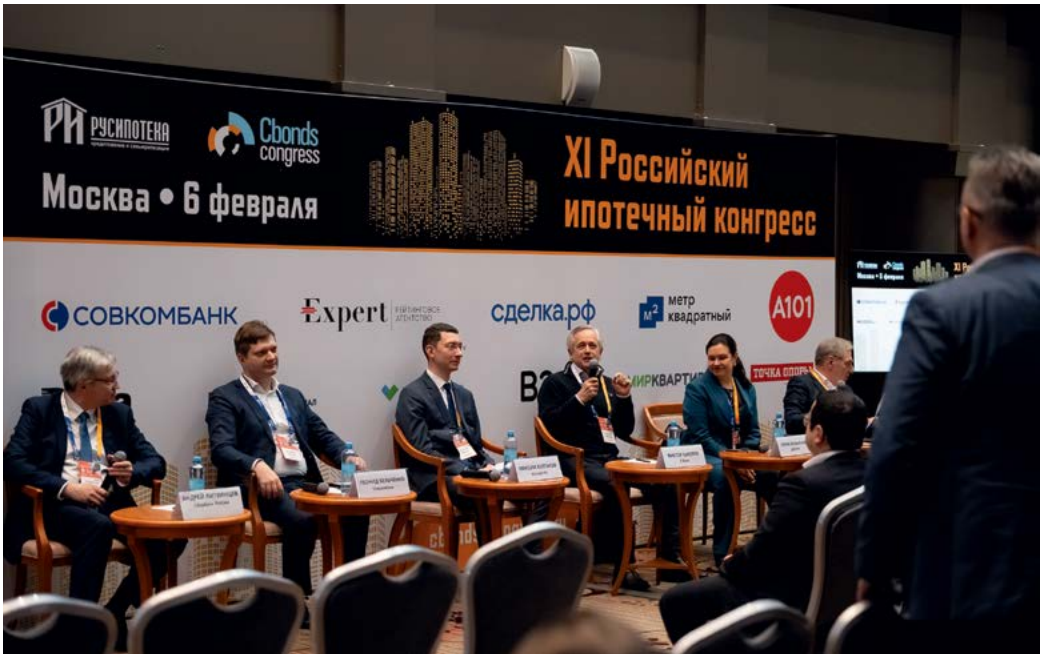

Сдержанный оптимизм оригинаторов vs скепсис инвесторов

В феврале в Москве состоялось традиционное для старта года мероприятие — Российский ипотечный конгресс. На его площадке уже в 11-й раз встретились представители ведущих банков, застройщиков, рейтинговых агентств и профильных ассоциаций, чтобы подвести итоги прошедшего года и обозначить векторы нового. В рамках конгресса состоялось заседание круглого стола «Секьюритизация в текущих реалиях». В данном материале мы представили мнения экспертов по самым актуальным, а порой и острым вопросам, связанным с перспективами развития сделок секьюритизации различных видов активов.

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

— В прошлом году, несмотря на серьезное снижение выдачи ипотеки, секьюритизация не остановилась. Не в последнюю очередь это связано с тем, что в нашей стране связь между первичным и вторичным рынком не слишком плотная. И объем текущей выдачи не зависит от секьюритизации, в отличие, скажем, от США, где эта связь прослеживается напрямую.

В 2024 году было закрыто восемь сделок: три сделки у Сбера, по две сделки

у ВТБ и Газпромбанка и одна сделка у Металлинвестбанка. Всего было выпущено облигаций на 540 млрд рублей, что на 20% меньше, чем в предыдущем году, но это гораздо больше, чем в 2022-м.

Результат очень приличный. При этом 99% взяли себе на баланс банки-оригинаторы. Я в этом не вижу ничего страшного, потому что в периоды достаточно высокой экономической неопределенности так происходит всегда и не только у нас, но и в других странах. Однако состав заинтересованных банков-участников, к сожалению, не меняется: в основном это госбанки. И это отдельная проблема, которую нам необходимо, безусловно, обсуждать и в том числе с «ДОМ.РФ».

Этот год начался на оптимистичной ноте. Сбер уже закрыл две сделки суммарно более чем на 65 млрд рублей. Я думаю, это хороший знак того, что 2025-й в целом будет неплохим.

И несколько слов по секьюритизации потребкредитов. Сегодня такие сделки становятся всё более и более популярными, они интересны банкам. В прошлом году были закрыты три такие сделки. Вроде бы немного, но, с другой стороны, всё больше банков проявляют к ним интерес.

Во-первых, секьюритизация потребов — это инструмент привлечения ликвидности. Ставки по кредитам высокие — можно предложить привлекательную ставку по такой бумаге, а потом реально продать в рынок инвесторов. Во-вторых, макропруденциальные ограничения, которые были введены ЦБ, включая и коэффициенты, и лимиты, сделали потребкредит очень тяжелым для капиталов банков, а продажа через механизм секьюритизации позволяет облегчить эту проблему.

Поэтому я смотрю на этот рынок, на его перспективы даже в текущих непростых финансово-экономических условиях с оптимизмом.

Максим БУЛГАКОВ,
директор по рейтингам структурированного финансирования, Эксперт РА:

— В начале этого года мы провели опрос среди банков — крупных, средних и малых по объему активов — по теме многотраншевой секьюритизации. Спрашивали о планах, мотивации по проведению таких сделок, ограничениях, которые они видят, инвесторском спросе. И вот что он показал.

Мы видим тенденцию увеличения количества оригинаторов. В ближайшие два года их количество может увеличиться до 12, что, в принципе, крайне оптимистично. Заявленный объем, который нам в опросе дали банки, составил 700 млрд. Сумма также достаточно оптимистичная. При этом банки заявляют достаточно различный диапазон сделок: от 3 до 200 млрд. Средний размер выпуска, исходя из результатов опроса, составил порядка 60 млрд.

Какие мотивы движут банками при реализации сделок секьюритизации? Для крупных игроков это в первую очередь разгрузка капитала. Для остальных оригинаторов — это привлечение средств на более выгодных условиях и, соответственно, диверсификация источников фондирования. Также крупные банки, проводя такие сделки, рассматривают их как дополнительный инструмент привлечения клиентов.

На какие ограничения указывают участники рынка? В первую очередь это, конечно, высокая ключевая ставка. И, конечно же, отсутствие спроса со стороны институциональных инвесторов, ограничения по возможностям РЕПО и невозможность экономии на капитале по МСФО.

Следующий пункт опроса — изменения, которых на горизонте двух лет ожидает рынок. Оказалось, что участники рынка не ждут, что ключевая ставка сильно упадет в период 2025–2026 годов. Соответственно, закладывают более консервативное поведение. При этом коллеги ждут расширения сделок РЕПО, разгрузки и капитала по МСФО, уменьшения риск-веса в торговом портфеле и, соответствен-

но, расширения лимитов по остальным участникам, которые могут инвестировать в этот рынок, — НПФ, УК, страховым компаниям.

В конце прошлого года уже состоялось внесение изменений в один из параметров — это риск удержания рисковой позиции. Раньше он составлял 20%. Сейчас подписан закон о том, что будет снижена нижняя граница до 5%. Изменения вступят в силу уже в апреле этого года, что, соответственно, должно уже побудить и новых оригинаторов, и текущих выходить с новыми выпусками.

Если говорить об ограниченном спросе с точки зрения вложений в эти бумаги, то он связан в первую очередь, конечно же, с тем, что у этого рынка очень слабая ликвидность. На это обратили внимание многие участники опроса.

Возможно, одно из решений — ценовая конвенция. На рынке ипотечных ценных бумаг она присутствует, то есть достаточно большому кругу инвесторов и стороннему участнику понятно, как формируется денежный поток по ипотечной ценной бумаге. На рынке многотраншевой секьюритизации пока, к сожалению, такого инструмента нет.

Елена МУЗЫКИНА,
директор подразделения «Секьюритизация», АО «ДОМ.РФ»:

— Мы ожидаем, что объем новых выпусков нашего продукта — ИЦБ «ДОМ.РФ», однотраншевой ипотечной секьюритизации — будет примерно на уровне прошлого года. Полагаем, что это будет не меньше чем 500 млрд. При этом мы понимаем, что рынку всё сложнее и сложнее с высокой ставкой. Объем выдачи продуктов, которые подходят для ипотечной секьюритизации, у банков снижается. Тем не менее, мы видим, что потребность в управлении капиталом и ликвидностью (нормативами ликвидности в том числе) у банков только растет. Поэтому, несмотря на усложняющую ситуацию на рынке ипотеки, мы ждем, что объем не снизится.

Сейчас у нас в обращении больше 70 выпусков объемом 1.8 трлн. В целом ипотечное покрытие этих выпусков чувствует себя очень хорошо. Просрочка стабильно низкая. Следим за этим очень внимательно. Очевидно, что темп погашения очень снизился. Если по льготной ипотеке мы особо и не ждали результатов выше (примерно 7%), то для сделок, где рыночная ипотека, а это примерно 80% от наших бумаг, там, конечно, за прошедший период темп погашения значительно снизился, примерно на 14%.

За прошедший год сильно выросла доля выпусков с льготной ипотекой — примерно в два раза, до 30%. Эти выпуски, конечно, гораздо проще разместить в рынок.

С точки зрения спроса я полностью поддерживаю развитие многотраншевой секьюритизации. Это очень интересные сделки.

Но я бы хотела обратить внимание, что в целом ипотеку банки не фондиру-

ют длинными деньгами. И это проблема не только рынка ИЦБ. Это более глубокая проблема. Может, и не проблема на самом деле. Таков текущий механизм фондирования ипотеки банками.

Если посмотреть статистику одного из самых развитых рынков ипотечной секьюритизации — это, конечно, рынок США — то на декабрь 2024 года агентские MBS (agency mortgage-backed securities — от ред.) занимают 90% рынка ипотечных бумаг: 37% находится на балансах банков, 25% — у Федрезерва, 20% — у агентств, 17% — у иностранных инвесторов и остальное у тех, кого мы называем институциональными инвесторами.

Я не считаю, что неправильно размещать ипотечные бумаги институциональным инвесторам. Очень даже правильно. Это длинные деньги, прекрасный актив. Я бы тут просто призывала подумать о том, что иллюзий питать не надо. Но мы выступаем за развитие инвесторской базы. Прикладываем к этому очень много усилий.

Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
исполнительный директор,
Сбербанк России:

— Я бы поспорил с Еленой. Я не стану оспаривать, что действительно очень много ИЦБ на Западе держится на балансе банков. Это естественные покупатели. И мы тоже фактически держим всё, что выпускаем. Но мне кажется, что многотраншивые секьюритизации, сделанные под эгидой агентств Freddie Mac, Fannie Mae или ДОМ.РФ, то есть так называемые CMO (Collateralized Mortgage Obligation), всё-таки имеют большой потенциал на российском рынке.

Почему вообще эти однотраншевые не продаются в рынок? Сбер может пойти и продать свой собственный сберовский, грубо говоря, корпоративный бонд, со ставкой, с доходностью ОФЗ плюс 100 базисных пунктов. У ипотечной секьюритизации есть риск. Несмотря на то, что есть поручительство ДОМ.РФ и кредитного риска нет, но есть другой риск — prepayment risk. Из-за него и на Западе рынок просит больше, чем 100 базисных пунктов. У нас это 150–200 базисных пунктов. Если вы посмотрите сейчас, в стакане масса бондов ДОМ.РФ, может быть, не огромными объемами, но они есть там, по 20-й, 22-й доходности, с таким, так сказать, bid/ask'ом торгуются.

У Западного рынка есть решение на эту тему. Есть структуры, в которых, например, выпускаются CMO с гарантированным графиком погашения. Это структуры, в которых pack bond имеет определенный график, то есть prepayment-риск, грубо говоря, если и есть, то остаточный. В случае форс-мажоров, как, например, в кризис 2008–2009 годов, тогда, конечно, там никакие структуры не помогли. Эти пэки начали погашаться не по расписанию, а как попало. Но всё-таки рынок в Штатах, например, эти пэки прайсит где-то 30 базисных пунктов для двух-трехлетнего пэка над кривой. Я думаю, что даже Сберу было бы интересно продавать вот такую часть структуры в рынок. Поэтому, в принципе, мне кажется, что перспектива выпуска многотраншевой секьюритизации, CMO, agency CMO, правильная. Этим надо заниматься.

К вопросу о стандартизации, видите, у нас действительно есть целый парк многотраншевых сделок без поручительства ДОМ.РФ. Они все разнородные, потому что так решается проблема кредитного риска. Но они не стандартизированы. Понятно, что в рамках ВТБ «ВТБ РКС Эталон» похож на «РКС Эталон-2», «РКС Эталон-3», «РКС Эталон-4». Но по рынку в целом это сложно стандартизировать. А Agency CMO на Западе очень даже стандартизированы. Это делается путем выпуска одной единой эмиссионной документации под каждый выпуск.

Я думаю, что создание Agency CMO рынка — это правильный проект, над которым надо поработать. И когда этот рынок будет создан, я думаю, появятся и инвесторы.

Виктор КИСЕЛЕВ, руководитель управления структурированных продуктов и секьюритизации, Т-Банк:

— Даже без учета макропруденциальных надбавок или лимитов рост кредитования явно не продержится долго, потому что банкам неоткуда взять капитал. То есть рост собственного капитала происходит гораздо медленнее, чем рост кредитования.

С этого года надбавки только увеличиваются и увеличиваются. В то же время инструменты для наращивания капитала сократились. Международный рынок исчез. Рынок субордов — это, скорее всего, уже рынок физиков. Банки друг у друга не покупают суборды.

То же самое мы видим и на рынке IPO. Бóльшая часть IPO уходит в руки частных инвесторов. Получается, сдвиг у нас в целом на рынке от институциональных инвесторов в сторону розничных. Это давление на капитал.

Регулятор в конце года заявил, что намерен распространить макропруденциальные надбавки с необеспеченных кредитов также и на обеспеченные. Это будет и авто-, а потом и корпоративное кредитование. И оставляет за собой право кроме надбавок регулировать это прямыми лимитами. И все эти действия регулятора как раз направлены на то, чтобы снизить достаточность капитала. И она снижается. Критически снижается.

Еще одна тенденция. Теперь, когда люди и банки думают о том, чтобы хоть как-то разгрузить капитал, то какие-то бенефиты секьюритизации, которые в ипотечной истории играли важную роль, например, снижения процентного риска, уходят на задний план. Поэтому интерес к секьюритизации на самом деле гораздо выше, чем показывают опросы или какие-то единичные сделки.

И еще одна тенденция последнего времени, связанная с ростом ставок: в длинные бумаги никто не вкладывается. Посмотрите: размещения обычных облигаций становятся всё короче и короче — год, полтора максимум. Потому что инвесторы, особенно физики, хотят фиксироваться на короткий срок. Получается, что нужно делать сделки секьюритизации с этими активами очень короткими, для того чтобы удовлетворить интересы инвесторов-физиков.

Да, и в целом физикам тяжело продавать структурные вещи, так же, как и корпоратам, в принципе, когда на рынке такие высокие ставки. То есть тогда, когда риск оценивается по-другому. Только элемент игры, или какого-то дополнительного заработка, или мечты о дополнительном доходе могут привлечь инвесторов в такие сделки. Ведь сейчас полно инструментов, которые без риска могут дать примерно такую же доходность, как по сделкам секьюритизации. И более понятных. Очень трудно конкурировать с ними. Должны быть какие-то стимулы придуманы в сделке.

Получается, что, хотя инвесторская база и существует и с точки зрения риск-весов это вполне «съедобный продукт» для банков, но емкость такого рынка маленькая. Какой объем у таких рыночных сделок? 5, 7, 10 млрд максимально можем сделать. И потом придется ждать, когда освободятся какие-то лимиты у этих инвесторов.

Несколько сделок были сняты с рынка в прошлом году именно потому, что рост ставок по активам не догонял рост ставок на рынке. Процентный риск не зафиксируешь во время роста ставок.

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

Секьюритизация

ВТБ

ЛИДЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

12 ВЫПУСКОВ ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
В РАМКАХ ПРОГРАММЫ ДОМ.РФ
НА СУММУ БОЛЕЕ **1 ТРЛН РУБ.**

5 ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ
ПОРТФЕЛЕМ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ
БАНКА ВТБ, НА СУММУ **85 МЛРД РУБ.**

8 800 100 24 24 / VTB.RU

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