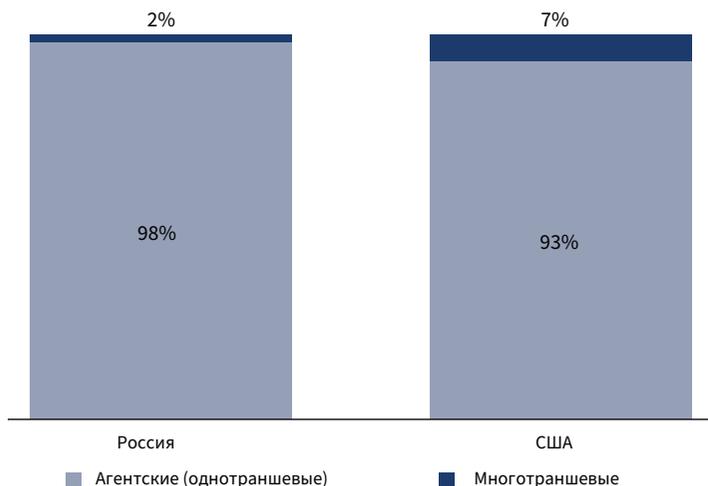


Рисунок 6
Распределение агентских и однотраншевых ипотечных облигаций, выпущенных в 2021 году
Источник: «Эксперт РА», по данным ДОМ.РФ, Sifma

на колл-опцион эмитента (не выше 10% от номинала облигаций), отсутствия обязательств предоставления финансовой помощи эмитенту и обратному выкупу проблемных кредитов. Однотраншевые выпуски ипотечных ценных бумаг с поручительством АО «ДОМ.РФ» имеют также льготный риск-вес 20% в случае, если не входят в торговый портфель банка. Кроме того, секьюритизация, в зависимости от выбранной структуры, дает возможность банкам как фиксировать прибыль в момент уступки актива, так и получать плавающий доход (процентную маржу по кредитам) на горизонте его жизни.

Недостатком секьюритизации по сравнению с продажей долгосрочных активов является необходимость несения затрат на инфраструктуру, связанную с выпуском облигаций, обеспеченных пулом секьюритизируемых активов. Тем не менее при достаточном объеме выпуска эти расходы компенсируются за счет более низкой стоимости фондирования. Также экономию можно достичь через объединение портфелей нескольких банков и осуществление мультиоригинаторной сделки.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫМ РИСКОМ

Развитие российского рынка ипотечной секьюритизации идет по пути североамериканской модели, при которой большую часть рынка занимают однотраншевые ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) с поручительством государственной корпорации в лице АО «ДОМ.РФ», при этом определенную долю рынка занимают многотраншевые выпуски ИЦБ (Рисунок 6).

Секьюритизация в целом дает возможность участникам рынка с невысоким кредитным рейтингом привлечь фондирование по стоимости, сопоставимой с крупнейшими надежными эмитентами с G-спредами к ОФЗ на уровне 1–2 п. п. Высокая надежность таких выпусков обеспечивается за счет дополнительного кредитного усиления в виде перепокрывания выпуска базовыми акти-

вами или поручительства государственной корпорации.

Однотраншевые ИЦБ на данный момент обладают большей ликвидностью по сравнению с многотраншевыми выпусками. Это связано как с регулятивными преференциями, наличием якорного инвестора в лице АО «ДОМ.РФ», так и с их большей стандартизацией, что облегчает инвесторам оценку их стоимости. Однотраншевые выпуски могут осуществляться и в случае, когда средневзвешенная ставка в портфеле базовых активов ниже рыночного купона. В этом случае оригинатор может фактически заменить на своем балансе закладные на ипотечные ценные бумаги с купоном ниже рыночного, повысив тем самым ликвидность активов и разгрузив капитал, однако процентные риски такая «переупаковка» не снижает.

Также в случае секьюритизации ипотеки, выданной по государственным субсидируемым программам, возможен выпуск ипотечных ценных бумаг с переменной ставкой купона, привязанной к ключевой ставке Банка России. Такие условия купона позволяют повысить привлекательность выпусков для инвесторов, снимая с них процентные риски. Примером подобного дебютного размещения стал выпуск облигаций БО-001Р-13 «ДОМ.РФ ИА» с плавающим купоном: ключевая ставка + 0.65% годовых.

В то же время многотраншевые ИЦБ обладают большей гибкостью. Такие выпуски дают возможность банкам секьюритизировать более широкий класс активов, например нецелевые кредиты под залог недвижимости, увеличивать дюрацию или фиксировать график погашения, проводя револьверные сделки. Кроме того, при однотраншевой секьюритизации пул активов должен обеспечивать выплату купона, поэтому средневзвешенная ставка активов за вычетом инфраструктурных расходов не должна быть ниже ставки купона по ИЦБ. В случае реализации «процентных ножниц», когда ставки на рынке выше, чем средние в ипотечных портфелях оригинаторов, купон по однотраншевым ИЦБ будет ниже рыночного, что приведет к размещению бумаг с дисконтом.

Исходные данные для расчета	
CDR, % годовых от портфеля	0.8%
Расходы, % годовых от портфеля	0.3%
Размер портфеля, млн рублей	10 000

Процентные поступления по портфелю активов

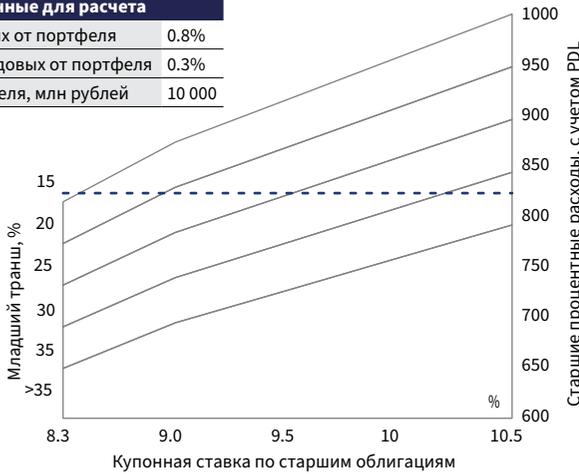


Рисунок 7
Зависимость старших расходов от размера младшего транша
Источник:
Расчеты «Эксперт РА»

Этот дисконт повлечет одновременную фиксацию убытков оригинатором при уступке портфеля базовых активов. Одновременно с этим многотраншевые выпуски благодаря наличию перепокрывания за счет младшего долга дают возможность разместить облигации по номиналу. На Рисунке 7 приведен пример расчета минимального размера младшего транша при различных уровнях купонной ставки старших облигаций для портфеля ипотечных активов со средневзвешенной ставкой в размере 8.3% годовых. Например, для ставки купона 9.5% годовых размер младшего

транша должен составлять не менее 25% от портфеля. Таким образом реализуется возможность рефинансирования ипотечного портфеля со ставками ниже текущего рынка.

Секьюритизация будет иметь наибольшую эффективность в случае, если она проводится на постоянной основе и с небольшим временным лагом после выдачи ипотечных займов, чтобы не допускать разрыв между ставками по ипотеке и ставками на облигационном рынке. В этом случае процентные риски первичного оригинатора будут сведены к минимуму.