CMAS RBS 2024

Секьюритизация ипотеки

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

Прежние рекорды побиты, новых пока не ждем

Взаимосвязь рынка ипотечных ценных бумаг, вторичного ипотечного рынка и первичного рынка ипотечного кредитования зависит от сравнительного уровня и характера их развития и может быть как источником поступательного роста, так и предпосылкой для возникновения серьезных проблем для ипотечной индустрии в целом.

В США вплоть до середины нулевых два рынка стимулировали друг друга через модель originate to distribute, что выразилось в накоплении избыточных рисков в системе и привело сначала к ипотечному, а затем и к глобальному финансово-экономическому кризису, сильнейшему в послевоенный период, пятнадцатилетие которого мы встретили в прошлом году. Стремление к безграничному наращиванию объемов ипотечного бизнеса всеми его участниками при снижении контроля качества стало источником возникновения проблемы.

Как же развивался российский ипотечный рынок, его первичная и вторичная составляющие в прошедшем году? Испытав серьезный шок в начале 2022 года, российские банки весь год работали в условиях высокой волатильности. После повышения ставки ЦБ до 20% новая выдача обвалилась в апреле — мае, но уже в апреле ЦБ начал последовательно снижать ставку, летом ипотечное кредитование пошло вверх, и, несмотря на заметные колебания, итоговый результат для кризисного года был очень неплохой. Напоминаю об этом, потому что, по однозначному утверждению нашего регулятора, нынешний цикл ужесточения ДКП отличается как от 2022-го, так и от 2014 года и изначально рассчитан на достаточно длинный срок, пока дезинфляционная динамика не станет однозначно преобладающей.

В течение прошлого года, после некоторого спада в начале I квартала, ипотечный рынок продолжил свой рост. Уже во II квартале 2023 года рост объемов выдачи составил 39% к первому, а в июле — сентябре мы стали свидетелями ажиотажного спроса. Его всплеск был вызван сначала ослаблением рубля и желанием граждан сохранить свои денежные средства, а затем повышением ставки Банком России и стремлением взять кредит по уже принятым заявлениям

или обратиться за ипотекой, пока ставки на рынке не выросли еще сильнее, а также успеть до повышения первоначального взноса по льготным программам. В результате сентябрь стал по объему выдач абсолютно рекордным, а выдача за 9 месяцев увеличилась на 72% к прошлому году. Подобная динамика свидетельствовала о признаках перегрева, о чем неоднократно заявлял Центробанк.

Повышение ключевой ставки ЦБ сразу на 3.5 п.п. в августе, а затем на 1 п.п. в сентябре и рост ставок по рыночной ипотеке до практически запретительного уровня (хотя этот уровень зависит от многих условий и ожиданий) неизбежно должны привести к падению рынка. Однако вплоть до конца года выдача хотя и снижалась, но оставалась на высоком уровне, а результат по итогам года стал абсолютно рекордным, составив 7.8 трлн рублей. Реальный спад придется уже на текущий год и, по мнению экспертов, может составить от 25 до 50% новой выдачи ипотеки.

Одним из основных драйверов восстановления рынка и его роста в прошлом году были государственные программы льготной ипотеки, доля которых в общей выдаче устойчиво увеличивалась с 27.7% в 2021-м до 46.5% в 2022-м и до 61% в 2023 году. Именно льготная ипотека стала одной из главных причин роста цен на жилье, прежде всего первичное, которые с начала запуска программы в 2020-м увеличились более чем в два раза. За ними с некоторым отставанием следовала и вторичка, цены на которую выросли более чем на 60% за этот же период. Платежеспособность заемщиков за этим ростом не поспевала.

По данным ЦБ, разрыв между ценами на первичном и вторичном рынке составил 40%, что по его совершенно обоснованному мнению означает завышенную стоимость залогов. Доля кредитов с первоначальным взносом менее 20% на первичном рынке выросла с 33% в начале 2020-го до 70%, на вторичном рынке она тоже не малая и составляла во II квартале 2023 года 44%. Суммарно доля кредитов с низким первоначальным взносом в выдаче превышала в I–III кварталах 50%, но снизилась в IV квартале до 17% в связи с нормативным повышением минимального взноса по льготным программам. Одновременно снижались требования к платежеспособности заемщиков. Во II квартале 71.7% ипотеки было выдано заемщикам, которые тратят на обслуживание кредита свыше 50% дохода, а доля таких ссуд в портфеле превысила 60%. Доля кредитов с ПДН более 80% в выдаче устойчиво увеличивалась все последние годы: с 22% в 2020 году до 44% в 2023 году, а их доля в портфеле составила на конец года 35%. И хотя уровень просрочки (NPL90+) достаточно низкий (в основном за счет прироста портфеля), стандарты выдачи ухудшались и происходило накопление рисков в системе. Это вызывало серьезную озабоченность ЦБ, который принял целый ряд последовательных мер, направленных на ограничение рисков и охлаждение рынка.

С 1 мая 2023 года Банк России установил надбавки по кредитам на финансирование ДДУ с первоначальным взносом менее 30% и по кредитам на готовое жилье со взносом менее 15%. Очередное ужесточение нормативов по льготным кредитам с первоначальным взносом менее 20% вступило в силу 1 июня.

Влияние этих мер на рынок оказалось недостаточным, и с 1 октября ЦБ ввел запретительные макропруденциальные надбавки по кредитам с низким первоначальным взносом и высоким ПДН. Ужесточение макропруденциальных ограничений для таких кредитов продолжилось и в наступившем 2024 году, а в повестку ЦБ был внесен вопрос введения макропруденциальных лимитов, то есть прямых количественных ограничений на выдачу высокорискованных ипотечных кредитов. Параллельно правительство приняло решение об увеличении первоначального взноса по льготной ипотеке сначала до 20%, а затем до 30% по льготным кредитам на новостройки и снижении величины субсидии кредитным организациям суммарно на 1 п.п.

Это должно было обеспечить более сбалансированный рост, однако в течение года лимиты выдачи льготных займов увеличивались, а расходы бюджета на финансирование программы росли, и в 2024 году могут, по оценкам, достичь 1 трлн рублей.

Из антикризисной меры льготные кредиты превратились в постоянно действующий фактор поддержки и одновременно деформации рынка. Доля льготной ипотеки

в общей выдаче на первичное жилье составляет 80–90%. При этом, учитывая важность программы господдержки строительной отрасли, ее высокую социальную значимость, следует отметить, что доступность жилья с момента запуска льготной ипотеки в 2020 году заметно снизилась. Действующая программа истекает 1 июня 2024 года, и, тогда как «семейная» льготная ипотека будет, несомненно, продлена, базовая льготная программа субсидирования кредитов на новостройки вряд ли сохранится.

Если мы посмотрим на качественную динамику развития российского ипотечного рынка последних лет, то мы без труда найдем много параллелей с качественной динамикой американского ипотечного рынка в период перед ипотечным кризисом 2007–2008 годов.

Цены на жилье в США в первой половине нулевых устойчиво росли. Банки выдавали кредиты с LTV под 100%, рассчитывая на последующий рост цен, стремясь расширить клиентскую базу, привлекали клиентов с низкой платежеспособностью и без кредитной истории, так называемой категории subprime, эти кредиты упаковывались в RMBS, переупаковывались в CDO (вторичную секьюритизацию) и продавались инвесторам. В конечном счете, все это привело к глобальному кризису 2008 года.

Перегрев рынка и формирование пузыря шли за счет масштабного вливания средств инвесторов через механизмы ипотечных ценных бумаг. У нас рынок перегревается за счет бюджетных средств через механизмы льготной ипотеки.

Конечно, уровень риска и степень перегрева совершенно разные, а масштаб потенциальных проблем просто несопоставим (в США ипотечный портфель превышал тогда 80% ВВП, а объем MBS — 63% от ВВП), но общее направление движения схоже.

В США перед кризисом 2008 года огромная индустрия секьюритизации работала на увеличение рисков в системе ипотечного кредитования. Сложившаяся на сегодняшний день система ипотечной секьюритизации в России (а это на 99% сделки по программе Дом.РФ) работает на снижение рисков в системе ипотечного кредитования, так как обеспечивает повышение кредитного качества ипотечного портфеля как за счет законодательных требований, таких как 20%-ный минимальный первоначальный взнос, обязательное наличие страховки, актуальной оценки, так и за счет достаточно жестких и обширных квалификационных требований ДОМ.РФ (включая уровень коэффициента ПД, ограничения КЗ на дату выдачи, отсутствие исторической просрочки 90+, отсутствие реструктуризации, данные кредитной истории, исчерпывающая информация по каждому кредиту и др.). Отметим, что наши рейтинговые агентства следуют не менее жестким требованиям, но там может быть небольшой люфт, привязанный к уровню субординации. Конечно, нынешняя система сложилась с учетом уроков кризиса 2008 года и всех тех нормативных требований и ограничений, которые были приняты национальными регуляторами, в том числе на основе детальных рекомендаций Базельского комитета.

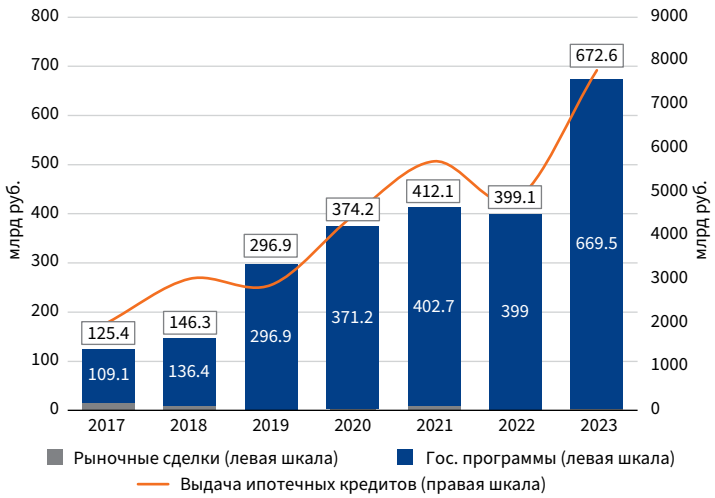
Качество секьюритизированного портфеля заметно выше качества ипотечного портфеля российских банков в целом. Однако уровень развития нашего вторичного рынка не позволяет секьюритизации как инструменту снижения рисков раскрыться в полной мере.

В 2022 году, несмотря на шок и высокую неопределенность, которая сохранялась на протяжении всего года, выпуск ипотечных ценных бумаг показал неожиданно хороший результат. За год было закрыто 16 сделок на 399 млн рублей, практически весь объем пришелся на программу ДОМ.РФ (Рисунок 1).

Прошлый год — рекордный по объему кредитования — стал рекордным и для рынка ипотечной секьюритизации. Всего было закрыто 10 сделок. Мощно выстрелил Сбер, реализовав две крупные сделки, одна из которых стала крупнейшей на рынке. Две — у Банка ДОМ.РФ, при этом по одной из них объемом 17.4 млрд рублей банк впервые секьюритизировал закладные с залогом прав на новостройки (ДДУ), что важно на перспективу этого года. Две сделки закрыл Газпромбанк, при этом первая сделка на 29.8 млрд рублей получила статус облигации устойчивого развития и включена в соответствующий сектор Мосбиржи. Очередную сделку реализовал Металлинвестбанк. Наконец, две сделки закрыл ВТБ, а общий объем сделок ВТБ с поручительством

Рисунок 1
Выдача ипотечных кредитов и объем ипотечной секьюритизации в России

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



ДОМ.РФ превысил 1 трлн рублей, и здесь мы сохраняем первенство (Таблица 1).

Все эти сделки были организованы в рамках программы ДОМ.РФ, которая остается главным двигателем рынка и на которую в прошлом году пришлось 99% всего объема. Исключение представляет выпуск бумаг Банка БЖФ. Выпуск относительно небольшой, но весьма интересный и важный для перспективы. Бумаги чисто рыночные, рейтингованные, обеспеченные equity loans — нецелевыми кредитами под залог жилья. Средневзвешенная ставка по портфелю в 14.37% позволила предложить старший транш с рейтингом AAA.sf от АКРА с купоном 10.65%, что в момент размещения было весьма привлекательно.

Аналогичную сделку структурировал банк Тинькофф. Эмиссия бумаг, обеспеченных нецелевыми кредитами под залог недвижимости, была зарегистрирована 7 августа. Ожидаемый рейтинг старшего транша объемом 5.4 млрд рублей — AAA.sf. Но в связи со скачком ставки ЦБ и изменением ситуации на рынке размещение было отложено.

Всего за год было выпущено ипотечных облигаций на 672.6 млрд рублей. Много это или нет? Как посмотреть. Прошлый год был рекордным для российского долгового рынка, суммарно все компании разместили облигаций на 5.2 трлн рублей, то есть на ИЦБ пришлось 13% всего объема, но если сравнивать с размещениями ком-

Таблица 1. Эмиссия ипотечных облигаций в 2023 году

Источники: АО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru

№	Оригинатор	Эмитент	Организатор	Начало размещения	Объем эмиссии, млн руб.
1	Банк БЖФ	Ипотечный агент Титан-5	Sber CIB	16.02.23	3140
2	Банк ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	26.04.23	16 516
3	Банк ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	29.06.23	17 391
4	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Sber CIB	07.07.23	197 428
5	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	29.09.23	29 839
6	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	23.10.23	6112
7	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Sber CIB	19.12.23	220 288
8	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ	22.12.23	49 928
9	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ	25.12.23	109 724
10	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	25.12.23	22 247
Всего:					**672 613**

Таблица 2. Структура оригинаторов ИЦБ ДОМ.РФ по итогам 2023 года
Источник: АО «ДОМ.РФ»

№	Оригинатор	Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля, %
1	Банк ВТБ (ПАО)	10	1001	41.94
2	ПАО Сбербанк	10	870	36.46
3	Банк ГПБ (АО)	6	206	8.61
4	АО «Банк ДОМ.РФ»	14	158	6.63
5	АО «ДОМ.РФ»	6	61	2.54
6	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	5	24	1.00
7	АКБ «Абсолют Банк» (ПАО)	2	20	0.84
8	ПАО РОСБАНК	3	19	0.81
9	ООО «НФИ»	2	8	0.34
10	АО «Райффайзенбанк»	1	8	0.32
11	ПАО «Совкомбанк»	2	7	0.28
12	АО «Банк БЖФ»	3	5	0.23
Всего:		**64**	**2387**	

паний финансового сектора (2.96 трлн рублей), то это 23%, что существенно. Если же соотнести с эмиссией банковских облигаций, что может быть оправданно, поскольку секьюритизация кредитов — это опосредованное привлечение средств именно банками, то будет уже 36%, что в принципе дает основания говорить об ИЦБ как о важнейшем инструменте привлечения ресурсов банками, хотя в реальности не все так прямолинейно. Сегодня объем ИЦБ в обращении — примерно 1.5 трлн рублей, что составляет лишь около 8% суммарного ипотечного портфеля, и это совсем немного.

Последний год не принес изменений в составе заинтересованных банков-оригинаторов: 93% выпусков приходится на госбанки (см. Таблицу 2). Довольно узкий круг частных банков-участников практически не расширяется. Более того, ряд банков, которые имеют опыт и в прошлом делали сделки, в последние годы практически отошли от практики и сохраняют лишь «концептуальный интерес». При этом вопросы ликвидности и достаточности капитала для средних банков могут стоять значительно острее.

Для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации ключевым условием является возможность продажи бумаг в рынок, наличие инвесторской базы. Благодаря активной работе, в том числе усилиям ДОМ. РФ, сделан ряд шагов по формированию благоприятной нормативной и инвестиционной среды, но объем торгов по-прежнему очень невелик: в III квартале прошлого года он, несмотря на определенный рост, составил лишь 8.2 млрд рублей.

Среди рыночных инвесторов в ИЦБ преобладают банки, доля которых в III квартале 2023 году составляла 29%. Доля НПФ, СК, УК продолжала снижаться с 11% в III квартале 2021-го до 5% в III квартале 2022-го и до 3% в III квартале 2023 года (Рисунок 2).

Рост ключевой и рыночной ставок существенно влияет как на текущее состояние вторичного ипотечного рынка, так и на перспективы его развития.

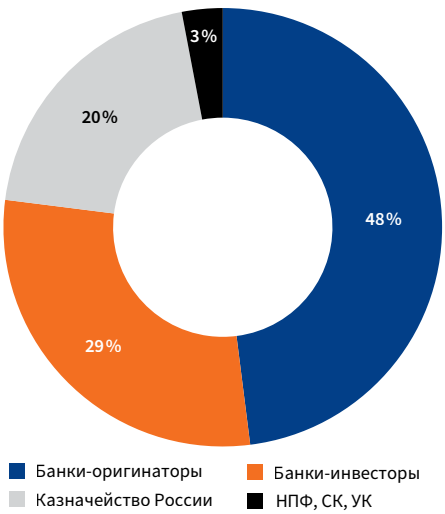
Большая часть ипотечного портфеля банков приходится на кредиты с фиксированной ставкой, которые были выданы ранее, в среднем на уровне 10%, что существенно ниже текущего рынка. И именно они являются основным источником процентного риска — главного риска долгосрочного ипотечного кредитования по фиксированной ставке. Секьюритизация как инструмент привлечения длинных пассивов позволяет снизить этот риск, но приходится в очередной раз повторить, что ипотечные бумаги можно продать с выгодой, когда это позволяет рынок, но не когда риск уже реализовался. Продать бумаги, обеспеченные такими кредитами, выпущенными по программе ДОМ.РФ без дисконта, сегодня невозможно. Проблема роста процентного риска в системе беспокоит и Банк России, который разрабатывает концепцию управления процентным риском и рассматривает возможность введения для него отдельного норматива.

В течение года большая часть выпущенных ипотечных облигаций находилась на балансе банков-оригинаторов. Простая замена закладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ может дать ощутимые выгоды, включая снижение нагрузки на капитал, особенно для тех банков, которые не перешли на применение внутренних рейтингов, учитывая, что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%. Нельзя забывать и о льготной ставке налогообложения дохода по ипотечным ценным бумагам.

Принимая ипотечные облигации себе на баланс, банки получают эффективный инструмент привлечения краткосрочной ликвидности. Более 50 выпусков ИЦБ входят в ломбардный список Банка России. С июля 2022 года Федеральное казначейство запустило аукцион РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ, до этого в залог принимались только ОФЗ. Объем сделок РЕПО с ИЦБ ДОМ.РФ в III квартале составил 4.2 трлн рублей, из которых 83% — РЕПО с Федеральным казначейством. По итогам года общий объем сделок РЕПО достиг, по оценкам, 16 трлн рублей.

Возможность выпуска и размещения в рынок ипотечных бумаг с привлекательной для инвесторов доходностью дает механизм «классической» многотраншевой секьюритизации. При этом структура бумаги предоставляет возможность перераспределить процентный доход по секьюритизируемому пулу в пользу старшего рыночного транша.

Рисунок 2
Структура инвесторов ИЦБ ДОМ.РФ
Источник: АО «ДОМ.РФ»



В этой связи не могу в очередной раз не сказать о необходимости выравнивания нормативных и регуляторных требований для ИЦБ ДОМ.РФ и рыночных бумаг с рейтингом AAA.sf для поддержания конкурентной рыночной среды. Это касается и коэффициента риска в торговом портфеле, и включения структурированных бумаг в расчет высоколиквидных активов. Что касается сохранения требований применять зарубежные рейтинги при классификации инструментов секьюритизации по уровню риска, то в настоящее время это выглядит просто как казус.

Привлечение средств рыночных инвесторов в бумаги, обеспеченные кредитами с фиксированной ставкой, возможно через структурирование вторичной секьюритизации и выпуска производных облигаций, обеспеченных ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ. При этом возможен выпуск различных классов таких бумаг с различной доходностью, дюрацией и другими характеристиками под интересы инвесторов.

Хорошая перспектива есть у секьюритизации льготных кредитов с плавающей ставкой, где мы изначально сможем предложить инвестору бумагу с рыночной доходностью. Доля таких кредитов в общем банковском портфеле росла и к концу года достигла 40%. Процентный риск по этим кредитам берет на себя бюджет, но обеспеченные ими ИЦБ могут стать хорошим инструментом привлечения долгосрочного финансирования. Риски там, конечно, тоже существуют, в том числе связанные с переоценкой залогов, что может сказаться на уровне потерь в случае роста дефолтов по этой категории ипотечных кредитов. Это должен учитывать и ДОМ.РФ в отношении подобных ценных бумаг со своим поручительством.

В целом, несмотря на сложную финансово-экономическую ситуацию, существуют возможности не только поддержания, но и развития бизнеса по секьюритизации. Конечно, мы надеемся на снижение ключевой ставки ЦБ во второй половине года, однако важно искать работающие варианты и новые пути роста в текущих условиях, формируя таким образом основу для позитивных перемен.