# Секьюритизация ипотеки

**Андрей СУЧКОВ,**
начальник управления секьюритизации — старший вице-президент, Банк ВТБ (ПАО)

# Российский рынок ИЦБ: развитие в условиях стресса

**Рынок ипотечных ценных бумаг — вторичный ипотечный рынок — развивается вслед за первичным, отражая его динамику и потребности. Эта взаимосвязь достаточно отчетливо видна в периоды относительно стабильного экономического развития. В периоды повышенной неустойчивости и волатильности она нарушается, а движение может быть и разнонаправленным. Столкнувшись с серьезным шоком, российские банки весь год работали в условиях высокой неопределенности, что напрямую отражалось и на рынке ипотечного кредитования, но при этом росла и их способность адаптироваться к новым условиям работы.**

На протяжении года мы видели резкую смену темпов, ставок и развороты трендов, что делало практически невозможными обоснованные прогнозы, которые также круто менялись (Рисунок 1).

После повышения ключевой ставки до 20% в конце февраля 2022 года в марте мы наблюдали заметный рост кредитования: люди спешили взять уже одобренные кредиты и опасались изменения условий по программам субсидируемой ипотеки. При этом цены на жилье — традиционный защитный актив в периоды турбулентности — пошли вверх, а ставки по рыночной ипотеке стали просто запретительными, превысив 20% годовых. В результате в апреле-мае на рынке произошло падение. Снижение выдачи во втором квартале превысило 70% к аналогичному периоду предыдущего года. Уже с апреля Банк России начал последовательно снижать ставку, снизилась и ставка по льготной ипотеке. В результате с лета мы наблюдали постепенное уменьшение кредитных ставок и возобновление роста выдачи, который продолжился вплоть до осени. В августе и сентябре выдача уже превышала по объему показатели предыдуще-

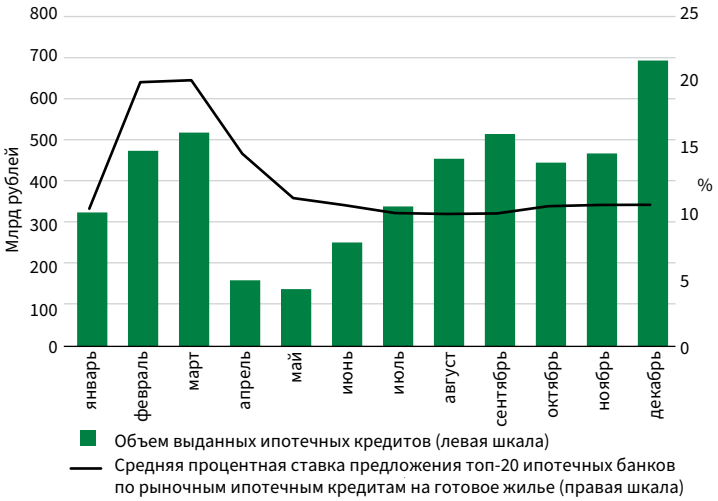



**Рисунок 1**
**Выдача ипотечных кредитов и средняя процентная ставка предложения топ-20 ипотечных банков по рыночным ипотечным кредитам на готовое жилье в 2022 году**

**Источники:**
Банк России, АО «ДОМ.РФ»

го года. При этом росла доля займов с LTV свыше 80% при одновременном снижении требований к заемщикам по вновь выдаваемым кредитам. К концу сентября основные кредиторы заметно повысили ставки на вторичное жилье, что объяснялось повышением стоимости фондирования и увеличением рисков, и это привело к снижению выдачи. Однако в конце года очередной рост опасений по поводу будущего программы господдержки выразился в ажиотажном спросе, в результате декабрь показал абсолютно рекордную выдачу, которая за год составила 4.8 трлн рублей, а ипотечный портфель превысил 50% от всех кредитов физлицам. Для кризисного года результат очень неплохой.

Драйвером восстановления рынка были государственные программы льготной ипотеки, их доля в общем объеме выдачи за год выросла до 46.50% с 27.7% в 2021 году. Снижение ставок на новостройки шло как благодаря уменьшению ставки по льготной ипотеке, так и за счет роста объемов ипотеки с субсидией от застройщика. Это стимулировало новую волну дискуссий относительно риска пузыря на рынке и целесообразности продолжения программ субсидий. В результате были разработаны меры в отношении субсидирования застройщиками, а программа государственных субсидий была продлена до июля 2024 года на скорректированных условиях.

Но ценовой пузырь на рынке жилья уже успел надуться за два года пандемии. И со второй половины года цены стали постепенно снижаться — сначала на вторичном, а затем и на первичном рынке.

Во втором квартале прошлого года наши ипотечные кредиторы в очередной раз пережили скачок процентного риска, когда стоимость фондирования резко выросла, а доходность долгосрочного ипотечного портфеля осталась на прежнем низком уровне. Подобные ситуации при длинном кредитовании по фиксированной ставке возникали не один раз, и они абсолютно неизбежны, причем безотносительно геополитической ситуации.

Мы не располагаем агрегированной оценкой риска по прошлому году, можно лишь предположить, какой финансовый результат показывал портфель со ставкой 8%, когда стоимость депозитов доходила до 24%. Субсидированная ипотека, где процентный риск берет на себя бюджет, несколько подсластила пилюлю, но не сильно, так как большая часть портфеля — это вторичное жилье.

Сегодня, когда мы наблюдаем преобладание проинфляционных факторов, что может потребовать ужесточения денежной политики, увеличивается и опасность процентного риска, и масштабов вероятных потерь.

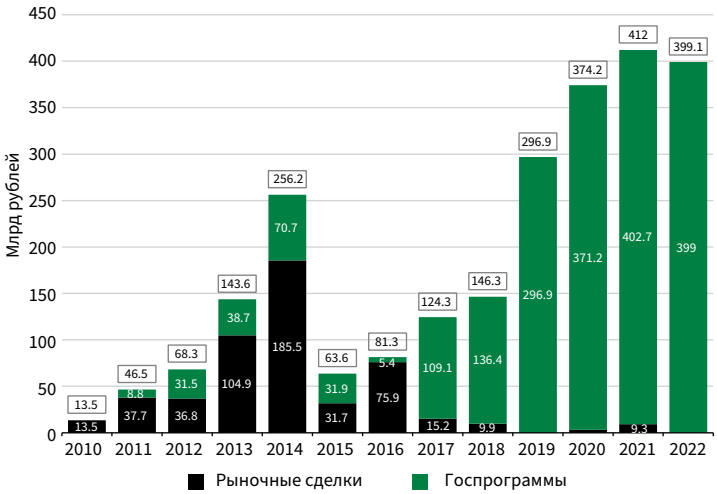



**Рисунок 2**
Объем секьюритизации в России

**Источники:**
Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)

Использовать секьюритизацию для управления этим риском, когда он уже реализовался, нельзя, поскольку бумаги необходимо продать инвестору с приемлемой для вас доходностью. Поэтому выпуск ипотечных ценных бумаг должен быть постоянно действующей интегральной частью национального ипотечного рынка с долей до четверти от общего портфеля, тогда его эффективность как механизма защиты будет ощутима.

В прошедшем году доля ипотечных бумаг в суммарном портфеле составила лишь 7 %, хотя выпуск ипотечных ценных бумаг показал хороший результат: он был почти на уровне рекордного 2021 года и достиг 399 млрд рублей (Рисунок 2). Для нас это было большей неожиданно-

**Таблица 1.** Эмиссия ипотечных облигаций в 2022 году

**Источники:** АО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru

| № | Оригинатор | Эмитент | Организаторы | Начало размещения | Объем эмиссии, млн руб. |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Банк ВТБ | Ипотечный агент ВТБ-Ипотека | Банк ВТБ | 09.03.22 | 100 |
| 2 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 03.06.22 | 6184 |
| 3 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 01.07.22 | 6704 |
| 4 | Сбербанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Sber CIB | 12.08.22 | 155 407 |
| 5 | Совкомбанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 22.09.22 | 2317 |
| 6 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 29.09.22 | 6639 |
| 7 | Металлинвестбанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 18.10.22 | 5039 |
| 8 | Абсолют Банк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 28.10.22 | 10 035 |
| 9 | НФИ | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 23.11.22 | 5528 |
| 10 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 30.11.22 | 5478 |
| 11 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 12.12.22 | 20 597 |
| 12 | Банк ВТБ | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк ВТБ | 22.12.22 | 54 790 |
| 13 | Совкомбанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 22.12.22 | 4465 |
| 14 | Сбербанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Sber CIB | 23.12.22 | 60 843 |
| 15 | Банк «ДОМ.РФ» | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Банк «ДОМ.РФ» | 23.12.22 | 6129 |
| 16 | Газпромбанк | ДОМ.РФ Ипотечный агент | Газпромбанк | 26.12.22 | 48 884 |
| **Всего:** | | | | | **399 139** |

стью, чем результат первичного рынка. В апреле на фоне провала выдачи мы вообще сомневались в целесообразности реализации новых сделок, но по мере адаптации к новым условиям в банке ВТБ приняли решение, что бизнес необходимо продолжать.

Всего за год в стране было закрыто 16 сделок, из которых 15 по программе ДОМ.РФ, а их доля в общем объеме эмиссии превысила 99 % (Таблица 1).

Шесть выпусков, на которые пришлось 70 % общего объема эмиссии ИЦБ, были в разной степени обеспечены электронными закладными. Лидирует тут Сбер, для которого прошлый год стал рекордным и который уже перешел на электронную закладную полностью. Две сделки с электронными закладными сделал Совкомбанк. Выпуск ВТБ объемом в 54 млрд рублей обеспечен электронными закладными на 20 %, при этом мы уже полностью отказались от бумажной и переключились на электронную форму.

Среди причин, почему многие банки не спешат заниматься секьюритизацией, часто называют высокие временные и трудовые затраты. Переход на электронную закладную, безусловно, повышает эффективность организации сделок, хотя и сам требует определенных инвестиций, но этот переход неизбежен и произойдет в самом скором будущем.

Следующим логичным шагом мог бы стать перевод на «цифру» не только первичного, но и вторичного ипотечного рынка, заключение договора купли-продажи в виде смарт-контракта и выпуск ипотечных облигаций в форме ЦФА. Для этого целесообразно внести соответствующие изменения в Федеральный закон от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» и в Федеральный закон от 31 июля 2020 года №259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте…» в части закрепления возможности выпуска ИЦБ в форме цифровых финансовых активов и секьюритизации ЦФА. Для практической реализации подобных сделок можно в том числе использовать Платформу ЦФА Мастерчейн, которая разрабатывается Ассоциацией «Финтех».

Пять выпусков прошлого года, включая сделки Банка «ДОМ.РФ» и ВТБ, были обеспечены льготными кредитами, выданными по различным социальным программам, это составило 22 % от общего объема эмиссии. Соответственно, купон по этим бумагам плавающий и привязан к ставке ЦБ.

Выпуск ВТБ стал для банка восьмым в рамках программы ДОМ.РФ и был обеспечен ипотечными кредитами, выданными по государственной программе «Семейная ипотека». Плавающий купон, привязанный к ключевой ставке ЦБ, был равен КС + 1.7 %. По нашему мнению, в текущих условиях ожидаемого роста ключевой ставки в среднесрочном периоде ипотечные облигации с плавающим купоном будут интересны инвесторам, включая розничных, как инструмент с привлекательной доходностью при пониженном процентном и кредитном рисках.

Наконец, в прошлом году два выпуска Банка «ДОМ.РФ» получили статус ESG и были включены в сектор устойчивого развития Московской биржи. Это социальные ипотечные облигации и «зеленые» облигации, обеспеченные кредитами на покупку квартир в энергоэффективных домах — первая в России «зеленая секьюритизация», отвечающая принципам Международной ассоциации рынков капитала, требованиям Банка России и критериям Правительства РФ.

Таким образом, несмотря на сложные условия, рынок ипотечных бумаг живет и остается основным сегментом индустрии секьюритизации, хотя его емкость и уровень развития устроить нас не могут.

Мы часто сравниваем наш рынок ИЦБ с американским рынком MBS, хотя это и не всегда корректно в силу несопоставимости масштабов и уровня развития. На начало прошлого года в США обращалось ипотечных бумаг на $12 трлн, что составляло более 50 % ВВП. Это второй после казначейских бондов сегмент рынка по объему. Бумаги преимущественно (около 90 %) агентские, надежные и высоколиквидные, поэтому активно используются ФРС как инструмент ДКП. Наш рынок — это тоже рынок агентских «квазигосударственных» бумаг. Он рос последние годы достаточно динамично,

| № | Оригинатор | Количество выпусков ИЦБ, шт. | Объем эмиссии, млн рублей | Доля, % |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Банк ВТБ (ПАО) | 8 | 841 546 | 49.00 |
| 2 | ПАО «Сбербанк» | 8 | 452 481 | 26.34 |
| 3 | Банк ГПБ (АО) | 4 | 153 509 | 8.94 |
| 4 | АО «Банк ДОМ.РФ» | 12 | 124 326 | 7.24 |
| 5 | АО «ДОМ.РФ» | 6 | 60 599 | 3.53 |
| 6 | ПАО «РОСБАНК» | 3 | 19 220 | 1.12 |
| 7 | ПАО АКБ «Металл-инвестбанк» | 4 | 17 793 | 1.04 |
| 8 | АКБ «Абсолют Банк» (ПАО) | 2 | 20 128 | 1.17 |
| 9 | АО «Райффай-зенбанк» | 1 | 7557 | 0.44 |
| 10 | АО «Банк БЖФ» | 3 | 5451 | 0.32 |
| 11 | ООО «НФИ» | 2 | 8191 | 0.48 |
| 12 | ПАО «Совкомбанк» | 2 | 6783 | 0.39 |
| **Всего:** | | **55** | **1 717 585** | |

**Таблица 2**
**Структура оригинаторов ИЦБ ДОМ.РФ**
**Источник:** АО «ДОМ.РФ»

но не сопоставим с рынком ОФЗ, а доля ИЦБ в ВВП составляла на конец 2022 года лишь 0.7%.

Мы почти не видим изменений в составе заинтересованных банков-кредиторов, 90% выпусков приходится на госбанки (Таблица 2). А довольно узкий круг частных банков-участников практически не расширяется. Более того, ряд банков, которые имеют опыт и проводили сделки, в последние годы почти отошли от практики и сохраняют лишь «концептуальный интерес». Однако вопросы ликвидности и достаточности капитала для средних банков могут стоять значительно острее.

Поэтому в очередной раз подчеркиваем необходимость активной работы с потенциальными участниками рынка, в том числе подключения их к программе ДОМ.РФ на привлекательных для них условиях.

Для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации ключевым условием является возможность продажи бумаг в рынок, наличие инвесторской базы. Инвестиционный климат комфортным сегодня назвать сложно. Нужно искать пути и прорабатывать новые варианты развития рынка.

Благодаря активной работе участников рынка сделан ряд шагов по формированию благоприятной нормативной и инвестиционной среды, но объем торгов по-прежнему очень невелик, а в прошлом году по понятным причинам он снизился до менее 1 млрд рублей в квартал. В течение прошлого года спреды ИЦБ ДОМ.РФ к ОФЗ колебались в диапазоне от 65 б.п. до 153 б.п. и в целом имели тенденцию к расширению.

Среди рыночных инвесторов в ИЦБ преобладают банки, доля которых в III квартале составляла 26% (Рисунок 3). Доля НПФ, СК, УК снизилась с 11% в III квартале 2021 года до 5% в III квартале 2022 года. Такая динамика вызывает даже некое недоумение, так как во всем мире именно эти компании, обладающие длинным инвестиционным горизонтом, являются держателями долгосрочных ипотечных облигаций. После долгих обсуждений с регулятором несколько лет назад для НПФ был установлен специальный 5-процентный лимит вложений пенсионных накоплений в ИЦБ. Отсутствие такого лимита пенсионные фонды рассматривали в качестве существенного препятствия для инвестирования в ипотечные бумаги. Сегодня используется менее 1/5 этого лимита, при том что доходность облигаций с поручительством ДОМ.РФ значительно выше доходности ОФЗ с аналогичной дюрацией.

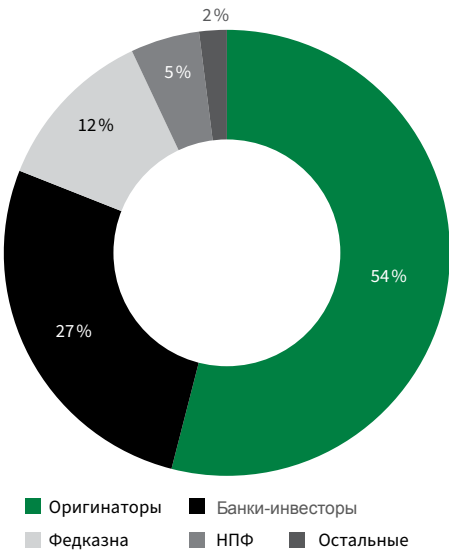
Называются разные причины подобной низкой активности. Мы не сторон-

ники директивных методов, но в странах Европы до формирования единого экономического пространства многие национальные регуляторы принимали четкие рекомендации для страховщиков и пенсионных фондов держать определенную часть своих резервов в ипотечных облигациях.

В последнее время вырос объем вложений частных инвесторов в ИЦБ. Пока он очень невелик, но потенциал роста, безусловно, есть, хотя заменить крупных корпоративных инвесторов он, конечно, не сможет.

В течение года большая часть выпущенных ипотечных облигаций находилась на балансе банков-оригинаторов. Простая замена закладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ может дать ощутимое снижение нагрузки на капитал, учитывая, что коэффициент риска по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%. В то же время ряд крупнейших кредиторов, включая Сбер, ВТБ, Альфу, уже перешли к оценке рисков на основе внутренних рейтингов (ПВР). Учитывая, что риск-вес их ипотечных портфелей на основе ПВР составляет менее 30%, экономия по капиталу будет минимальная, для других же кредиторов, где коэффициент RWA составляет в среднем около 70%, разгрузка капитала будет весьма ощутимой.

**Рисунок 3**
**Структура инвесторов ИЦБ ДОМ.РФ**
**Источник:** АО «ДОМ.РФ»




Принимая ипотечные облигации себе на баланс, банки получают эффективный инструмент привлечения краткосрочной ликвидности. Более 40 выпусков ИЦБ входят в ломбардный список Банка России. С июля прошлого года Московская биржа начала аукционы Федерального казначейства с ИЦБ ДОМ.РФ, до этого в залог принимались только ОФЗ. Объем сделок биржевого РЕПО ИЦБ с Федеральной казной только в III квартале составил 1.7 трлн рублей.

Нельзя забывать и о льготной ставке налогообложения дохода по ипотечным ценным бумагам.

Расширение инвесторской базы, формирование благоприятной инвестиционной среды остаются центральной задачей. Однако за многие годы могло сложиться представление, что эволюция нашей целевой инвесторской базы в своей основной массе остановилась. Помимо ОФЗ, они торгуют узким набором бумаг, и даже такой надежный инструмент, как ИЦБ с поручительством госкорпорации ДОМ.РФ, не вызывает у них большого энтузиазма. А уж более сложные инструменты и подавно. Инвесторы-физлица зачастую выглядят более продвинутыми, но в их отношении действуют различные ограничения. Винить инвесторов в этом нельзя, они принимают решения исходя из собственных интересов и оценки рисков, их нужно стимулировать.

Следует отметить, что и Банк России, и Правительство приняли ряд важных стимулирующих мер в этом направлении, но касались они главным образом ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Что же касается так называемой классической секьюритизации — многотраншевой, рейтингованной, а также секьюритизации неипотечных активов, то видимого прогресса здесь не наблюдается.

Банки и профессиональные объединения, включая Ассоциацию банков России и Национальную финансовую ассоциацию, неоднократно направляли свои

предложения по формированию благоприятных условий развития рынка, в том числе в рамках обсуждения документа Банка России «Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях».

И в сегодняшних условиях крайне важно рассмотреть и принять те предложения, которые были сформулированы участниками рынка. Можно отметить лишь некоторые из них, которые требуют оперативного рассмотрения.

Во-первых, это использование рейтингов российских рейтинговых агентств, в том числе рейтингов по шкале структурированного финансирования с индикатором «.sf», взамен иностранных рейтингов при классификации инструментов секьюритизации по уровню риска и при расчете специального процента риска[1]. Оно позволит использовать российские рейтинги и для включения структурированных облигаций в расчет величины высоколиквидных активов. Требование применять зарубежные рейтинги выглядит сегодня просто странным, когда из России международные агентства ушли, а наши крупнейшие банки и их структуры в принципе не могут с ними работать из-за санкций.

Помимо перехода на российские рейтинги, необходимо выравнивание условий по учету ценных бумаг — инструментов секьюритизации и обычных облигаций, с одинаковым рейтингом. Требования к секьюритизационным бумагам при определении категории риска, на наш взгляд, неоправданно завышены. Повышенные коэффициенты риска целесообразно оставить только для «инструментов повторной секьюритизации (Положение Банка Росси №511-П).

В сегодняшних условиях важно расширение правоспособности СФО за счет унификации допустимых операций хеджирования для инструментов секьюритизации и обычных облигаций.

Если мы говорим, что для структурной трансформации необходима мобилизация рыночных механизмов, то нам нужен конкурентный рынок. Поэтому важно уравнять с точки зрения нормативов, регуляторной среды облигации ДОМ.РФ и рыночные выпуски с высокими рейтингами.

Господдержка жилищного сектора есть везде, и не только в кризисные периоды, но нужен рыночный сегмент, нужна конкуренция, которая является безусловным источником развития.

[1] Положение Банка России от 3 декабря 2015 г. №511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска»; Положение Банка России от 30 мая 2014 г. №421-П «Положение о порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности (“Базель III”)».

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

Секьюритизация

ВТБ

# ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ*

**8 ВЫПУСКОВ** ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
В РАМКАХ ПРОГРАММЫ ДОМ.РФ
НА СУММУ **842 МЛРД РУБ.**

ВТБ

Первый выпуск объемом
10 млрд руб. в рамках программы
секьюритизации потребительских
кредитов ВТБ на 100 млрд руб.

2022

ВТБ

Первый выпуск ипотечных
облигаций с поручительством
ДОМ.РФ объемом 54.8 млрд руб.,
обеспеченный «семейной
ипотекой» Банка ВТБ

2022

8 800 100 24 24 / VTB.RU

БАНК ВТБ (ПАО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 1000

* На основании публичных данных по объему выпусков в рамках программы ДОМ.РФ на 01.02.2023

Реклама