Андрей СУЧКОВ,
начальник Управления секьюритизации, «ВТБ Капитал»

В Группе ВТБ работает с 2002 года. Под его руководством в банке было создано и получило развитие новое направление — жилищное ипотечное кредитование. В 1993–1996 годах занимал должность руководителя проекта жилищного финансирования в российском представительстве Института экономики города (США) в рамках программы по реформе жилищного сектора.

Один из учредителей, член совета фонда «Институт экономики города» — российской некоммерческой организации, ведущего центра разработки жилищной реформы в РФ. С 1996-го по 1997 год работал исполнительным директором фонда. Один из разработчиков концепции развития ипотеки в России и создателей «Агентства по ипотечному жилищному кредитованию». С 1997-го по 2000 год — заместитель генерального директора АИЖК. На протяжении почти 20 лет активно участвует в создании законодательной базы и в практической реализации программ ипотечного кредитования и секьюритизации в России.

Окончил экономический факультет МГУ. Кандидат экономических наук.

Итоги и перспективы развития рынка ипотечной секьюритизации в России

Острота проблемы фондирования кредитных операций нарастала по системе в течение всего прошедшего года. Внешние рынки капитала оказались закрыты, внутренний рынок доступен только для узкой группы крупнейших банков с высоким рейтингом, сократился объем межбанковского кредитования. В этой ситуации критичное значение для финансирования экономики имеют внутренние рублевые сбережения населения, за которые развернулась настоящая борьба. Однако крайняя волатильность вкладов, на которые приходится порядка трети банковского фондирования, делает этот источник весьма ненадежным. Мы помним прошлогодний мартовский отток, когда было изъято более 340 млрд руб. вкладов. Беспрецедентной атаке вкладчиков подверглись банки и в декабре, после повышения ключевой ставки. По итогам года, с исключением курсовой разницы, вклады населения снизились на 2.5%. Резкое повышение доходности по вкладам и срочное решение правительства о повышении страховки до 1.4 млн руб. несколько стабилизировали ситуацию, однако при новых провалах рубля и росте инфляции новые набеги вкладчиков могут повториться. При этом поменялась модель поведения населения, которое сокращает сберегательную активность, а предпочитает тратить и хранить наличные. В этой ситуации рассчитывать на вклады как устойчивый источник фондирования вряд ли приходится.

Не менее остро стоит вопрос фондирования уже существующих портфелей. События последнего времени, резкий рост ставок и, как результат, рост стоимости привлекаемых ресурсов, еще раз показали, что ипотечные портфели российских банков, которые на 90% состоят из кредитов с фиксированной ставкой, крайне подвержены процентному риску, ведь финансируются они в основном за счет краткосрочных пассивов. Думаю, что ипотечные портфели целого ряда банков, средняя

ставка по которым за прошлый год составила около 12.5%, уже стоят на грани рентабельности. По итогам января чистая процентная маржа Сбербанка снизилась до 2.5–3.5% (в зависимости от методологии расчета), что представляет абсолютный минимум за последние семь лет. Цена пассивов у других кредитных организаций заметно выше, чем у Сбербанка.

Приходится еще раз напоминать, что используемый у нас инструмент – долгосрочный ипотечный кредит с фиксированной ставкой, держать на балансе слишком рискованно. Он изначально разрабатывался с прицелом на продажу государственным агентствам, таким как Fannie Mae в Америке и АИЖК у нас, или частным инвесторам, которые, обладая длинным инвестиционным горизонтом, способны принять на себя его риски.

Апробированным инструментом долгосрочного финансирования ипотечного кредитования и перераспределения рисков является секьюритизация. Сможет ли она в сегодняшних условиях стать дополнительным инструментом привлечения ликвидности и расширения источников фондирования для банков и одновременно стимулировать кредитование реального сектора, то есть содействовать восстановлению экономического роста? Одного универсального решения проблемы вывода российской экономики из кризиса не существует, поэтому нужно использовать все механизмы, способные обеспечить поддержку реальной экономики.

В прошедшем году активность использования секьюритизации как инструмента привлечения фондирования российскими банками существенно выросла (рисунок 1). В очередной раз был побит рекорд как по количеству, так и по объему секьюритизированных портфелей. Было закрыто 28 сделок общим объемом 244 млрд руб. Все, за исключением одной (трансграничная секьюритизация портфеля автокредитов ВТБ 24), были сделками по секьюритизации ипотечных портфелей в соответствии с российским законодательством. В результате доля ИЦБ в фондировании текущей выдачи достигла 14% (рисунок 2), что уже вполне сопоставимо с ЕС, где до кризиса секьюритизация обеспечивала порядка трети фондирования.

Хотя доля государственных программ в общем объеме секьюритизации несколько снизилась, с 26% в 2013 году до 24% в 2014 году, роль ВЭБа и АИЖК в развитии российского рынка ИЦБ оставалась центральной. Важно, что корпорации развития выступали и как активные рыночные инвесторы, приобретая ипотечные бумаги вне рамок своих программ. Выступая в качестве инвестиционных лидеров, они придавали определенную устойчивость развитию рынка, стимулируя, таким образом, частных инвесторов. Относительно позитивная рыночная ситуация продолжалась вплоть до июня, когда были закрыты две последние сделки, проданные в рынок (МКБ и МТС Банк). Со второго полугодия инвестиционная среда резко ухудшилась, интерес рыночных инвесторов к ИЦБ с их доходностью и ликвидностью практически исчез.

В прошлом году завершилась программа выкупа ипотечных бумаг ВЭБа. В декабре было закрыто 6 программных сделок на сумму 28 млрд руб. В условиях слабого рыночного спроса и его практического отсутствия со второй половины года значительно вырос объем сделок, откупаемых оригинатором на свой баланс (Retained) для целей последующего РЕПО с ЦБ. Их объем за год превысил 100 млрд руб., а доля в общем объеме выпусков выросла с 24% в 2013 году до 47% в 2014 году. Лидируют здесь банки Группы ВТБ — ВТБ 24 и Банк Москвы, на которых приходится подавляющая часть retained выпусков. То есть основной прирост рынка секьюритизации в прошедшем году объяснялся закрытием сделок по программе ВЭБа и ростом сделок retained. Запуск очередной программы ВЭБа сегодня, насколько нам известно, не рассматривается, хотя в текущих условиях это могло бы быть весьма целесообразным как по критериям целевого использования средств и уровня доступности конечных кредитов, так и с точки зрения деления рисков между инвестором и кредитором. Ценовые условия можно было бы скорректировать с учетом текущей рыночной ситуации.

Что касается целевого выпуска ИЦБ для РЕПО, то этот механизм может и должен быть использован, поскольку на сегодня это реальный и опробованный в период кризиса способ фондирования ипотеки. Следует отметить, что в Европе в годы прошлого кризиса доля удерживаемых на балансе секьюритизированных бумаг (ABS) составляла до 90%, и сегодня, несмотря на оживление рынка, составляет порядка половины (рисунок 3). С целью подтолкнуть рынок секьюритизации ЕЦБ в ноябре прошлого года начал программу покупки ABS и covered bonds на свой ба-

ланс. На сегодня общий объем выкупленных бумаг составляет 37 млрд евро covered bonds и 2.9 млрд евро ABS. Предполагается, что ЕЦБ сможет купить на свой баланс до нескольких сот миллиардов евро в течение трех лет. Речь идет об уже имеющихся и новых выпусках ABS, обеспеченных кредитами реальной экономике: малому бизнесу, ипотеке; автокредитах, которые соответствуют определенным критериям качества. Эта программа стала предшественником глобальной программы количественного смягчения, которую ЕЦБ объявил в начале года, и продолжит параллельное с ней существование. Запуск подобной программы Банком России мог бы кардинально поддержать отрасль, однако если вероятность этого мала, то изменение условий РЕПО ИБЦ и бумаг, обеспеченных другими активами, могло бы стать реальным вкладом ЦБ в антикризисную программу. Речь идет о снижении величины дисконтов, удлинении сроков РЕПО до 1 года и более, как это практиковалось в Европе, и снижении ставки по операциям долгосрочного РЕПО.

В целом, если говорить о результатах 2014 года и тенденциях развития отрасли, то можно отметить следующие моменты.

• Для целого ряда ипотечных кредиторов выпуск ИЦБ стал отработанной техникой привлечения ресурсов.

• Подходы различных банков в зависимости от размера, специализации, уровня рейтинга сложились разные: одни банки стали постоянными участниками программ АИЖК, другие стремились сразу выйти на рыночные размещения, а третьи целенаправленно откупали ипотечные бумаги себе на баланс для целей последующего РЕПО в ЦБ.

• Круг оригинаторов — участников рынка постепенно расширялся. Ключевую роль здесь играют программы АИЖК, в которых способны участвовать и небольшие кредитные организации, в том числе в рамках «мультиоригинаторных сделок».

• Сформирована работающая инфраструктура для сделок секьюритизации, что обеспечивает уменьшение затрат и повышение эффективности бизнеса.

• Системный интерес к бумагам, обеспеченным активами, стали проявлять российские частные инвесторы, их база заметно выросла. Негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании, инвестиционные банки достаточно быстро освоили новый инструмент и научились оценивать его специфические риски.

Вплоть до конца второго квартала интерес к секьюритизации российских активов проявляли зарубежные инвесторы, и задача нашего возвращения на западный рынок выглядела вполне реальной.

Что касается заинтересованности банков-оригинаторов, то задача расширения источников фондирования стоит сегодня крайне остро, и если секьюритизация дает такую возможность, ее будут непременно использовать, и не только в ипотечном кредитовании. Вступивший в силу Закон о секьюритизации открывает новые возможности по выпуску бумаг, обеспеченных неипотечными активами.

На сегодняшний день ЦБ РФ разработал необходимую нормативную базу для практи-

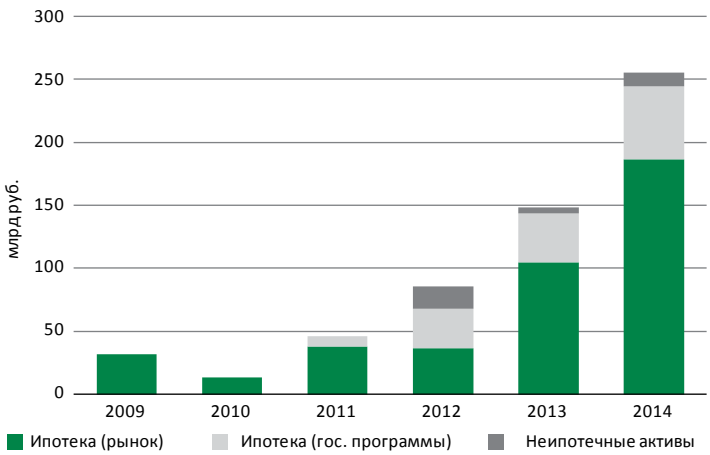

Рисунок 1
Объемы выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами

ческого использования нового законодательства. Ряд вопросов требует, на наш взгляд, уточнения, но с учетом весьма активной позиции ЦБ мы надеемся, что они будут сняты в ближайшее время.

Говоря о секьюритизации, нельзя обойти стороной более широкий вопрос банковского регулирования. И здесь опыт и уроки ЕС, где в последний год принимались активные попытки реанимировать секьюритизацию для целей кредитования реальной экономики, могут быть весьма полезны.

По мнению большинства европейских экспертов, ключевым фактором для будущего европейской секьюритизации будет состояние регулятивной среды, принятие или корректировка тех требований в отношении капитала и ликвидности, которые сейчас обсуждаются. Ряд шагов по снижению требований к ликвидности и капиталу по сделкам секьюритизации уже сделан. Однако отыгрывать принятые решения всегда непросто. Неадаптированное внедрение рекомендаций Базельского комитета способно серьезно затормозить становление российского рынка секьюритизации и лишить банки альтернативного механизма фондирования, который только в последние 2–3 года стал приобретать осязаемые очертания.

Инвесторская база — ключевой вопрос развития рынка. Сегодня мы реально можем ориентироваться только на внутреннюю инвесторскую базу. Она только начала формироваться и нуждается в серьезной поддержке, однако в нынешних рыночных условиях рассчитывать на высокую активность частных инвесторов особенно не приходится. Реальным выходом остаются операции РЕПО в ЦБ и покупка ипотечных бумаг корпорациями развития — ВЭБ и АИЖК.

Будущее ВЭБа как якорного инвестора в российские ипотечные бумаги остается неопределенным в связи с проведением пенсионной реформы, которая касается накопительной части пенсий, находящейся под управлением Банка. Отказ ВЭБа от инвестиций в ипотечные активы негативно скажется на формировании национального рынка ИЦБ. Смогут ли его эффективно заменить негосударственные пенсионные фонды, которым заморозили перевод пенсионных накоплений за 2014 и 2015 годы, а само существование накопительной пенсии регулярно ставится под сомнение, является ключевым вопросом для развития инвесторской базы для российских ИЦБ. В структуре внутренних источников инвестиционных ресурсов пенсионные фонды являются важнейшим, их доля как институционального инвестора на финансовом рынке уже превышает 80%. С уходом иностранных инвесторов альтернативы, кроме своих НПФ, у нас нет. Отказ от накопительной системы нанесет серьезный удар по внутрироссийскому инвестиционному потенциалу и практически закроет один из важнейших источников экономического роста в России.

В сегодняшних кризисных условиях важнейшей предпосылкой выживания рынка является его государственная поддержка через программы АИЖК. В обнародованной последней стратегии Агентства развитие рынка ипотечных ценных бумаг стоит на четвертом месте из четырех приоритетных направлений. Однако источники дальнейшего финансирования этого

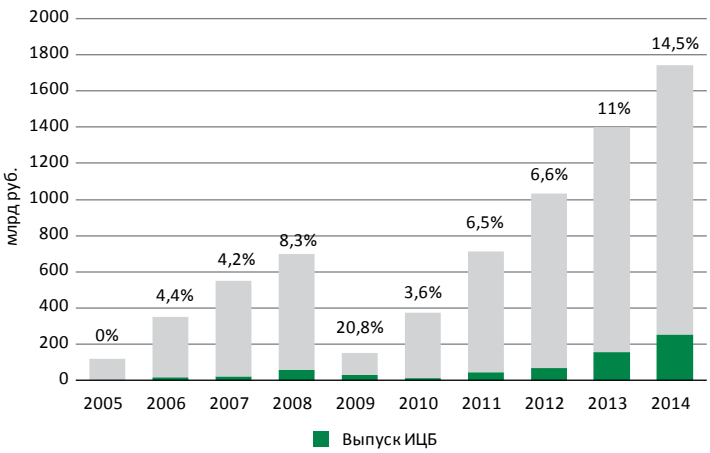

Рисунок 2
Отношение объема выпуска ИЦБ к объему ипотечных кредитов

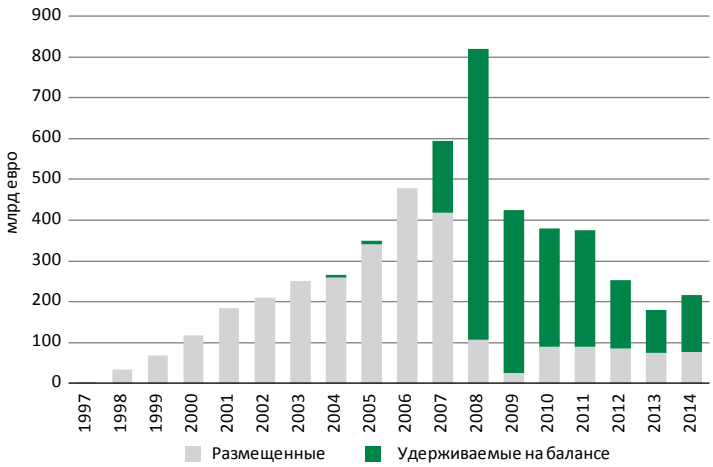

Рисунок 3
Объем выпусков европейских ABS

направления из представленной стратегии не вполне понятны. Если это исключительно рыночные заимствования, то сама возможность рефинансирования для банков-оригинаторов представляется весьма проблематичной.

В конце прошлого года правительством была одобрена концепция создания единого института развития жилищного строительства и ипотеки путем объединения АИЖК и Фонда содействия развитию жилищного строительства (Фонд РЖС). Основной задачей новой организации будет расширение кредитования строительства жилья эконом-класса и инженерной инфраструктуры по программе «Жилье для российской семьи», модернизация объектов коммунальной инфраструктуры и проведение капитального ремонта, льготное кредитование отдельных групп граждан, прежде всего бюджетников. Предполагается, что в общей структуре в той или иной форме будет создана кредитная организация с главной целью рефинансирования кредитов в ЦБ. Детали плана пока не обнародованы, однако общий тренд понятен — это превращение АИЖК из института развития рынка в институт строительства дешевого жилья и социальной поддержки.

И хотя необходимость поддержки в жилищной сфере отдельных категорий граждан в период кризиса не вызывает сомнений, существует опасность фактической ликвидации одного из немногих эффективных институтов, действующих на рыночных принципах и развивающих рынок.

Между тем Агентство уже существенно снизило объемы рефинансирования, запланированные на первое полугодие, хотя очередная программа выкупа ИЦБ предварительно была объявлена. Уменьшение объемов рефинансирования может сильно ударить по рынку, прежде всего по небольшим и средним кредиторам, и приведет к дальнейшему росту доли госбанков, которая и так в прошлом году превышала 80% от всей выдачи.

До последнего времени АИЖК удавалось последовательно проводить контрциклическую политику, поддерживать в период рецессии небольших кредиторов и таким образом сохранять конкурентную среду — главное условие развития любого рынка.

Пока из двух возможных подходов к антикризисной политике — менять структуру и модель экономического развития или распределить имеющиеся ограниченные ресурсы для решения первоочередных задач — преобладает второй подход.

Отсутствие в России развитой национальной инфраструктуры является серьезным риском для всего финансового сектора, а значит, и для всей экономики. Это в полной мере относится и к рынку секьюритизации. Некоторые элементы этой инфраструктуры можно создать относительно быстро, некоторые требуют длительного времени без гарантированного успеха, последние относятся к рейтингам.

Сегодня значительная часть требований ЦБ, заложенная в его нормативных документах, опирается на международные рейтинги от трех агентств. Это и требования по операциям РЕПО, и расчет величины различных рисков.

Сначала международные рейтинговые агентства отказались работать с кредит-

ными организациями, находящимися под ограничениями по новым сделкам (госбанки). В прошлом году понизило рейтинг России до спекулятивного уровня агентство S&P, а уже в этом году — Moody's. Это, в частности, сделало невозможным для всех банков исполнение требования ЦБ о наличии двух рейтингов по Положению о Порядке расчета кредитными организациями рыночного риска по бумагам для включения их в категорию с низким риском.

Бизнес рейтинговых агентств репутационный — быстро создать новое агентство, пользующееся доверием, нельзя. Поэтому изменение требований ЦБ в отношении наличия международных рейтингов — это острая необходимость. Совет директоров Банка России в соответствии с Указанием об особенностях использования рейтингов определил даты (1 марта для кредитных организаций, 1 декабря для иных лиц), на которые принимаются рейтинги. Были даны разъяснения, но вопрос по сделкам, которые были закрыты после 1 декабря 2014 года, и будущим сделкам остается открытым. В конце 2014 года Центральным банком было изъято требование о наличии международного рейтинга как обязательного условия для включения в Ломбардный список большинства видов облигаций, в том числе ипотечных. Требование международного рейтинга было снято и для инвестирования средств пенсионных накоплений НПФ.

Один из ключевых инфраструктурных институтов в сделках секьюритизации — ипотечный агент и управляющая компания, которая обеспечивает его функционирование и жизнедеятельность. Сегодня действующих российских компаний единицы. А международные, такие как TMF, обеспечивающая большую часть сделок, следуя санкционным требованиям, вынуждены отказывать в регистрации SPV для оригинаторов-госбанков. Ограничения коснулись и международных юридических консультантов, правда, здесь у нас есть работающая российская альтернатива.

Все эти вопросы касаются российского финансового сектора в целом, но в нашей отрасли имеют свою специфику и требуют оперативного разрешения. Оценка перспектив развития рынка секьюритизации в текущем и последующем году — задача не простая. Рыночная ситуация характеризуется высокой степенью неопределенности.

В целом, по системе, мы можем ожидать кредитное сжатие и обострение проблемы с капиталом, особенно у банков, которые не войдут в программу государственной поддержки, а таких большинство. При этом, в отличие от прошлого года, в большей степени «просядет» именно ипотека. Поскольку ипотечное кредитование входит в число приоритетов правительственной антикризисной программы, его динамика в значительной степени будет зависеть от объемов и форм государственной поддержки, которая в первую очередь будет направлена на субсидирование ставки и помощь отдельным категориям граждан через прямое распределение средств. Не уверен, что поддержание системы рефинансирования через рынок ИЦБ войдет в число основных направлений господдержки. В реалистичном сценарии мы можем рассчитывать на сохранение программ выкупа ипотечных ценных бумаг АИЖК.

Другой возможный источник государственной поддержки рынка, значение которого может существенно возрасти, — Банк России. Превращение рефинансирования ЦБ из средства поддержания ликвидности в инструмент фондирования может серьезно развить индустрию. При этом вопросы качества бумаг и распределения рисков сегодня могут быть эффективно решены.

Сохранение условий для дальнейшего развития национального рынка ипотечных ценных бумаг во многом будет зависеть от активности негосударственных пенсионных фондов. Сегодня уже 27 млн человек перевели в НПФ свои накопления. К концу февраля 2015 года в систему гарантирования накоплений вступило 24 НПФ, под управлением которых находится 939.5 млрд руб., еще 525 млрд руб. накоплений за 2013 год фонды должны получить в мае. Борьба вокруг накопительной системы продолжается. Однако даже в случае ее благоприятного исхода готовность НПФ инвестировать в ИЦБ в значительной степени будет определяться динамикой рыночных ставок.

Несмотря на сложные условия, 2015 год для российского рынка ипотечной секьюритизации начался довольно активно. За два первых месяца было закрыто 5 сделок общим объемом около 34 млрд руб., что должно внушать определенный оптимизм, пусть и осторожный.