Наталия КОЛЬЦОВА, исполнительный директор по финансам, АИЖК

«Рынку ипотечных облигаций надо помогать»

В интервью Cbonds Review исполнительный директор по финансам АИЖК Наталия Кольцова рассказала о том, есть ли в России рынок ипотечных облигаций, как можно стимулировать развитие этого инструмента и сделать его более ликвидным, а также поделилась перспективами реализации дебютной сделки по выпуску ипотечных бумаг на основе объединения ипотечных пулов разных участников рынка.

– Каковы ваши прогнозы по рынку ипотеки в 2012 году? Сохраняет ли АИЖК свой прогноз по выдаче новых кредитов на 2012 год?

– Первое полугодие показало, что при всех сложностях на финансовых рынках, которые наблюдались с начала года, рынок ипотеки вырос, причем несколько больше наших ожиданий. Его объем за первые шесть месяцев вырос в 1.6 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Но при этом есть и другая тенденция. Уже в первом полугодии мы начали наблюдать стабильный рост процентных ставок на рынке. Практически все банки постепенно поднимали свои ставки по ипотеке. Если в начале года средняя ставка по рынку находилась на уровне 11.8%, то сейчас она составляет 12.1%. Мы наблюдаем устойчивую тенденцию к росту ипотечных ставок. Поэтому наш прогноз по ставке на конец года находится в диапазоне 12.2–12.5%. Основная причина роста связана с тем, что стоимость заимствований для банков растет, причем как на европейском, так и на внутреннем рынке. При этом рост ставок происходил на фоне максимальных объемов выдачи ипотечных кредитов.

– Чем вы это объясняете?

– Скорее всего, заемщики, видя ситуацию на рынке капитала и динамику стоимости заимствований, отдают себе отчет в том, что ставки снижаться не будут, а продолжат расти. Те, кто все равно хотел купить жилье и воспользоваться при этом ипотекой, поняли, что лучше сделать это сейчас, чем даже через полгода, и спешили взять ипотеку, пока условия получения кредитов достаточно комфортные. Поэтому объемы кредитования в первом полугодии в какой-то степени даже превысили наши ожидания. Но в целом тот прогноз, который мы озвучивали по рынку на 2012 год — это примерно 800 млрд – 1 трлн руб.,— остается неизменным.

– Как вы считаете, если ли тенденция к тому, чтобы ставки постепенно все же начали снижаться?

– Когда-нибудь они, конечно, начнут снижаться, потому что в любой экономике есть некие циклы. Но здесь арифметика очень проста. Из чего состоит ставка по ипотеке: это стоимость фондирования банков — то, по какой цене они привлекают деньги, и кредитная маржа. Еще одна составляющая — это операционная маржа и некая минимальная прибыль, с которой должны работать рыночные участники. Пока у нас долговые рынки напоминают американские горки, стоимость, по которой можно разместиться, сопоставима со стоимостью ипотеки, и ни о каких предпосылках снижения ставки говорить не приходится. Банки вынуждены привлекать средства на внутреннем рынке через

депозиты. Средняя ставка по ним, согласно данным Центробанка, сейчас составляет 10.8% при стоимости ипотеки 12.1%. При этом надо понимать, что ипотека — это долгосрочный проект. А длинные деньги взять негде, потому что чем более волатильны рынки капитала, тем выше ставки и короче срок, на который можно привлечь заимствования. Увлекаться фондированием короткими займами — значит взять на себя достаточно высокие риски.

Согласно правительственной программе развития ипотеки к 2018 году ставка по ней будет равна уровню инфляции +2.5%. К сожалению, стоимость фондирования не всегда коррелирует с динамикой инфляции. К примеру, до 2007 года ориентир процентной ставки, установленный для 2018 года, перевыполнялся. Стоимость фондирования была ниже, чем официальная инфляция в стране. Сейчас все наоборот. Еще возникает вопрос правильности сопоставления этих двух параметров. В целом в этой цифре, наверное, нет ничего нереального.

– Вы не ожидаете всплеска неплатежей со стороны заемщиков из-за нестабильной ситуации на финансовых рынках? Как себя ведет показатель уровня просрочки по ипотечным кредитам?

– Если стоимость фондирования у нас в большей степени зависит от ситуации на рынках капитала в той же Европе, то уровень просрочки все же связан с внутренними экономическими факторами. Здесь ситуация складывается гораздо лучше. В первом полугодии уровень безработицы снизился. Конечно, это во многом и сезонный фактор тоже, но и резкого колебания, как в 2009 году, например, мы не видели. Относительно благоприятное состояние экономики отражается на поведении заемщиков по выплате задолженности по ипотечным кредитам. Насколько мы видим, динамика просроченной задолженности уверенно продолжает снижаться. Пусть и не такими темпами, какие были в 2010 году. Сейчас они намного скромнее, но в целом динамика остается позитивной. По портфелю кредитов уровень просроченной задолженности составляет 2.7%. Для сравнения: на 1 июля 2010 года это было 3.7%. Более того, если говорить о рублевых кредитах, то доля просрочки и того ниже — 1.7%. Значительную долю в просроченных платежах обеспечивает ипотека в иностранной валюте, которая была выдана еще в докризисное время. Люди не в состоянии платить по этим кредитам по разным причинам. Отчасти потому, что стоимость платежа в рублях выросла гораздо больше, чем уровень доходов, инфляция и любой другой показатель, но еще и потому, что размер кредита, конвертированный в рубли, превышает стоимость жилья. Цена на квартиру, которая находится в залоге, за прошедший период не выросла настолько, насколько обесценился рубль. Это резко снижает мотивацию заемщика погашать такой валютный кредит. Если просроченная задолженность по рублевым кредитам составляет 1.7% в целом по рынку, то по валютным кредитам — уже порядка 14.5%. Доля валютной ипотеки в новой выдаче сейчас невелика — она не превышает 1.5% от всех выдаваемых кредитов. Для сравнения: в 2007–2008 годах на валютные займы приходилась одна пятая общего объема кредитования, потому что заемщики не ожидали резкого роста курса, а ставки в валюте были ниже. Это подталкивало многих брать именно валютный кредит.

> «ПЫТАТЬСЯ ЧТО-ТО СДЕЛАТЬ В СФЕРЕ ИПОТЕЧНЫХ БУМАГ БЕЗ РЕШЕНИЯ ПРОБЛЕМЫ ОБЩЕГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ НАШЕГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА ДОСТАТОЧНО ТЯЖЕЛО»

– АИЖК является, пожалуй, главным локомотивом развития сегмента ипотечных ценных бумаг в России. Можно ли вообще говорить о существовании этого рынка у нас в стране? Какие факторы оказывают на него влияние?

– Рынок существует, потому что есть вся необходимая инфраструктура, законодательная база, позволяющая банкам воспользоваться этим инструментом фондирования. Я не буду говорить, что этот рынок сильно развит, скорее, он находится в начальной стадии, но тем не менее он есть. Всего за его историю российскими эмитентами было выпущено 150 млрд руб. ипотечных ценных бумаг. Причем если до кризиса, в 2006–2007 годах, большая часть приходилась на офшорные сделки, представляющие собой трансграничную секьюритизацию, то начиная с 2008 года большая часть кредитов была секьюритизирована по российскому праву.

– Почему внутренние локальные сделки стали так популярны?

– Помимо развития инфраструктуры и доработки законодательства, улучшающих технологичность этого инструмента, защищающих права инвестора в ипотечные бумаги, сыграл свою роль тот факт, что на рынке появились первые ключевые внутренние инвесторы. Во-первых, с 2009 года были сняты все ограничения на инвестирование в этот тип бумаг средств пенсионных накоплений, в том числе в лице государственной управляющей компании. Внешэкономбанк (ВЭБ) активно участвует в размещениях ипотечных облигаций и покупает эти бумаги на тех условиях, которые ему кажутся интересными.

Толчком для этого рынка, несомненно, стал запуск программ покупки ИЦБ Внешэкономбанка и АИЖК. Программа инвестиций средств ВЭБ в проекты доступного жилья и ипотеку объемом 150 млрд руб. стартовала в 2010 году и решала задачу стимулирования строительства жилья и спроса со стороны населения на квартиры во вновь построенных домах. В период выхода из кризиса это было актуально. Сейчас в ней 11 участников, включая АИЖК. Эта программа впервые использовала механизм ипотечных ценных бумаг и с его помощью обеспечивала льготную ставку фондирования банкам. Пенсионный фонд покупает один транш выпуска ипотечных облигаций с рыночной доходностью — она была определена на уровне 9%, что примерно соответствует рыночным параметрам для бумаг такой дюрации и надежности. Второй транш выкупается по ставке 3% за счет собственных средств Внешэкономбанка. Пропорция дает итоговую ставку 7% годовых. Это позволило

ограничить ставку выдачи ипотечных кредитов населению участниками программы 11%, что в 2010 году было очень неплохо. В настоящий момент эта разница менее ощутима. Но с учетом того, что ставки растут и, скорее всего, продолжат некий рост до конца года, разница со ставкой по ипотеке вне рамок данной программы может увеличиться.

Еще одним стимулом для рынка послужила программа выкупа ипотечных облигаций, которую объявило агентство. На сегодняшний день ее общий объем составляет 60 млрд руб. Контрактов чуть меньше, потому что не все участники вышли на заключение договора по результатам конкурсов. В целом мы рассматриваем этот проект как весьма успешный. Он решает две основные задачи. Первая — заместить часть нашего портфеля ипотечных кредитов более технологичным инструментом в виде облигаций с ипотечным покрытием. Вторая задача — возможность хеджировать для банка процентный риск. Мы понимаем, что накопление пула длится достаточно долго. Это может быть и полгода, и год, и полтора, в зависимости от того, какие темпы у конкретного участника. Агентство в рамках программ фиксирует ставку, по которой готово выкупить облигации уже сегодня. Соответственно, выдавая ипотеку по фиксированной ставке, банки снижают для себя риск того, что в будущем они не смогут рефинансировать накопленный портфель по приемлемой для себя доходности. То есть это еще и инструмент хеджирования процентного риска для банка.

> ДЛЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ТОЖЕ ВАЖНА ВОЗМОЖНОСТЬ В ЛЮБОЙ МОМЕНТ ИНСТРУМЕНТ ПРОДАТЬ

– Как еще можно стимулировать развитие рынка ипотечных облигаций? Другие механизмы существуют?

– Прежде всего этому рынку нужна некая статистика, которая позволит правильно анализировать инструмент и принимать правильные инвестиционные решения. Инвесторам важно понимать этот инструмент и быть уверенными в нем. Он сложный — это не обычная корпоративная облигация с погашением ровно через три года. Понятно, что о величине купона мы договариваемся на размещении, ставка фиксируется, инвестор понимает, какой доход он получит. По-другому обстоит дело с погашением. Как правило, есть два типа ипотечных бумаг. В первом случае — это, по сути, обычная корпоративная облигация банка, у которой есть дополнительное обеспечение в виде пула ипотечных кредитов. То есть в большей степени это корпоративный риск. Есть второй способ эмиссии ипотечных облигаций — через ипотечного агента, когда источником средств для выплат по облигациям является пул ипотечных кредитов. Это во многих отношениях более надежная структура, которая не зависит от того, что будет с банком через пять или более лет. Этот пул кредитов лежит в отдельной компании и предназначен для выплат инвесторам. В такой структуре погашение облигаций, как правило, происходит по мере того, как сами ипотечные заемщики погашают кредиты — досрочно или планово. Эти поступления и направляются на погашение облигаций.

– То есть инвестор не уверен в дюрации актива?

– Оперирование такими параметрами, как, например, ожидаемое погашение, — непривычный механизм. Здесь важная задача — полнота раскрытия статистики, предоставление максимально полной информации инвесторам. Тем самым вы показываете, что юридически прописанный в документации срок погашения составляет 30 лет, а реальный срок будет три, четыре года или пять лет, в зависимости от характеристик пула. Мы стараемся дополнять структуру своих выпусков комфортными условиями для инвесторов. Например, если мы верим, что облигации старшего транша погасятся через четыре года, и видим, что этого будет достаточно, чтобы полностью амортизировать старший транш, то мы, например, выставляем по нему оферту. Это такой дополнительный комфорт — у инвестора есть оферта АИЖК, гарантирующая, что дальше этого срока облигация жить не будет. Такие элементы позволяют меньше бояться инструмента и проще его анализировать. С появлением на рынке некого объема статистики, когда можно будет убедиться, проверить и поверить, — наверное, такие бумаги можно будет продавать именно как ипотечную облигацию без каких-либо встроенных опционов, которые нужны для дополнительного комфорта.

> МЫ ПЛАНИРУЕМ РАЗВИВАТЬ МЕХАНИЗМ ВЫСТАВЛЕНИЯ ДВУСТОРОННИХ КОТИРОВОК ПО ИПОТЕЧНЫМ БУМАГАМ, КАКИМ-ТО ОБРАЗОМ СТИМУЛИРОВАТЬ ЭТИ ТОРГИ, ПО СУТИ, ТОЖЕ ВЫСТУПАТЬ НЕКИМ МАРКЕТМЕЙКЕРОМ

– Сегодня один из главных недостатков рынка ипотечных бумаг — отсутствие ликвидности. Эта проблема как-то решается?

– Во-первых, я бы сказала, что сейчас эта проблема актуальна не только для ипотечных бумаг, она характерна для рынка облигаций в целом. Пытаться что-то сделать в сфере ипотечных бумаг без решения проблемы общего оздоровления нашего финансового рынка достаточно тяжело. Мы должны дождаться позитивной динамики на долговом рынке в целом. После этого можно будет говорить о том, что ипотечный сегмент тоже ждут некие улучшения. Понятно, что этому надо помочь. Основная помощь должна заключаться в появлении маркетмейкеров, которые ставят двусторонние котировки и позволяют обеспечивать тем самым некую поддержку ликвидности. Понятно, что в целом ликвидность этого инструмента никогда не сравнится с рынком корпоративных долгов в целом. Потому что он рассчитан на долгосрочных портфельных инвесторов, которые покупают бумаги и держит их до погашения. Но и для этих инвесторов важна возможность в любой момент инструмент продать. АИЖК эту задачу перед собой тоже ставит.

– Как эту проблему можно решать?

– Я уже упоминала о том, что АИЖК выкупает старшие транши бумаг в рамках своих программ. Мы

планируем развивать механизм выставления двусторонних котировок, каким-то образом стимулировать эти торги, по сути, тоже выступать неким маркетмейкером, не в том смысле, в котором это сейчас понимается на бирже, потому что мы не профучастник. Но мы ищем пути сотрудничества с несколькими банками в этой области.

– А банки готовы идти на диалог?

– Это интересно тем, кто тоже заинтересован в развитии данного инструмента и источника фондирования для себя.

– Пока число таких участников ограничено?

– Собственно говоря, выпуск ипотечных ценных бумаг будет являться важным инструментом только для тех участников, которые в состоянии накопить достаточно большой портфель ипотеки и сделать сделку. Мы понимаем, что сделка с объемом менее 2 млрд руб. — очень дорогая для банка, потому что стоимость ее подготовки высока. Соответственно, чем больше объем выпуска, тем дешевле удельный вес этих расходов в общем объеме привлекаемого фондирования. Поэтому этот рынок будет ограничен по количеству участников. С другой стороны, сейчас мы готовим пилотную сделку, в которой несколько участников объединяют свои ипотечные пулы. В результате на основе четырех пулов разных компаний будет сделан один выпуск. Практика новая. После того как эта схема будет отработана и покажет свою состоятельность, этот механизм можно будет предложить средним банкам, более мелким участникам, которые смогут объединяться друг с другом для выпуска ипотечных ценных бумаг.

– Есть ли какие-то риски и сложности при подготовке подобных сделок?

– Нет ничего невозможного. И риски для инвесторов будут приблизительно те же, что и при участии в стандартных выпусках. Подготовка этой сделки сложна тем, что каждый из участников, который предоставляет свой пул, должен быть готов в некоторой степени принять на себя риски всех остальных участников. Они разделят общий риск между собой пропорционально.

– Когда состоится первая сделка?

– Мы только приступили к ее подготовке, необходим какой-то период накопления пула, это продлится до конца 2013 года. Такое же предложение мы совместно с компанией «ВЭБ Капитал» сделали банкам, которые участвуют в программе Внешэкономбанка и чей темп накопления пула не так высок. Возможно, им это тоже будет интересно. Тогда на рынке появится несколько примеров подобных сделок.

– Каковы планы АИЖК по выпуску ипотечных бумаг на 2012–2013 годы?

– Мы выпускаем ипотечные бумаги каждый год, это уже стало нашей обычной практикой. Недавно мы закрыли техническое размещение нашей очередной сделки, будем смотреть на рынок, планируем выйти с размещением до конца года. У нас есть еще несколько выпусков на балансе, которые мы сможем разместить, если ситуация на рынке позволит это сделать. Соответственно, в следующем году вы увидите достаточно много выпусков со стороны и с участием АИЖК. Причем мы планируем осваивать новые инструменты. На следующий год у нас запланирована обширная инвестиционная программа. При этом в отличие от нескольких предыдущих лет, когда в период кризиса вливания в собственный капитал позволяли АИЖК поддержать увеличение объемов на рынке ипотеки, в 2013 году основным источником фондирования будут новые заимствования.

> «КАЖДЫЙ ИЗ УЧАСТНИКОВ ВЫПУСКА, КОТОРЫЙ ПРЕДОСТАВЛЯЕТ СВОЙ ПУЛ, ДОЛЖЕН БЫТЬ ГОТОВ В НЕКОТОРОЙ СТЕПЕНИ ПРИНЯТЬ НА СЕБЯ РИСКИ ВСЕХ ОСТАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ»

– О каких объемах идет речь?

– Цифры мы пока озвучивать не готовы, сейчас только обсуждаем параметры программы. Это будет зависеть от потребностей агентства. Основное направление, на которое мы планируем занимать деньги, — это выкуп закладных и инвестирование в ипотечные ценные бумаги. Его объемы, по нашим прогнозам, должны быть не менее чем на 10–15% выше, чем в текущем году. У нас достаточно амбициозный прогноз по исполнению наших обязательств в рамках программ покупки ИЦБ. На 2013 год у агентства много контрактов, это порядка 27 млрд руб. Мы понимаем, если рынок не улучшится и наша ставка, которую мы зафиксировали для банков, окажется более привлекательной, чем та, которую они смогут получить на рынке, они придут к нам за исполнением оферты. И мы должны быть готовы ее исполнять.

Еще одно направление — это реализация программы «Стимул» по стимулированию предоставления кредитов (займов) на цели строительства и приобретения жилья. Но для этого у нас есть целевой источник в виде кредитной линии Внешэкономбанка, которую мы привлекли в конце прошлого года. Общий объем линии — 40 млрд руб., в рамках ее мы заключаем контракты и фондируем банки для выдачи денег застройщикам.

– Какие новые инструменты вы планируете тестировать?

– Например, биржевые облигации. Пока это только планы. Любые подобные предложения мы будем выносить на решение наблюдательного совета и в зависимости от потребности действовать на рынке.

– Биржевые облигации — это ведь короткие деньги…

– У нас в АИЖК сейчас ситуация такова, что ожидаемая дюрация активов несколько ниже этого показателя по пассивам, поэтому короткие деньги нам тоже нужны. А биржевые облигации — хорошая альтернатива и дополнение к банковским кредитам, которые мы активно используем.

Кроме того, мы активно работаем по сделкам РЕПО. У нас растет портфель ипотечных облигаций третьих лиц, которые мы выкупаем в рамках программы. Сейчас мы для себя развиваем по многим направлениям доступ АИЖК к механизмам РЕПО. У нас нет прямого доступа к рефинансированию в ЦБ, но такой механизм нам интересен, поэтому мы пытаемся развивать его через банки.