**Алексей ПУДОВКИН,**
директор по взаимодействию с инвесторами, ДОМ.РФ

# «Роль ипотечных облигаций в том, чтобы сделать доступную ипотеку на 30 лет возможной»

Объем выпуска ипотечных облигаций ДОМ.РФ к началу 2021 года должен превысить 1 трлн рублей, а к 2024 году может составить до 7 трлн рублей. Кто обеспечит спрос на ипотечные ценные бумаги, ликвидность этого инструмента, а также как снижение ставок влияет на интерес инвесторов, в интервью Cbonds Review рассказал директор по взаимодействию с инвесторами ДОМ.РФ Алексей Пудовкин.

**— В ходе декабрьского Российского облигационного конгресса довольно часто звучало предположение, что рынок ипотечных облигаций может стать одним из самых быстрорастущих сегментов рынка долгового капитала в 2020 году, а также в последующие годы. Вы разделяете это предположение?**

— Безусловно, есть все основания полагать, что 2020 год станет ключевым с точки зрения зрелости рынка ипотечных облигаций (ИЦБ). Для этого есть все предпосылки, ведь 2019 год был отмечен качественным улучшением инфраструктурной и регуляторной среды. В частности, ДОМ.РФ совместно с Московской биржей разработал и предложил рынку первую в истории России конвенцию по ипотечным облигациям, с помощью которой можно легко в единых терминах рассчитать доходность и дюрацию по бумагам. Проведена огромная работа по изменению внутренних моделей оценки и подходов к ипотечным облигациям. В результате такие бумаги были выделены в отдельный класс активов, появился отдельный раздел на сайте Московской биржи. Ипотечные облигации приобрели институциональную основу. В дополнение к этому большую работу по настройке своей информационно-торговой системы провел Bloomberg. Они усовершенствовали свой калькулятор, который обеспечивает участникам рынка простоту работы с инструментом. В части совершенствования регуляторной среды рынка ипотечных облигаций в первую очередь необходимо отметить утверждение правительством дорожной карты по развитию рынка ипотечных ценных бумаг в целях повышения ликвидности и инвестиционной привле-

кательности ипотечных облигаций. Особого внимания также заслуживает снижение коэффициента рыночного риска по ипотечным облигациям с поручительством ДОМ.РФ для торговых портфелей банков. Каждый из этих шагов способствует развитию рынка ипотечных облигаций.

**— Каким в результате может быть объем рынка ипотечных ценных бумаг?**

— В прошлом году мы разместили почти 300 млрд рублей. В текущем году планируем выпустить ипотечных облигаций еще примерно на 500 миллиардов рублей. Таким образом, уже в этом году рынок преодолеет отметку в 1 трлн рублей и станет третьим по объему классом активов на долговом рынке после ОФЗ и корпоративного долга. Мы ожидаем, что к 2024 году выпуски ИЦБ достигнут 7 трлн рублей.

Уже на этот год запланирован ряд примечательных и уникальных событий. Так, совместно с ВТБ мы планируем осуществить первый бенчмарковый эталонный выпуск ИЦБ ДОМ.РФ, предназначенный в том числе для инвесторов-нерезидентов. Соответствующий меморандум был подписан на форуме «Россия зовет!» в ноябре 2019 года. Также готовится первая в истории России сделка ипотечной секьюритизации с использованием электронных закладных, банком-оригинатором в ней выступит Сбербанк. Кроме этого ожидаются дебютные сделки ипотечной секьюритизации с новыми крупными участниками рынка ипотеки, такими как Газпромбанк.

**— Как будет формироваться спрос на ипотечные ценные бумаги, особенно при таком серьезном увеличении объема эмиссии?**

— На данный момент ключевые покупатели ипотечных облигаций — это банки, они обеспечивают около 80% спроса. Аналогичная структура владельцев ИЦБ наблюдается и в США — на крупнейшем в мире рынке ипотечных облигаций, там банки также являются крупнейшими инвесторами в Agency MBS. В то же время мы ведем активную работу со всеми инвесторами — банками, управляющими компаниями, пенсионными фондами, страховыми компаниями, чтобы для них была очевидна инвестиционная привлекательность и прозрачность ипотечных облигаций с поручительством ДОМ.РФ. Далеко не все знали, например, что ДОМ.РФ играет роль якорного инвестора и предоставляет вторичную ликвидность на рынке, работая как маркетмейкер, но при этом с большими объемами. Кроме того, мы создали механизм продажи ИЦБ физлицам на базе Банка ДОМ.РФ и УК «Открытие». Это разные механизмы, один подразумевает прямую брокерскую продажу, другой представляет собой ипотечную инвестиционную стратегию на индивидуальном инвестиционном счете. В результате база институциональных инвесторов заметно увеличилась по всем направлениям, и мы полагаем, что в этом году рынок сделает еще один качественный скачок.

**— Как динамика доходности ипотечных ценных бумаг отражается на интересе инвесторов?**

— Рынок ОФЗ является бенчмарком для рынка ипотечных облигаций с поручительством ДОМ.РФ, и начиная с середины 2019 года спрос на ипотечные облигации увеличился также благодаря ралли на рынке ОФЗ. Смотрите сами: когда ОФЗ обеспечивают 5.5% годовых, а ИЦБ —6.7% при одинаковой дюрации, это существенная разница как в абсолютном (120 б.п.), так и в относительном выражении (более 20%). Это мотивирует инвесторов разбираться и получать лимиты на новые классы активов. Ипотечные облигации с поручительством ДОМ.РФ в этом плане обладают несомненной инвестиционной привлекательностью — высокая премия к ОФЗ при кредитном риске на уровне обязательств правительства РФ.

**— Как вы считаете, насколько быстро может перераспределиться спрос на ипотечные облигации от банков к другим типам инвесторов?**

— Объем активов банковского сектора в 10 раз больше, чем объем активов всех институциональных инвесторов, вместе взятых, — пенсионных фондов, страховых и управляющих компаний. По мере роста активов институциональных инвесторов и физических лиц пропорция будет постепенно меняться. Но пальма первенства у банков все равно останется, как в США, где банки являются ключевыми инвесторами в ипотечные облигации, несмотря на большую долю других типов инвесторов, а также значительные покупки со стороны Федеральной резервной системы. Банкам понятна ипотека как базовый актив, им выгодно инвестировать в ипотечные облигации благодаря пониженным коэффициентам риска в торговых и htm портфелях.

**— Когда рассуждают об ипотечных облигациях, упоминают нацпроект «Жилье и городская среда». Каким образом ИЦБ встроены в этот проект?**

— Связь очень простая. Идея ипотечных облигаций состоит в том, чтобы обеспечить удобный и эффективный механизм рефинансирования ипотечных кредитов на рынках капитала для банков. В России, вообще говоря, ипотечное кредитование является весьма специфическим банковским продуктом. Ипотека выдается на срок до 30 лет по фиксированной ставке, банк берет на себя все связанные с этим риски, а заемщик получает почти бесплатный опцион на частичное или полное досрочное погашение (стоимость этого опциона частично заложена в ставке).

Кредитный риск по ипотечным кредитам справедливо отражается в нагрузке на капитал банка и в среднем составляет около 70–80% по RWA. А вот вопросы расчета процентного риска по ипотеке требуют отдельного подхода. Процентный риск возникает, потому что банки имеют 30-летний актив по фиксированной ставке, а фондируются в основном короткими пассивами. Получается очевидный разрыв, который приводит к тому, что банкам сложно выдавать много ипотеки, потому что для них существует естественный предел, ограниченный их балансом. Кроме того, банки вынуждены выдавать ипотеку дороже, чем могли бы при прочих равных, потому что они закладывают в ставку все свои риски, в том числе и процентный.

Благодаря ИЦБ и процентный, и кредитный риски банк может продать через нашу инфраструктуру широкому

кругу инвесторов. Наша задача как института развития сделать эту инфраструктуру максимально гибкой, удобной, понятной, прозрачной для банков, с одной стороны (чтобы они легко и быстро сдавали ипотеку нам, тем самым увеличивали объемы выдачи новой ипотеки по меньшим ставкам), и инвесторам — с другой стороны. Рынку такие бумаги нужны: у пенсионных фондов и страховых компаний не хватает качественных долгосрочных инструментов с высокой степенью обеспечения реальными активами и с квазигосударственной гарантией и привлекательным уровнем доходности, с другой стороны. Это уникальный инструмент, который решает целый ряд задач, но с точки зрения нацпроекта роль ИЦБ — дать банкам дешевый источник фондирования, чтобы они могли выдавать больше ипотеки по более низким ставкам.

Пример Америки хрестоматийный и показательный, их агентства Fannie Mae и Freddie Mac действительно сделали доступной ипотеку на длинный срок, и она позволила американцам успешно решить жилищную проблему.

**— Вы упомянули кредитный риск по ипотеке. Если внимательно изучать презентационные материалы ДОМ.РФ, можно заметить, что просрочка 90+ по ипотечным кредитам в банковской системе в целом составляла 1.44%, а в пулах ИЦБ ДОМ.РФ — всего 0.16%. Как так получается?**

— Показатель просрочки ниже 1.5% по системе в целом — это очень хорошо. Ипотека — самый качественный актив на балансе банков, все банкиры говорят об этом. В то же время мы предъявляем банкам свои требования к тому, какой должна быть секьюритизируемая ипотека. Эти требования касаются и самого заемщика, и обслуживания данного ипотечного кредита в данном банке, и географической диверсификации, и еще целого ряда параметров, которым должна удовлетворять ипотека. Именно для того, чтобы из качественного многообразия выделять тот самый crème de la crème — лучшее из того, что есть. Оценивая стоимость поручительства, ДОМ.РФ исходит из оценки кредитного риска ипотечных кредитов. Требования настолько жесткие, что из всей хорошей ипотеки через наше сито просеивается только лучшая — та, в которой дефолты можно пересчитать по штукам. При этом механизм выпуска ИЦБ ДОМ.РФ выстроен таким образом, что ДОМ.РФ выкупает все дефолтные закладные из пула и для инвестора это незаметно.

И здесь важную роль играет такой показатель как LTV (loan to value) — отношение стоимости обязательств к стоимости имущества, которое обеспечивает выпуск облигаций. Так вот, в выпусках ИЦБ ДОМ.РФ стоимость этого имущества в два с половиной раза больше, чем стоимость обязательств с процентами. То есть инвестор, покупая ипотечную облигацию с поручительством ДОМ.РФ, покупает в два с половиной раза больше стоимости недвижимости. К слову, по закону 152-ФЗ об ИЦБ, секьюритизировать можно только ипотеку с LTV не выше 80%.

В результате мы знаем, что по дефолтам, которые к нам приходят, даже с учетом судебных издержек и прочих расходов ДОМ.РФ все равно сохранит капитал, который был зарезервирован по предоставленному поручительству. То есть система действительно продумана и отлажена так, чтобы минимизировать риски. Тем самым мы также стимулируем банки выдавать хорошую ипотеку.

**— Давайте вернемся к объему рынка ИЦБ. Вы упомянули, что прогнозируете его увеличение к 2024 году до 7 трлн рублей. Откуда такая цифра?**

— В паспорте нацпроекта «Жилье и городская среда» есть целый ряд целевых показателей: объем квадратных метров жилья, который должен быть введен, объем ипотечных кредитов, который должен быть выдан, и так далее. Так вот, к 2024 году весь рынок ипотеки должен перевалить за 21 трлн рублей. При этом возможности банковской системы ограничены, в том числе из-за процентного и кредитного рисков. Мы понимаем, что банковская система не выдержит того объема ипотеки, который должна выдать в соответствии с нацпроектом, и наше плечо должно помочь банкам секьюритизировать примерно 30% от запланированного портфеля, или около 7 трлн рублей ипотеки к 2024 году. На самом деле, это скромный показатель по мировым меркам. В США этот показатель — более 50%, то есть больше половины рынка ипотеки секьюритизировано, а в Канаде — как раз более 30%. У нас сейчас 5% и цифра в 30% рынка выглядит не амбициозно, а адекватно.

Беседовал **Борис ФЕДОРОВ**

В ТЕКУЩЕМ ГОДУ РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ПРЕОДОЛЕЕТ ОТМЕТКУ В 1 ТРЛН РУБЛЕЙ И СТАНЕТ ТРЕТЬИМ ПО ОБЪЕМУ КЛАССОМ АКТИВОВ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ