ABS
CMBS
RMBS

Секьюритизация ипотеки

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

Рынок ипотечных ценных бумаг: в ожидании смягчения ДКП

Развитие российского рынка ипотечных ценных бумаг — вторичного ипотечного рынка — зависит от характера развития первичного рынка ипотечного кредитования. Однако жесткая связь этих двух рынков у нас не наблюдается: несмотря на резкое снижение выдачи в прошлом году, секьюритизация не остановилась. Не в последнюю очередь это было связано с тем, что в целом для российских банков секьюритизация не стала критически важным механизмом финансирования новой выдачи. И в этом наша система существенно отличается от американской, где львиная доля ипотечных кредитов продается, то есть фактически рефинансируется через их включение в обеспечение ипотечных бумаг уже на этапе подачи заявления на кредит. В России выдача ипотечных кредитов может фондироваться из разных источников, в том числе за счет привлеченных средств депозитов, что уже несет в себе определенные риски.

В течение прошлого года динамика первичного ипотечного рынка отличалась высокой волатильностью при очевидном понижательном тренде. И если в первой половине года объем выдачи был близок к аналогичному периоду 2023 г., то во второй половине он упал на 57%, а общий объем выдачи за год составил 4.9 трлн руб., сократившись на 37%. Главным фактором спада было ужесточение ДКП Банка России, которое началось в 2023 г. как реакция на инфляционное давление и продолжилось в 2024-м. С июля по октябрь 2024 г. ключевая ставка выросла с 16 до 21% и на этом рубеже остается в середине марта 2025 г. В результате ставки по рыночным ипотечным кредитам вышли на запретительный уровень, достигнув в конце года 29%, а их выдачи упали до минимума. На своем февральском заседании Совет директоров Банка России оставил ключевую ставку без изменения, однако прогноз по ставке в среднем за год был увеличен до 19–22%, что с учетом ро-

ста темпов инфляции в начале года делает вероятность значимого снижения ставок по рыночной ипотеке крайне незначительной.

Второй фактор торможения ипотечного рынка связан с мерами ЦБ, прежде всего, с жестокими макропруденциальными требованиями, которые направлены на снижение долговой нагрузки на заемщиков и рисков для банков. В марте 2024 г. Банк России повысил надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам. Это был очередной этап общего курса на ограничение наиболее рискованных сегментов ипотечного рынка, и он дал свой результат: доля вновь выданных кредитов с ПДН более 80% сократилась с 45% во втором полугодии 2023 г. до 13% в конце 2024 г., а доля выдачи с первоначальным взносом менее 20% упала за тот же период с 50 до 13%. Такая положительная динамика позволила Банку России с 1 марта текущего года несколько ослабить ограничения по низкорискованным кредитам. Однако общая жесткость подхода сохраняется, и с 1 июля ЦБ планирует введение прямых макропруденциальных лимитов на высокорискованные кредиты, на что он получил право.

Озабоченность Банка России вызывает распространение схем с участием банков и застройщиков, которые в конечном итоге ведут к завышению цен на жилье и росту долговой нагрузки. Принятый с начала года стандарт защиты прав и законных интересов заемщиков призван ограничить недобросовестные практики кредитования, минимизировать распространение высокорискованных ипотечных схем, обеспечить полное информирование заемщиков с целью защиты их интересов. При этом, по мнению ЦБ, господдержку необходимо предоставлять только на стандартную ипотеку. Это особенно важно, учитывая, что именно программы господдержки стали, с одной стороны, главной движущей силой ипотечного рынка и остаются таковыми в текущем году, а, с другой стороны, льготная ипотека стала одной из главных причин роста цен на жилье, превратившись из антикризисной меры в постоянно действующий фактор деформации рынка. Признаки пузыря на рынке жилья, вызывавшие серьезную озабоченность ЦБ, не исчезли. И следующим фактором, определяющим динамику рынка, стали меры государства по корректировке льготного ипотечного кредитования. Основным событием здесь стало завершение с 1 июля 2024 г. массовой программы льготной ипотеки на новостройки. Условия по «семейной ипотеке» и «IT-ипотеке» были скорректированы, чтобы сделать программы более адресными и социально ориентированными. И хотя по результатам года мы увидели спад во всех сегментах рынка, по льготным кредитам он был значительно меньше, при этом доминирующей стала «семейная ипотека». В декабре 2024 г. доля льготных кредитов и выдача превысили 80% и сохранились на этом уровне в начале 2025 г., хотя и при существенном спаде абсолютных значений к соответствующему периоду предыдущего года.

По итогам 2024 г. на льготные кредиты пришлось 73% от общего объема выдачи. Однако в общем объеме ипотечного портфеля по банковской системе на конец года по-прежнему преобладали рыночные кредиты с долей 54%. Это более 10 трлн руб., почти полностью представленные долгосрочными кредитами с фиксированной ставкой, крайне подверженные процентному риску, при этом доходность этой части портфеля на фоне текущей рыночной ситуации совсем не высока. Средневзвешенная ставка выдачи рыночных ипотечных кредитов за период с 2021 по 2024 год включительно, объем которых превысил 11 млрд руб., составляет 11.67%. По данным Банка России, стоимость фондирования по банковской системе в последнее время устойчиво росла, увеличившись с 5.6% в III квартале 2023 г. до 10.9% в III квартале 2024-го[1], и, вероятно, продолжила рост до конца года. Это дает основание предположить, что текущая доходность портфеля рыночных ипотечных кредитов находится на грани убыточности, а с учетом затрат на обслуживание, возможно, и перешла ее. Сравнение со средними депозитными ставками, которые в начале 2025 г. превы-

[1] Аналитический обзор «Банковский сектор» за III квартал 2024. Банк России, декабрь 2024 г., стр. 5.

шали 20%, выглядит более впечатляюще, хотя оно и не вполне корректно.

Мы не впервые сталкиваемся с реализацией процентного риска — основного риска долгосрочных кредитов с фиксированной ставкой. Первый раз подобная ситуация в российской банковской системе возникла в результате мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Для некоторых банков ситуация была крайне острой, однако для банковской системы в целом она тогда не была критичной, учитывая относительно небольшой портфель ипотечных кредитов.

Текущая ситуация в значительной степени сглаживается растущей долей льготных кредитов в общебанковском портфеле, где этот риск по существу берет на себя бюджет, и которые обеспечивают общую положительную доходность ипотечного кредитования. Однако данный риск нельзя недооценивать, и в этой связи хотелось бы сослаться на события почти пятидесятилетней давности в США, известные как кризис ссудо-сберегательных ассоциаций (S&L — savings and loans association).

Во второй половине 70-х годов прошлого века на S&L приходилось более 50% рынка жилищной ипотеки США, а доля долгосрочных жилищных кредитов с фиксированной ставкой в активах этих организаций достигала 80%. Финансировались активы главным образом привлекаемыми депозитами. S&L жестко регулировались государством, начиная с определения направлений деятельности, включая типы кредитных инструментов, и заканчивая установлением границ ставок по привлекаемым ресурсам. Существенное ускорение инфляции в конце 70-х — начале 80-х годов вынудило Федеральный Резерв резко увеличить учетную ставку. К началу 1981 г. ставка ФРС достигла 20% при инфляции 14.4%. Полу Волкеру, главе ФРС, несмотря на беспрецедентное давление, удалось держать высокую ставку длительное время, и только через три года инфляция опустилась до 4%. Это напрямую отразилось на деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций, которая фактически стала убыточной. Регулирующие организации принимали меры по стабилизации ситуации, включая разрешение новых сфер кредитной деятельности и используемых инструментов, снятия ограничений на процентные ставки, однако сильно они не помогли. Меры регуляторов запаздывали и фактически были реакцией на уже реализованные риски.

Кризис прошел несколько этапов, продолжался все 80-е и в начале 90-х годов и привел к банкротству около трети из более трех тысяч ссудо-сберегательных ассоциаций в Соединенных Штатах. По мнению многих экспертов, он стал крупнейшей катастрофой в банковской индустрии со времен Великой депрессии.

Полномасштабная реализация процентного риска в ипотечном кредитовании придала импульс развитию секьюритизации как механизма системного рыночного решения проблемы, органически присущей долгосрочному кредитованию по фиксированной ставке. Уже в 90-х годах, когда возобладала точка зрения, что ипотечные кредиты надо по возможности полностью продавать, оставляя на балансе минимум, выпуск ипотечных ценных бумаг набрал максимальные темпы и объемы.

Следует отметить, что после того, как молодая российская ипотечная индустрия впервые столкнулась с уже упоминавшимся всплеском процентного риска, Правительство РФ, понимая остроту проблемы, в принятой в 2010 году Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования предусмотрело увеличение доли ипотечных ценных бумаг в фондировании текущих ипотечных операций до 50% в 2015 году и до 66% к 2030-м. Но и сегодня эта цель всё еще очень далека от достижения.

Доля эмиссии ИЦБ от объема выдачи ипотечных кредитов в последние годы у нас увеличивалась, но остается еще весьма небольшой, составив в 2024 г. 11%. За год было закрыто 8 сделок ипотечной секьюритизации объемом 540 млрд руб., что на 20% меньше, чем годом ранее, но существенно превышает показатель 2022 г. и является вторым результатом в истории российского рынка (Рисунок 1).

Три выпуска разместил Сбербанк, обеспечение бумаг полностью сформировано электронными закладными. Две эмис-

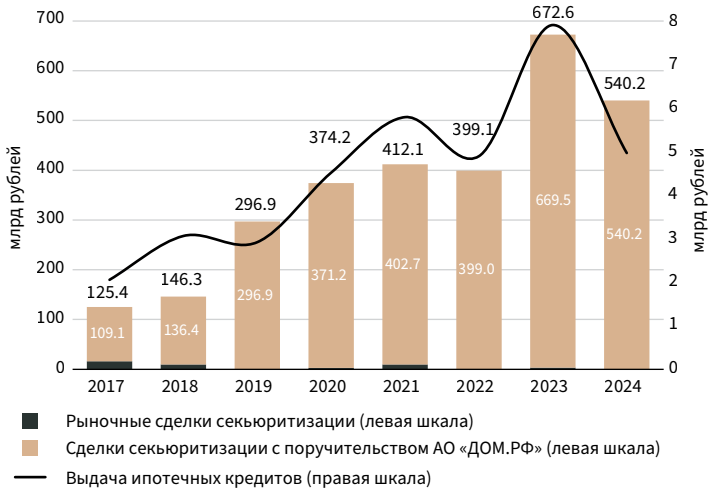


Рисунок 1
Выдача ипотечных кредитов и объем ипотечной секьюритизации в России

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

сии ипотечных облигаций реализовал ВТБ, одна из которых обеспечена рыночными кредитами, а вторая — кредитами по льготным программам и имеет плавающую ставку, привязанную к ключевой ставке ЦБ. Два выпуска осуществил Газпромбанк, при этом значительную часть обеспечения бумаг составляют права по договорам долевого участия, то есть кредиты на строящееся жилье. Наконец, секьюритизацию портфеля кредитов по льготным ипотечным программам осуществил Металлинвестбанк (Таблица1). При этом банки-оригинаторы взяли себе на баланс 99.9% общего объема выпуска, лишь облигации Металлинвестбанка были частично размещены на рынке. В принципе, ситуация, когда большую часть выпуска банки-оригинаторы берут себе на баланс, не вызывает удивления, в периоды повышенной финансово-экономической неопределенности она достаточно типична, в том числе и для европейского рынка. В последние годы европейские банки-оригинаторы брали себе на баланс порядка 50% облигаций от общего объема выпуска по сделкам секьюритизации.

Состав заинтересованных банков-оригинаторов последние годы не менялся, 99% объема выпуска в 2024 г. пришлось на госбанки, новых оригинаторов, к сожалению, не появилось (Таблица 2). Мы ожидаем расширения состава участников, в том числе за счет возвращения на рынок банков, которые имеют опыт секью-

Таблица 1
Эмиссия ипотечных облигаций в 2024 году

Источники:
АО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru

№	Оригинатор	Эмитент	Организатор	Дата размещения	Объем эмиссии (млн руб.)
1	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	16.02.2024	45 500
2	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	22.05.2024	59 690
3	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	26.07.2024	171 017
4	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ДОМ.РФ	23.09.2024	3944
5	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	26.09.2024	29 991
6	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ (ПАО)	30.09.2024	50 019
7	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Банк ВТБ (ПАО)	30.09.2024	100 000
8	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк	30.09.2024	80 067
Всего:					**540 227**

№	Оригинатор	Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля, %
1	ПАО Сбербанк	15	1232.2	41.17%
2	Банк ВТБ (ПАО)	12	1151.2	38.47%
3	Банк ГПБ (АО)	8	295.3	9.87%
4	АО «Банк ДОМ.РФ»	14	158.2	5.29%
5	АО «ДОМ.РФ»	6	60.6	2.02%
6	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	6	27.8	0.93%
7	АКБ «Абсолют Банк» (ПАО)	2	20.1	0.67%
8	ПАО РОСБАНК	3	19.2	0.64%
9	ООО «НФИ»	2	8.2	0.27%
10	АО «Райффайзенбанк»	1	7.6	0.25%
11	ПАО «Совкомбанк»	2	6.8	0.23%
12	АО «Банк БЖФ»	3	5.5	0.18%
Всего:		**74**	**2992.7**	

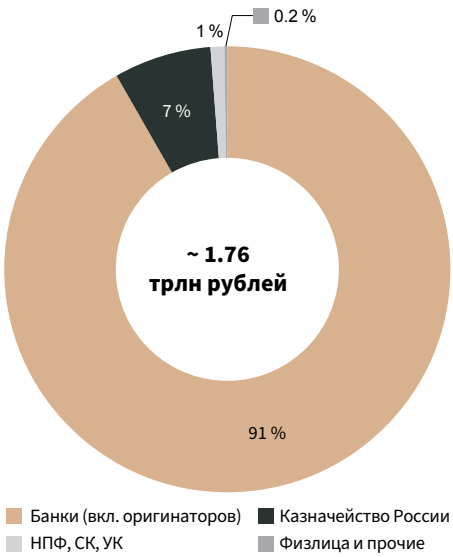
Таблица 2
Структура оригинаторов ИЦБ ДОМ.РФ
Источник: АО «ДОМ.РФ»

ритизации ипотеки, но в последние годы отошли от практики.

Все сделки прошлого года были организованы в рамках программы ДОМ.РФ, которая с 2016 г. остается главным, а сегодня, по сути, единственным двигателем рынка. Доля облигаций с поручительством ДОМ.РФ в общем объеме корпоративных облигаций, размещенных в 2024 г., составила 10%, а на долю ИЦБ в обращении корпоративных облигаций в конце года приходилось 6%. Ипотечные облигации ДОМ.РФ являются, по сути, квазигосударственными бумагами, по ряду своих регуляторных характеристик близкими к ОФЗ, и отличаются высокой степенью надежности. Однако их инвестиционная привлекательность зависит от параметров инструмента, которые в решающей степени основаны на характеристиках тех ипотечных кредитов, которые лежат в обеспечении облигаций. Хотя доля льготных кредитов в последнее время растет, большая часть сделок секьюритизации обеспечена рыночными кредитами по фиксированной ставке. Средняя доходность этих кредитов ниже текущих рыночных ставок облигационного рынка, и продавать ценные бумаги, обеспеченные этими кредитами, можно только с дисконтом, что обычно неинтересно для банка-оригинатора и не всегда привлекательно для инвестора, хотя зависит от величины дисконта. Поэтому не удивительно, что львиную долю бумаг банки-оригинаторы удерживают у себя на балансе (Рисунок 2). Практически происходит замена закладных на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, что дает банкам ощутимые выгоды.

Принимая ипотечные облигации себе на баланс, банки получают эффективный инструмент привлечения краткосрочной ликвидности через операции РЕПО, объ-

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



ем которых достиг в 2024 г. рекордного уровня в 17.5 трлн руб. Более 85% сделок пришлось на операции РЕПО с Казначейством России, существенно вырос объем операций с Центральным контрагентом. Возможность привлечения средств через РЕПО стала для банков одним из главных стимулов к организации сделок по секьюритизации ипотеки.

Ситуация напоминает европейскую во время и после кризиса 2008 года. В отсутствие инвестиционного спроса центральную роль в обеспечении фондирования ипотеки через MBS взяли на себя центральные банки и, прежде всего, ЕЦБ, представляя ресурсы через операции РЕПО. Именно в расчете на средства ЕЦБ европейские банки выпускали обеспеченные облигации. По словам участников рынка, тогда на смену классической модели секьюритизации «originate to distribute» пришла модель «originate to repo». Подобная модель преобладает сегодня и у нас, и вряд ли мы увидим ее смену в текущем году.

Принимая ипотечные бумаги с поручительством ДОМ.РФ себе на баланс, банки-оригинаторы получают еще ряд преимуществ, включая снижение нагрузки на капитал, учитывая, что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20%; учет системно значимыми банками ИЦБ в качестве высоколиквидных активов ВЛА-2А; налоговую выгоду. Но при этом секьюритизация не выполняет ключевые функции инструмента управления процентным риском и привлечения долгосрочного фондирования.

Для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации основным условием является возможность продажи бумаг в рынок, наличие инвесторской базы. В текущих условиях рыночную перспективу имеют ипотечные бумаги, обеспеченные льготными кредитами.

Доходность подобных бумаг, привязанная к КС Банка России, может быть привлекательна для инвесторов в текущих рыночных условиях. В прошлом году 30% общего объема выпусков ИЦБ ДОМ.РФ было обеспечено ипотекой с господдержкой, но только два выпуска были структурированы с плавающим купоном «КС+» — сделки ВТБ и Металлинвестбанка. Необходимость поддержки строительной отрасли делает вероятным расширение программы «семейной ипотеки», что усилит преобладание льготных кредитов в новой выдаче, а их доля в общем портфеле продолжит расти. Это может стимулировать рост эмиссии ИЦБ с переменным купоном, который имеет рыночную перспективу.

В текущем году все ожидают дальнейшего сокращения выдачи и, соответственно, замедления роста портфеля. По мнению экспертов, ипотечное кредитование может снизиться еще на 20%. Уменьшится, по-видимому, и объем сделок секьюритизации, хотя год начался достаточно оптимистично: уже в конце января Сбер закрыл две сделки на 65.5 млрд руб., начали работу по организации выпусков другие банки, включая те, которые давно этим бизнесом не занимались. Это дает надежду, что падение не будет существенным. Но в целом серьезная смена тренда на рынке возможна будет после смены вектора ДКП.