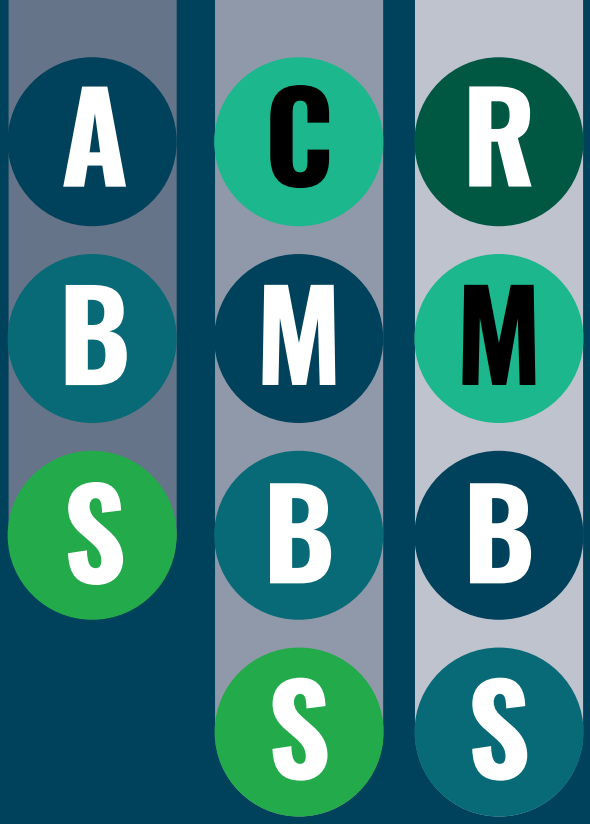

Секьюритизация ипотеки

Андрей СУЧКОВ,
заместитель руководителя Департамента инвестиционных продуктов — начальник Управления секьюритизации — старший вице-президент, Банк ВТБ (ПАО)

Новый рекорд установлен, но вопросы остаются

Прошедший 2025 г. был для российского рынка ипотечного кредитования, первичного ипотечного рынка, очень непростым. Он начался с резкого падения выдачи, которая за первое полугодие сократилась вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. Основной причиной такой динамики было последовательное ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП). Вслед за ростом ключевой ставки до 21% средняя ставка по рыночной ипотеке вышла в январе 2025-го на уровень 29%, т. е. стала абсолютно запретительной, что привело к фактическому обвалу предоставления кредитов. Переход к постепенному смягчению ДКП, начавшийся во втором полугодии, привел сначала к некоторому замедлению падения, а с осени выдача кредитов стала постепенно расти. Однако, несмотря на заметное снижение, средние ставки по рыночной ипотеке в конце года превышали 21% и доступными не стали.

В этой ситуации основным фактором развития ипотечного рынка оставались льготные программы, более того, значение ипотеки с государственной поддержкой продолжало усиливаться. В отдельные месяцы года доля ипотеки с господдержкой в общем объеме предоставленных кредитов превышала 80%. Настоящий всплеск выдачи пришелся на декабрь, когда в ожидании ужесточения условий по семейной ипотеке, которые вступали в силу с 1 февраля 2026 г., спрос на нее резко вырос. В результате общая выдача за декабрь составила 811 млрд руб., из которых на льготные программы (и прежде всего на семейную ипотеку) пришлось 661 млрд руб., или 81.5%.

По итогам 2025 г. общий объем выдачи в рамках льготных программ показал небольшой рост в 2% по сравнению с 2024-м, а спад пришелся на рыночные ипотечные кредиты, объем предоставления которых уменьшился на 42%.

Общее снижение объема предоставленных за год ипотечных кредитов составило 9%, что стало заметно меньше прогнозов не только середины, но и конца года, когда большинство экспертов ожидали спада на 20%. Рекордный декабрь помог несколько сгладить ситуацию.

Рисунок 1
Выдача ипотечных кредитов и объем ипотечной секьюритизации в России

Источники: Банк России, ПАО «ДОМ.РФ», Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)

А вот динамика вторичного ипотечного рынка, рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), т. е. ипотечной секьюритизации, была прямо противоположной. За год выпущено ИЦБ на 680 млрд руб., что на 25 % больше, чем в 2024 г., и больше, чем в рекордном 2023-м, который был также рекордным и по выдаче ипотеки (Рисунок 1).

Всего в 2025 г. закрыто 12 сделок, из которых 11 — сделки по программе ДОМ.РФ, на которые пришлось 98.5 % от всего объема ипотечной секьюритизации. В качестве оригинаторов выпусков облигаций ДОМ.РФ выступили всего пять банков. Свою тринадцатую сделку реализовал ВТБ, а общий объем его ИЦБ, выпущенных в рамках программы, составил 1.24 трлн руб. Очередные сделки закрыли Банк ДОМ.РФ и Металлинвестбанк. Первые выпуски ипотечных облигаций, чего мы давно ожидали, разместил Альфа-Банк. Беспрецедентный результат показал Сбер, закрыв шесть сделок на 454 млрд руб., это 67 % от общего объема, при этом две его сделки — почти на 200 млрд руб. — пришлись на декабрь, что и позволило выйти на общий рекорд по итогам года. Единственной рыночной сделкой вне программы стал выпуск ипотечных облигаций Т-Банка (Таблица 1).

Доля ИЦБ в общем объеме эмиссии корпоративных облигаций, который тоже в прошлом году был рекордным, составила 7.2 %. А доля ипотечных бумаг в эмиссии облигаций компаний финансового сектора, куда входят и банки, выросла до 35 %. Доля эмиссии ипотечных бумаг в выдаче жилищных ипотечных кредитов (один из основных показателей уровня развития секьюритизации) за прошлый год увеличилась до 15 %, что и по международным меркам вполне приличный результат. Правда, это произошло на фоне общего снижения выдачи.

Подобная парадоксальная, на первый взгляд, ситуация связана в том числе с тем, что жесткой взаимосвязи между первичным и вторичным ипотечными рынками у нас нет и ипотечная секьюритизация в последние годы не выполняет у нас свою главную по определению функцию — механизма привлечения долгосрочных ресурсов для фондирования новой выдачи, для чего требуется продажа ИЦБ инвесторам.

В прошлом году из 12 сделок 11 по программе ДОМ.РФ были практически полностью выкуплены банками-оригинаторами себе на баланс. Одна классическая рейтингованная сделка — сделка Т-Банка — была изначально ориентирована на продажу в рынок. Старший транш с рейтингом AAA(ru.sf) объемом 8.5 млрд руб. размещался среди инвесторов, в том числе физических лиц. Облигации Т-Банка были обеспечены нецелевыми ипотечными кредитами под залог жилья, ставка по которым позволяла предложить инвесторам интерес-

Таблица 1
Эмиссия ипотечных облигаций в 2025 г.
Источники: ПАО ДОМ.РФ, Cbonds.ru, расчет Банка ВТБ (ПАО)

№	Оригинатор	Эмитент	Дата размещения	Объем эмиссии, млн руб.	Состав обеспечения*	Средневзвешенная процентная ставка по кредитам в обеспечении
1	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.01.2025	1999	100 % — ГЖ	11.66
2	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.01.2025	63 454	100 % — ГЖ	4.78
3	ПАО АКБ «Металлинвестбанк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	27.05.2025	6399	66.95 % — ГЖ, 33.05 % — ДДУ	5.90
4	АО «Альфа-Банк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	26.06.2025	35 376	100 % — ГЖ	5.84
5	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	11.07.2025	86 337	100 % — ГЖ	18.28
6	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	11.07.2025	102 742	45.69 % — ГЖ, 54.31 % — ДДУ	5.22
7	Банк ВТБ (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	01.08.2025	90 003	100 % — ГЖ	9.83
8	АО «ТБанк»	Ипотечный агент ТБ-2	05.08.2025	10 000	100 % — ГЖ	28.55
9	АО «Альфа-Банк»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	13.11.2025	66 027	100 % — ГЖ	6.03
10	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	19.12.2025	47 563	96.11 % — ГЖ, 3.89 % — ДДУ	19.70
11	Сбербанк (ПАО)	ДОМ.РФ Ипотечный агент	19.12.2025	151 862	40.79 % — ГЖ, 59.21 % — ДДУ	5.62
12	АО «Банк ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	24.12.2025	18 250	100 % — ГЖ	6.47
			Всего:	**680 012**		

* ГЖ — требования, обеспеченные ипотекой (готовое жилье), ДДУ — требования, обеспеченные залогом прав требования участника долевого строительства.

ный купон. Но это менее 1.5 % от общего объема эмиссии ИЦБ прошлого года.

Все бумаги с поручительством ДОМ.РФ были приняты банками-оригинаторами себе на баланс, что давало им ощутимые выгоды.

Во-первых, привлечение краткосрочной ликвидности через операции РЕПО.

Общий объем сделок РЕПО составил в 2025 г. 11.04 трлн руб., и подавляющая часть операций пришлась на сделки с Центральным контрагентом (ЦК), при том что доля биржевого РЕПО с Казначейством России, которая была преобладающей в предыдущие годы, резко сократилась. Включение ИЦБ ДОМ.РФ в состав клиринговых сертификатов участия (КСУ) дает дополнительную возможность для наращивания операций РЕПО с ЦК, проводимых Казначейством России, однако информация о структуре КСУ не раскрывается, а поэтому дать точную оценку общего объема РЕПО с ипотечными облигациями ДОМ.РФ не представляется возможным.

Очевидно, что операции РЕПО остаются главным механизмом использования ИЦБ с целью привлечения краткосрочных ресурсов.

Введение национального норматива краткосрочной ликвидности, в соответствии с которым с октября 2025 г. банки могут в состав высоколиквидных активов включать не более 30 % выпуска ценных бумаг, размещенных после 01.01.2025, стало дополнительным стимулом к увеличению операций РЕПО с ИЦБ.

Существующая возможность учитывать ипотечные бумаги как высоколиквидный актив остается существенным нормативно-регуляторным фактором при организации сделок секьюритизации.

Во-вторых, замена закладных на ИЦБ на балансе дает снижение нагрузки на капитал, с учетом того что RWA по бумагам с поручительством ДОМ.РФ составляет 20 %.

Степень снижения нагрузки на капитал в результате замены ипотечных кредитов на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ на балансе отдельных банков может существенно различаться. Это зависит как от рисковых характеристик

базового портфеля, так и от методики расчета риск-весов. Использование банком согласованного подхода на основе внутренних рейтингов (ПВР) делает эту регуляторную выгоду, как правило, менее весомой.

С 2030 г. все системно значимые банки при оценке величины кредитного риска будут должны перейти на ПВР, однако уже сегодня на банки, применяющие данный подход, приходится подавляющая доля ипотечного портфеля.

В-третьих, это налоговая выгода. Ставка налогообложения процентного дохода по ИЦБ также равна 20 %.

В целом ситуация, когда банки-оригинаторы выкупают ИЦБ себе на баланс, вполне нормальна. Более того, в периоды повышенной финансово-экономической неопределенности она типична, в том числе и для европейского рынка, и в начале года мы подобную структуру вложений и ожидали. Учитывая средневзвешенную доходность портфелей и уровень рыночных ставок, банки в большинстве случаев не могли предложить бумагу с привлекательной доходностью, если бы продавали без дисконта.

Сделки прошлого года по программе ДОМ.РФ различались по составу и структуре обеспечения, доходности портфеля, характеристикам купона. При этом, несмотря на жесткие финансовые условия, некоторые из них могли бы найти спрос со стороны инвесторов. Прежде всего это ипотечные облигации, обеспеченные свежевыданными рыночными кредитами, т. е. кредитами с высокой ставкой, и такие выпуски были.

Значительная часть сделок была обеспечена кредитами по льготным программам. Доля кредитов с господдержкой в покрытии выпусков ИЦБ ДОМ.РФ выросла в 2025 г. до 66 с 30 % (2024 г.). Доходность таких бумаг привязана к ключевой ставке Банка России и может быть рыночно привлекательной. В прошлом году мы видели ряд сделок с плавающей ставкой КС+. Аппетит инвесторов в этом случае будет зависеть от спреда к ключевой ставке в предлагаемом по облигациям купоне, что в свою очередь связано с уровнями возмещения Минфином России доходности банков по льготным кредитам, т. е. величины субсидии, которая рассчитывается исходя из надбавки к КС. В соответствии с решениями Минфина России уровень этой надбавки по семейной ипотеке колеблется в последние годы от 1.5 до 4 % и с 1 января 2026 г. составляет 2 %. С учетом затрат по сделке секьюритизации конечная величина спреда по купону ИЦБ будет заметно меньше. В предлагаемых в прошлом году сделках с плавающим купоном доходность составляла от КС + 0.5 п. п. до КС + 0.96 п. п., что выглядело не слишком привлекательно для инвесторов.

Однако попыток продать в рынок ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, обеспеченные льготными или рыночными кредитами, в прошлом году практически не предпринималось.

Но беспокоит то, что подобное положение, когда оригинаторы берут себе на баланс львиную долю выпусков, длится у нас уже 6 лет, с начала пандемии, включая периоды, когда рыночная ситуация была относительно благоприятна и бумаги можно было продать. Последним годом, когда значительная сумма ипотечных облигаций была размещена среди инвесторов, стал 2019-й, ВТБ тогда продал в рынок ИЦБ более чем на 200 млрд руб. С 2020 г. этот процесс остановился.

Общий объем торгов ипотечными облигациями составил в 2025 г. 5.5 млрд руб. по сравнению с 75 млрд руб. в 2021 г. С учетом того что по итогам года в обращении находилось 80 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ на 2.1 трлн руб., это ничтожно мало.

При этом бумаги удовлетворяют требованиям по инвестированию средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов, страховых резервов и собственных средств страховщиков, временно свободных средств госкомпаний и госкорпораций. В свое время во многом благодаря усилиям ДОМ.РФ был утвержден специальный 5 %-ный лимит на вложение пенсионных накоплений в ипотечные бумаги. Сегодня доля вложений пенсионных накоплений в ИЦБ у крупнейших НПФ существенно ниже 1 %, самая высокая среди них доля у НПФ Газфонда — 0.5 %. И их тоже не упрекнешь — нужна рыночная доходность. Но главное, с потенциальными инвесторами нужно работать.

А без продажи в рынок ИЦБ не только не играют роли инструмента привлечения долгосрочных ресурсов, но и не выполняют свою вторую важнейшую функцию, функцию управления и минимизации процентного риска — главного риска долгосрочного ипотечного кредитования по фиксированной ставке, с которым наши кредиторы столкнулись в прошлом году.

Ситуация по своим исходным предпосылкам напоминала ситуацию в США в 80-х гг. прошлого века, когда обрушилась система ссудо-сберегательных ассоциаций, о чем мы писали в «Энциклопедии российской секьюритизации — 2025». С целью борьбы с инфляцией ФРС долго держал ставку на самом высоком уровне, вплоть до 20%. В результате система savings&loans, специализирующаяся на ипотечном кредитовании, рухнула, что стало крупнейшим банковским кризисом со времен Великой депрессии. Тогда и пришли к выводу, что фиксированную ипотеку нужно полностью секьюритизировать и продавать с баланса, и этот процесс пошел по нарастающей.

У нас по итогам прошлого года портфель вместе с секьюритизацией оценивается в 23 трлн руб., из которых доля рыночной ипотеки составляет 45%, или порядка 10 трлн руб. Из этого объема примерно 1 трлн руб. — это кредиты, выданные в течение года по высокой ставке, остальные 9 трлн руб. были сформированы ранее — в период низких ставок, они и несли процентный риск, который реализовался. По самому общему расчету при стоимости фондирования банков в 2025 г. в 13–14% и средней ставке по старой рыночной ипотеке в 10–11% отрицательный разрыв по портфелю в 9 трлн руб. составляет 270–360 млрд руб. за 2025 г. — вот она стоимость процентного риска.

И подобная ситуация у нас случается не первый раз.

Впервые мы столкнулись с всплеском процентного риска в результате финансового кризиса 2008–2009 гг. Ипотечные портфели многих российских кредиторов ушли в минус, выдача в 2009 г. сократилась в 3.5 раза. Но размер самих портфелей как в абсолютном, так и в относительном значении тогда был сравнительно невелик. Второй раз это случилось в конце 2014-го — начале 2015 г., когда ключевая ставка выросла до 17%. Многие банки просто остановили ипотечное кредитование. Но Банк России достаточно быстро начал снижать ставку, а в марте 2015-го была принята государственная программа субсидирования ставки по кредитам на новостройки, что помогло ипотечной индустрии выйти из ступора.

И, наконец, прошлый год, вернее, два прошлых года, поскольку вопрос процентного риска уже вовсю проявился в 2024 г. Ситуация могла бы быть гораздо хуже, если бы не растущая в последнее время доля льготных кредитов в портфеле, где процентный риск фактически берет бюджет. Доля этих кредитов к концу года составила 55%, и это, конечно, сгладило остроту проблемы.

Даст ли очередной случившийся всплеск процентного риска в ипотеке импульс к развитию рыночной секьюритизации как инструменту управления этими рисками (как это было в США в 1980–90-х гг.)? Мы это увидим по мере восстановления первичного ипотечного рынка, на что очень рассчитываем уже в этом году. При этом по всем прогнозам ставки продолжат снижаться, а доля рыночной ипотеки в выдаче начнет ощутимо расти.

Надежность ипотечных облигаций не вызывает сомнения, что связано не только с поручительством ДОМ.РФ, но и с высоким качеством портфеля. Доля просрочки свыше 90 дней по кредитам в обеспечении программных выпусков составила на конец прошлого года 0.3% против 1.2% по банковской системе в целом. Нормативно-регуляторный режим для ИЦБ ДОМ.РФ весьма благоприятен, по некоторым параметрам он даже сравним с ОФЗ. Что еще можно было бы сделать для придания импульса развитию рынка, какие государственные инициативы следует реализовать? Одним из предложений, которое лежит на поверхности, может быть покупка ИЦБ за счет государственных средств. Подобный подход у нас даже практиковался, когда АИЖК покупало ипотечные облигации по итогам проводимых конкурсов. В условиях действующей сегодня программы ДОМ.РФ такой механизм будет выглядеть весьма странным. Хотя в нача-

ле 2026 г. в США президент Трамп выступил с поручением правительству о покупке ипотечных бумаг на сумму $200 млрд с целью снижения ставки по кредитам и повышения доступности жилья, средства на которую будут взяты из резервов Фэнни Мэй и Фредди Мак. Целью нашей государственной политики в области ипотечного кредитования, безусловно, является повышение доступности кредитов для повышения доступности жилья, правда, как показала практика, корреляция между этими двумя составляющими не всегда положительная, поскольку одним из эффектов увеличения объемов льготного кредитования стал рост цен на жилье. В 2025 г. суммарные госрасходы на субсидирование льготных ипотечных программ составили 2 трлн руб. Если предположить, что часть этих средств была бы направлена на выкуп ипотечных облигаций, то в условиях высоких рыночных ставок их снижение в результате выкупа было бы относительно столь малым, что не оказало бы влияния на доступность кредитов.

Даже в условиях высоких процентных ставок дополнительным импульсом роста рыночной составляющей мог бы стать выпуск траншированных облигаций как на базе ипотечных портфелей, так и на базе уже эмитированных ИЦБ ДОМ.РФ, где отдельные классы облигаций будут структурированы на основе определенных правил распределения денежных потоков. Классы могут отличаться уровнем риска, в том числе досрочного погашения, характеристиками купона и другими параметрами и зависеть от аппетита инвесторов с различным инвестиционным профилем. Это будет содействовать ипотечным облигациям возвращению их роли механизма финансирования новой выдачи, как это было в 2012–2019 гг. у ряда российских банков, которые активно использовали секьюритизацию в стратегии фондирования ипотечного кредитования.

Говорить о влиянии вторичного ипотечного рынка на первичный рынок кредитования можно только, если между ними существует плотная взаимосвязь, для чего рынок ИЦБ должен быть емким и ликвидным, о чем мы говорим уже много лет. Это требует совместных скоординированных действий оригинаторов, продавцов ИЦБ, ДОМ.РФ, направленных на формирование рыночной среды с целью увеличения объемов рыночной реализации ипотечных облигаций.

Упаковывать кредиты в бумаги и продавать их в полном объеме инвесторам — задача совсем непростая. Возможно ли это? Да, безусловно. И это подтверждает развитие секьюритизации потребительских кредитов, которое мы наблюдали в прошлом году и видим в текущем.