Андрей СУЧКОВ,
начальник управления секьюритизации, «ВТБ Капитал»

Секьюритизация ипотечных кредитов в России: что дальше?

Динамика рынка ипотечных ценных бумаг, объем и количество сделок по секьюритизации в решающей степени зависят от заинтересованности банков-кредиторов в этом механизме привлечения фондирования, а значит от потребности банков в ресурсах для финансирования своих кредитных операций. Наиболее мрачные прогнозы по рынку кредитования физических лиц начала прошлого года, когда настроения определялись резкой девальвацией рубля в результате обвала нефтяных цен и повышением ключевой ставки ЦБ до 17%, не оправдались. Можно сказать, что рынок пошел по оптимистической траектории падения. Сегодня мы переживаем похожую ситуацию — правда, вопрос с ключевой ставкой остается открытым, но при общих негативных ожиданиях катастрофических настроений меньше. Похоже, субъекты рынка свыклись с общим мнением, что падение будет относительно плавным и затяжным, а выход из кризиса — не менее длительным.

В 2015 г., как и в предыдущем году, жилищное ипотечное кредитование оставалось драйвером развития банковской системы. По данным на 1 декабря, общая кредитная задолженность физических лиц сократилась за год на 5.8%, а портфель ипотечных кредитов вырос на 8.2%. Правда, объем выдачи ипотеки по сравнению с прошлым годом серьезно уменьшился: на 1 декабря падение составило 37%. Это, однако, несопоставимо с предыдущим кризисом: в 2009 г. выдача новых кредитов сократилась в 3.5 раза. Решающую роль в поддержке ипотечного кредитования сыграла принятая в марте 2015 г. Государственная программа субсидирования ставки по кредитам на новостройки. Запуск программы помог ипотечной индустрии выйти из ступора, в котором она находилась весь первый квартал прошлого года, когда целый ряд крупных кредиторов практически остановил свои ипотечные проекты. Программа помогла привлечь заемщиков в банки,

изменив при этом их предпочтения в пользу первичного рынка жилья. Что не менее важно, она стала главным фактором поддержки строительной отрасли. По мнению экспертов, 50–80% продаж у крупных застройщиков шли через субсидированную ипотеку.

По итогам года на кредиты по программе пришлось порядка трети всей новой выдачи, то есть без государственной поддержки рынок мог бы упасть гораздо сильнее. Как и в прошлые кризисные периоды, соотношение сил на рынке резко изменилось в пользу крупнейших банков с государственным участием, обеспечивших 87% годовой выдачи ипотечных кредитов. Госбанки стали главными бенефициарами государственной программы и, располагая относительно недорогими ресурсами, смогли хоть как-то поддержать кредитование вторичного жилья.

Если портфель розничных кредитов по системе за год сократился, то рост депозитов физических лиц, напротив, намного опередил ожидания. Резкое изменение модели поведения населения от потребления (его ажиотажный всплеск мы наблюдали в конце 2014 г.) в сторону сбережения привел к перемене в динамике банковских вкладов. Если за 2014 г. вклады граждан с исключением курсовой разницы снизились на 2.5%, то по итогам 11 месяцев 2015 г. их объем увеличился на 15.8%, а с поправкой на валютную переоценку — на 10.9%, и достиг 21.5 трлн руб. Кредитная задолженность физических лиц сократилась за этот же период с 11.3 трлн руб. до 10.6 трлн руб. Приток вкладов ожидаемо пришелся на те же государственные банки, что отражает рост фактора надежности сбережений против их доходности.

Спад объемов выдачи ипотечных кредитов, особенно сильный в секторе вторичного жилья, при одновременном росте депозитной базы снизил интерес банков-кредиторов к альтернативным источникам финансирования, каким является секьюритизация (см. Рисунок 1). При этом рост ставок на финансовых рынках в начале года вслед за повышением ставки Банка России демотивировал оригинаторов начинать работу по организации сделок. Этот процесс по-прежнему требует значительных временных и финансовых затрат, поэтому в условиях высокой рыночной неопределенности планировать рыночное размещение ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) или даже выпуск для последующих операций РЕПО с ЦБ РФ было нецелесообразно. Существующий уровень доходности ипотечных портфелей делал бы это упражнение заведомо убыточным.

В результате количество и объем сделок секьюритизации в 2015 г. серьезно сократились (см. Рисунок 2). Всего в течение года было закрыто 18 сделок на

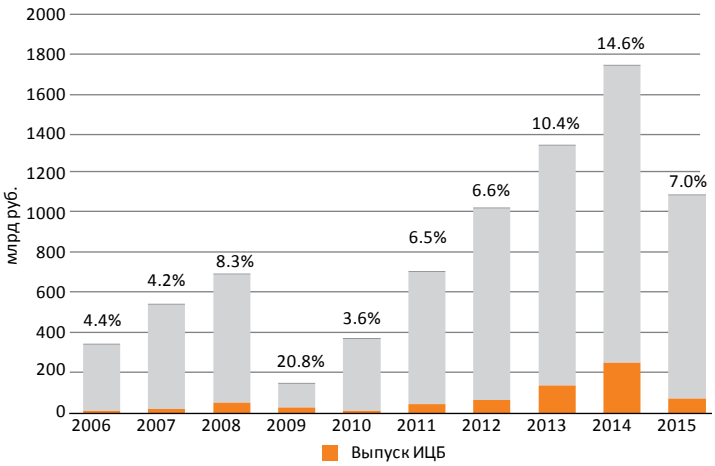

Рисунок 1
Соотношение объемов выдачи ипотечных кредитов и выпуска ипотечных ценных бумаг в РФ
Источники: ЦБ РФ, Cbonds, АИЖК

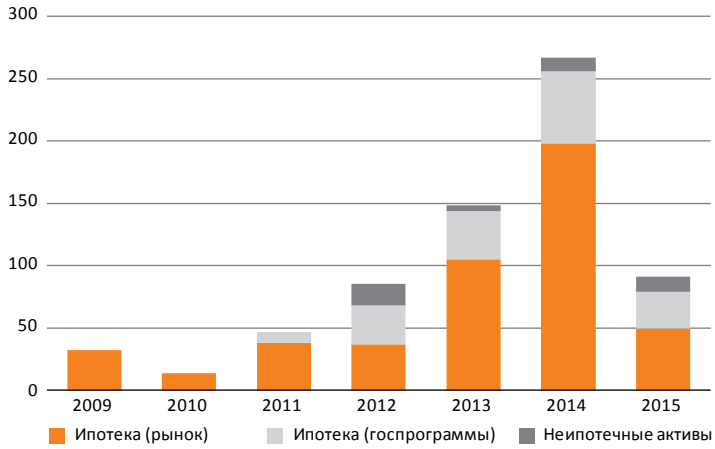

Рисунок 2
Динамика объемов сделок, млрд руб.
Источники: Cbonds, АИЖК

общую сумму 91 млрд руб. по сравнению с 28 сделками на 256 млрд руб. годом ранее. При этом шесть из 18 сделок были реализованы в рамках программ АИЖК, пять сделок по выкупу ипотечных бумаг были организованы агентством с собственными и партнерскими портфелями, включая мультиоригинаторные выпуски, четыре сделки были внутригрупповые или организованные с целью разгрузки баланса и последующего РЕПО. И только одну сделку можно считать чисто рыночной — выпуски банковских ипотечных облигаций банком «ЮниКредит».

Немаловажным фактором сокращения новых размещений стал уход с рынка ВЭБ, который завершил свою программу по выкупу ипотечных бумаг в 2014 г. и перестал активно работать на рынке в качестве ключевого инвестора в связи с сокращением накопительной части пенсионных средств, находящихся под его управлением. В течение года не состоялось ни одного размещения ипотечных бумаг банков группы ВТБ, прежде всего ВТБ 24 — лидера российских банков по объему выпусков. Отработанный в банке механизм выкупа бумаг, обеспеченных собственными кредитами, и их последующего использования в операциях РЕПО с банком России в новых ценовых условиях потерял привлекательность. Да и связанная с санкциями невозможность получить международный рейтинг как одно из условий включения бумаг в Ломбардный список внесла дополнительные сложности в структурирование новых сделок.

Резкое снижение доли рыночных размещений связано не только с количеством сделок. Чисто рыночных выпусков бумаг было не слишком много и в прошлые годы, однако, по опыту предыдущих лет, в рынок продавалась и часть бумаг, выпускаемых в рамках программ АИЖК. Иногда спрос рыночных инвесторов покрывал большую часть агентских выпусков. В прошлом году спрос частных инвесторов на программные ипотечные бумаги отсутствовал, поскольку предлагаемые доходности, зафиксированные в опционном договоре АИЖК на выкуп эмиссии, заметно уступали рыночным. В результате агентство исполняло свои обязательства по выкупу в рамках программы ИЦБ на все 100%. Это, однако, не означает, что возможностей продать ипотечные бумаги в рынок в течение всего года не было вообще. Начало года для российского долгового рынка было плохим. Девальвация рубля вслед за падением нефтяных цен, повышение ключевой ставки ЦБ, снижение суверенного рейтинга России с последующим понижением рейтингов большинства корпоративных эмитентов оптимизма не вселяли. Ситуация начала меняться к началу второго квартала. Решение о снижении ставки, принятое Банком России уже в конце января, формировало ожидания дальнейшего смягчения политики, а при-

ток 550 млрд руб. размороженных пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды стал мощным импульсом для облигационного рынка, который, несмотря на отдельные спады из-за волатильности на валютном рынке, продолжал расти вплоть до конца года. В итоге объем размещения рублевых облигаций достиг, по данным агентства Cbonds, 2.24 трлн руб., что на четверть больше, чем в 2013 г. Вслед за снижением доходности ОФЗ с 17% в начале года до 9.3–9.9% в октябре 2015 г. снижалась и доходность корпоративных обязательств. Для эмитентов ипотечных ценных бумаг открылась реальная возможность выхода на рынок. Важно, что в России уже есть группа инвесторов, которые имеют опыт инвестирования в ипотечные бумаги и умеют оценивать свойственные им специфические риски.

В этой связи заслуживает внимания модель анализа риска досрочного погашения, построенная УК «Трансфингруп», одним из наиболее активных участников рынка ИЦБ. Требуемый спред к ОФЗ в зависимости от качества оригинатора, портфеля и структуры сделки может составить 150–250 б.п. При наличии аппетита у ряда УК и НПФ ситуация, сложившаяся на рынке осенью 2015 г., позволяла размещать ипотечные облигации с доходностью, которая могла быть интересна банкам-оригинаторам. Этой возможностью воспользовался только «ЮниКредит», разместивший в сентябре банковские ипотечные облигации на сумму 4 млрд руб. с купоном 12.35%. Заявки со стороны инвесторов, среди которых были УК и НПФ, превысили предложение в 1.8 раза.

Других готовых выпусков ИЦБ к моменту открытия конъюнктурного окна на рынке не было. В конце 2015 г. ситуация практически вернулась к состоянию, в котором рынок был в начале года. Из-за обвала цен на нефть ниже $30 за баррель и падения рубля ожидания по инфляции и уровню ключевой ставки стали крайне неопределенными.

В отсутствие новых ценовых ориентиров мало кто сомневается в сохранении высокой волатильности, которая будет определяться множеством факторов — и не только финансово-экономической природы. В любом случае рынок будет работать в режиме окон возможностей. В этой ситуации важно оперативно реагировать на их открытие.

Существующая на сегодняшний день процедура эмиссии ИЦБ не обеспечивает достаточной гибкости и оперативности. Минимальный срок организации сделки по выпуску ИЦБ с баланса ипотечного агента с учетом времени на организацию SPV при идеальном состоянии портфеля сегодня составляет порядка трех месяцев. Организация выпуска банковских ипотечных облигаций в самой благоприятной ситуации — около двух месяцев. Новацией на рынке корпоративных облигаций в 2015 г. стало размещение облигационных выпусков в рамках программ биржевых облигаций. Возможность выпуска облигаций в рамках программ появилась еще в 2014 г., в прошлом году было зарегистрировано более 30 программ биржевых облигаций. Принятый в конце 2015 г. и вступивший в силу в начале года закон «О внесении изменений в ст. 17 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» распространяет данную возможность и на сделки ипотечной секьюритизации. Новый закон может серьезно сократить сроки регистрации эмиссии отдельных выпусков в рамках одной программы и единого проспекта облигаций.

Интерес банков к использованию программного подхода будет зависеть от того, насколько они в принципе будут заинтересованы в систематическом и регулярном использовании секьюритизации как механизма привлечения финансирования для своих ипотечных операций. Группа таких кредитных организаций сложилась и вплоть до прошлого года даже постепенно расширялась. Но динамика рынка ипотечного кредитования в прошлом году и неопределенные перспективы его восстановления в 2016 г. не дают сильных стимулов для внедрения программного подхода, особенно если речь идет о рыночных размещениях. Предпочтение, по-видимому, будет на стороне участия в программах с гарантированными размещениями.

До последнего времени именно такие программы, и прежде всего программы

АИЖК по выкупу ипотечных облигаций, задавали основную динамику рынка.

С 2010 г. было реализовано семь программ по 20 млрд руб. каждая. Они предусматривали продажу АИЖК опциона на выкуп агентством до 100% эмиссии ИЦБ по определенной цене. Последняя программа была объявлена в сентябре 2014 г. В 2015 г., несмотря на ожидания участников рынка, новой программы не появилось.

Отказ от зарекомендовавшей себя и имевшей несомненный успех формы поддержки рынка ипотечных ценных бумаг связан с серьезными изменениями в деятельности самого агентства, подготовкой и последующим внедрением новой стратегии его работы на рынке ипотечной секьюритизации.

Еще в конце 2014 г. правительство одобрило концепцию создания единого института развития жилищного строительства и ипотеки путем объединения АИЖК и Фонда содействия развитию жилищного строительства (Фонд РЖС) под эгидой одной управляющей структуры. В июле 2015 г. Президент РФ подписал Закон «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере…», где определяются задачи единого института развития в жилищной сфере на базе АИЖК. Второй по значимости задачей является содействие развитию рынка ипотечных бумаг и иных финансовых инструментов, повышению их ликвидности.

В соответствии с поставленной задачей АИЖК разработало новый механизм, который предполагает смену концепции развития вторичного ипотечного рынка. По сути он будет приближен к модели, получившей развитие в США, где рынок жилищных ипотечных ценных бумаг сегодня на 90% представлен агентскими бумагами Fannie Mae и Freddie Mac.

До последнего времени АИЖК работало на рынке ипотечных ценных бумаг главным образом по следующим направлениям: выпуск ИЦБ, обеспеченных закладными, купленными у своих партнеров; инвестирование собственных средств в старшие транши бумаг, выпущенных в рамках программ, а также независимых рыночных эмиссий; предоставление поручительств по бумагам старших траншей как программных, так и рыночных выпусков.

При этом АИЖК не стремилось к обязательному увеличению своей доли как инвестора на рынке ИЦБ. Напротив, выступая в качестве инвестиционного лидера, агентство было заинтересовано в максимальной активизации рыночных инвесторов, определяя стандарты качества бумаг, предлагая ценовые ориентиры и выступая в качестве гарантирующего инвестора. Соответственно, в благоприятные периоды рыночного цикла доля АИЖК как инвестора снижалась, а в периоды повышения волатильности, как это было в прошлом году, напротив, увеличивалась. Последовательно проводя подобный контрциклический курс и поддерживая прежде всего средних оригинаторов, выпускающих ипотечные бумаги, агентство сохраняло конкурентную среду на формирующемся рынке ИЦБ. Главное ограничение подобной модели состоит в возможности ее финансирования. В нынешних условиях, когда привлечение дешевых средств из бюджетных источников или с рынка крайне затруднено, а долгосрочный характер текущей рецессии не позволяет надеяться на активные частные инвестиции в ИЦБ, АИЖК просто не в состоянии расширять прежнюю модель. Простое сохранение объема рынка требует все большего объема поддержки.

Новый механизм работы агентства не предполагает выкупа старших траншей на собственный баланс, а практически предусматривает обмен пула закладных банка на бумаги, обеспеченные этим пулом, и их возможную дальнейшую продажу инвесторам. При этом если в действующей модели АИЖК покупает только старший транш, а кредитный риск в форме младшего транша остается у оригинатора, то в новой модели бумаги имеют однотраншевую структуру, кредитный риск по которым берет на себя АИЖК через поручительство по облигациям и обязательства по выкупу дефолтных кредитов. Механизм аналогичен операциям SWAP по рефинансированию банков-клиентов, который на американском рынке использует Fannie Mae. Предполагается, что по своей надежности и ликвидности новые

бумаги должны будут со временем выйти на второе место после ОФЗ. Для достижения весьма амбициозной цели необходимо будет принять комплекс мер, включая снижение нормативных требований ЦБ по новым бумагам в отношении достаточности капитала и ликвидности. Однако даже положительное решение этой непростой задачи оставляет открытым центральный вопрос, который будет интересовать инвесторов, а именно вопрос качества гарантии агентства по новым бумагам, если эта гарантия не будет обеспечена бюджетной поддержкой. До сегодняшнего дня бумаги с поручительством АИЖК торговались с премией к доходности по сравнению с корпоративными облигациями аналогичного кредитного качества.

В США бумаги ипотечных агентов традиционно рассматривались инвесторами как квазигосударственные, доходности по ним формировались исходя из презумпции их поддержки государством в случае неблагоприятной ситуации. И такая поддержка в сотни миллиардов долларов бюджетных средств действительно была оказана в кризис 2008 г., после чего был поставлен вопрос о коренном изменении системы жилищного финансирования в США и демонтаже существующих ипотечных агентств. И этот урок, несомненно, следует учитывать.

Отдельный вопрос, который приобрел в 2015 г. особую остроту и вызвал активную дискуссию в профессиональном сообществе, это банковское регулирование. Пожалуй, впервые ЦБ РФ выделил секьюритизацию как особую сферу деятельности, требующую специального подхода.

Следует отметить, что состояние и изменение регулятивной среды уже многие годы остаются в центре внимания и участников европейского рынка ABS. Напомним, что после кризиса 2008 г. требования к операциям по секьюритизации были серьезно ужесточены, что стало одной из причин сжатия рынка, который до сих пор не вернулся на докризисный уровень. Однако углубленный анализ ситуации в ходе активного диалога бизнеса и регулирующих органов привел его участников к общему выводу о необходимости поддержки рынка секьюритизации как эффективного механизма финансирования реальной экономики. В результате произошел поворот регулятивного тренда в сторону смягчения требований по капиталу и ликвидности с одновременной прямой поддержкой рынка через запуск программы ЕЦБ по выкупу ABS на свой баланс.

Одной из последних европейских инициатив прошлого года стало принятие Еврокомиссией плана действий по формированию единого европейского рынка капиталов. В рамках общего плана были обнародованы конкретные предложения по секьюритизации, которые предполагают принятие поправок к CRR (capital requirement regulation), направленных на уменьшение требований по капиталу для банков – держателей ABS, соответствующих критериям простой, прозрачной и стандартной секьюритизации (STS). В среднем требования по капиталу для банков снижаются на 25%, аналогичные послабления предполагается рассмотреть и для страховых компаний в рамках Solvency 2.

Аналогичный подход, направленный на смягчение требований по капиталу, обнародовал и Базельский комитет, опубликовавший в конце года консультативный документ, где предлагается снизить коэффициент риска по простым, прозрачным и сравнимым сделкам секьюритизации.

На российском рынке в конце 2015 г. также появился ряд нормативных новаций, однако прямо противоположного характера: произошло резкое ужесточение требований по капиталу для секьюритизационных операций. Прежде всего следует отметить внесение изменений в Инструкцию Банка России № 139-И «Об обязательных нормативах банков», в соответствии с которыми с 2016 г. вложения в облигации старших траншей, выпущенные в рамках сделок секьюритизации, должны взвешиваться при расчете норматива Н1 с коэффициентом 100%, а в облигациях младших траншей — с коэффициентом 1250%.

Регулятор объяснил новые требования стремлением следовать рекомендациям Базельского комитета, однако требования Базеля относятся главным образом к кредитным организациям – инвесторам в

ABS, а в нашем случае под удар попадают банки-оригинаторы. Модельный расчет по ИЦБ (старший транш — 85%, младший — 15%, снижение Н1 с 10% до 8%) показывает, что при таком изменении коэффициентов произойдет резкое увеличение нагрузки на капитал:

• При продаже старшего транша и удержании младшего на своем балансе нагрузка по младшему траншу увеличится почти в семь раз против сегодняшнего его веса при расчете Н1, при этом младший транш фактически будет вычитаться из капитала.

• При выкупе на свой баланс старшего (для РЕПО с Банком России) и младшего транша нагрузка на капитал возрастет более чем в два раза против сегодняшнего уровня.

Для секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу, где по законодательству доля удерживаемых на собственном балансе ценных бумаг (младшего транша) не может быть менее 20%, ситуация будет еще хуже.

Такой рост нагрузки на капитал будет иметь, по нашему мнению, следующие основные последствия:

• Для крупных банков операции секьюритизации станут экономически невыгодными.

• Средние банки, включая крупные региональные, активно работающие на рынке секьюритизации, могут столкнуться со значительным падением норматива Н1.

Следуя тем же рекомендациям Базеля, эту проблему можно решить, если банк будет рассчитывать нормативы достаточности капитала исходя из предположения, что секьюритизированный актив остается на его балансе (maximum capital requirements). Такая возможность имеется как при реализации IRB-подхода, так и при использовании упрощенного стандартизированного подхода к оценке кредитного риска (см. п. 91 Revisions to the Securitization Framework, Basel 3 Document, December 2014).

Утверждение новых требований ЦБ парадоксальным образом совпало по времени с публикацией Банком России проекта «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов», где отмечается роль секьюритизации как механизма, который будет способствовать «увеличению объема предоставляемых кредитов бизнесу и понижению процентных ставок кредитования».

Так нужна ли нам секьюритизация как инструмент долгосрочного фондирования реальной экономики и поддержания экономического роста? Если да, то подход к регулированию надо менять.

ВТБ Капитал

Think Global. Think VTB Capital*

Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации

ВТБ24

ВТБ24 (ЗАО)

$200 млн

Секьюритизация портфеля автокредитов

ВТБ Капитал

Соорганизатор

2014

ВОЗРОЖДЕНИЕ БАНК

БАНК, КОТОРЫЙ ВСЕГДА С ТОБОЙ

Банк «Возрождение»

3.45 млрд руб.

Секьюритизация портфеля ипотечных кредитов

ВТБ Капитал

Организатор

2015

открытие ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ

ПАО Банк «ФК Открытие»

5.8 млрд руб.

Секьюритизация портфеля ипотечных кредитов

ВТБ Капитал

Организатор

2015

emeafinance Europe • Middle East • Africa

Achievement Awards

Лучшая сделка по структурному финансированию в Центральной и Восточной Европе: секьюритизация автокредитов ВТБ24

2012

emeafinance Achievement Awards 2013

Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации в регионе EMEA

2013

emeafinance Achievement Awards 2014

Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации в регионе EMEA

2014

Данный рекламный модуль подготовлен АО «ВТБ Капитал», размещается на правах рекламы и охраняется авторским правом. Воспроизведение в любом виде любой части настоящего модуля не разрешается без предварительного письменного согласия АО «ВТБ Капитал». Термины, используемые в настоящем рекламном модуле, отражают терминологию, употребляющуюся в сложившейся рыночной практике, и могут полностью не соответствовать значениям, определенным применимым законодательством, включая законодательство РФ. Деятельность АО «ВТБ Капитал» регулируется Центральным банком Российской Федерации. АО «ВТБ Капитал» имеет лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №045-11463-100000, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 31 июля 2008 года. «ВТБ Капитал», инвестиционный бизнес Группы ВТБ.

*Думай глобально. Думай о «ВТБ Капитал».

www.vtbcapital.ru