Андрей СУЧКОВ,
начальник управления секьюритизации,
«ВТБ Капитал»

Российский рынок ипотечных ценных бумаг: в ожидании позитивных перемен

Единственным сегментом банковского кредитования, который продемонстрировал в 2016 году серьезный устойчивый рост, была жилищная ипотека. За 11 месяцев прошлого года общий объем размещенных средств по банковской системе сократился на 3.25%, портфель кредитов нефинансовым организациям уменьшился на 5.6%, портфель потребительских кредитов всех видов, включая автокредиты, сжался на 4.5%, объем выдачи кредитов малому и среднему бизнесу снизился на 7.5%, а ипотечный портфель вырос на 10.4%.

ЖИЛИЩНАЯ ИПОТЕКА: УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ

За 11 месяцев 2016 года объем выдачи ипотечных кредитов достиг 1298 млрд руб., что на 29.4% больше, чем за аналогичный период 2015 года. Напомним, что годом ранее мы наблюдали обвал в выдаче на 35.5%. Последовавшее вслед за этим энергичное восстановление рынка происходило во многом благодаря государственной поддержке ипотечного кредитования. В первом квартале почти половина рублевой выдачи пришлась на кредиты в рамках программы субсидирования ставки. Однако уже со второго квартала структура начала меняться, активизировалось кредитование вторичного рынка жилья. Этому способствовало снижение ставок по ипотеке на вторичке, которое за год составило порядка 2%. Тем не менее по итогам 11 месяцев на госпрограмму пришлось 38% всей выдачи.

Доля ипотеки в кредитном портфеле банков устойчиво росла на протяжении всего года, увеличившись за 11 месяцев с 9.2% до 10.5% в общем объеме кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам и с 38% до 41.5% в суммарной задолженности населения перед банками. Но и этот рекордный для России уровень скоро может быть превышен. Согласно базовому прогнозу агентства «Эксперт-РА» на 2017 год, кредитный портфель нефинансовому сектору продемонстрирует рост на

6%, необеспеченные кредиты гражданам сократятся на 1%, а ипотечный портфель вырастет на 9%. Даже в рамках негативного сценария сокращение портфелей кредитов нефинансовому сектору и необеспеченных потребительских кредитов на 9% и 8% соответственно будет сопровождаться приростом жилищной ипотеки на 7%.

Оптимизм аналитиков и участников рынка в отношении перспектив текущего года связан с ожиданиями снижения кредитной ставки, уменьшением стимулов населения к сбережению ввиду понижательной динамики депозитных ставок, стабилизации, а возможно и некоторого роста реальных доходов. Что касается цен на жилье, то здесь мнения аналитиков расходятся, однако даже в случае их роста мало кто ожидает, что он будет опережать инфляцию. В качестве решающего фактора рассматривается политика ЦБ России, который до сих пор был весьма осторожен в своих заявлениях о возможных сроках снижения ключевой ставки. Отсрочка этого решения может сформировать значительный отложенный спрос и повлиять на фактическую динамику кредитования.

В 2015 году целый ряд банков, в том числе достаточно крупных, заморозили или приостановили свои ипотечные программы. В прошлом году несколько известных игроков вернулись на рынок, однако рыночная доля крупнейших банков с государственным участием не только не сократилась, но даже выросла с 80.7% в январе до 83.3% в декабре 2016 года. При этом на долю первых десяти кредиторов приходится более 90% ипотечного портфеля. Такой уровень концентрации, на наш взгляд, не идет на пользу рынку и не в интересах заемщиков. Очевидно, что одно из конкурентных преимуществ крупных банков — доступ к относительно недорогим источникам финансирования. При том, что в целом дефицита ликвидности нет, более того, эксперты допускают, что системный дефицит временно сменится системным профицитом. Ресурсы распределяются по системе крайне неравномерно, а условия доступа к ним неодинаковые.

В 2015 году смена модели поведения населения от потребления в сторону сбережения привела к быстрому росту объемов вкладов, который составил в номинальном выражении 24.5%. В прошлом году сберегательная активность населения заметно снизилась. За первое полугодие объем средств физических лиц в банках даже уменьшился на 0.4%. Несмотря на повышение активности граждан во второй половине года, общий прирост вкладов по итогам 12 месяцев составил 4.2%, что существенно ниже первоначального прогноза ЦБ. На динамику депозитов оказало влияние неуклонное снижение ставок по вкладам, которое, вероятно, продолжится и в наступившем году. Это будет и дальше снижать стимулы к сбережению и подтолкнет часть вкладчиков к поиску инвестиционной альтернативы, которой может стать жилая недвижимость.

При общем замедлении роста депозитной базы его лидерами оказались те же госбанки, доля которых в общем объеме привлеченных средств населения на 1 декабря составила 62%.

Если нынешние тенденции в динамике процентных ставок, инфляции и модели потребительского поведения сохранятся, то не менее, а может быть, более важным фактором роста ипотечного кредитования, чем политика ЦБ, станет динамика доходов. При стабилизации реальных доходов населения и их номинальном росте можно ожидать увеличения спроса на ипотечные кредиты в текущем году.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ЭФФЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ФОНДИРОВАНИЯ ИПОТЕКИ

Способность кредитных организаций ответить на спрос по ипотеке во многом будет зависеть от наличия доступного фондирования. И если государственные банки в принципе готовы его обеспечить из традиционных источников, то для частных, особенно средних и небольших банков, вопрос фондирования ипотечных операций стоит весьма остро. Другая проблема, с которой могут столкнуться банки, особенно специализирующиеся на кредитной рознице, связана с дальнейшим ростом доли ипотеки в их кредитных портфелях. Очевидно, что кредит сроком до 30 лет с фиксированной ставкой останется основным продуктом, который банки предлагают своим клиентам. Повышенный процентный риск, который несет такой инструмент, может стать губительным для кредитных организаций с высокой концентрацией ипо-

теки на балансе в случае неблагоприятной рыночной динамики. И хотя сегодня рынок ожидает снижения ставок, в долгосрочной перспективе их рост представляется весьма вероятным, если не неизбежным, и может привести к серьезным потерям. Подобную картину мы уже наблюдали в 2009 году и — особенно ярко — в первой половине 2015 года, когда ипотечные портфели даже крупнейших банков практически вышли за грань рентабельности.

В этой ситуации мы можем рассчитывать на рост интереса к секьюритизации как эффективному инструменту фондирования и перераспределения рисков, который способен выровнять рыночные условия для банков различного масштаба и тем самым поддержать развитие конкурентной среды. Однако реализация такого сценария будет зависеть не только от макроэкономических, но и от отраслевых условий.

Напомним, что в 2015 году, вслед за падением рынка жилищного ипотечного кредитования, резко сократился и объем сделок по секьюритизации — с 256.2 млрд руб. в 2014 году до 63.6 млрд руб. в 2015 году, а количество выпусков ИЦБ упало с 28 до 15. Восстановления рынка секьюритизации вслед за восстановлением первичного ипотечного рынка в 2016 году мы не увидели. В течение года было закрыто 16 сделок на общую сумму 81.3 млрд руб. Окончательный результат по году мог бы быть и лучше, однако крупнейшие кредиторы не проявили активности в этом направлении.

Не все сделки, закрытые в течение года, можно отнести к чисто рыночным размещениям. Некоторые выпуски ИЦБ, включая сделки Банка Москвы и АК Барс Банка, выкупались оригинаторами на свой баланс с целью операций РЕПО с ЦБ России или полностью выкупались АИЖК, как это было с организованными агентством мультиоригинаторными сделками. Однако это не означает, что рыночного спроса на ИЦБ не было. Тот же АК Барс Банк впоследствии продал часть своих бумаг рыночному инвестору. В июне «ВТБ Капитал» успешно разместил в рынок ипотечную бумагу Металлинвестбанка. Это был первый опыт выпуска однотраншевой бумаги с избыточным обеспечением, торги завершились с переподпиской, при этом бонд размещался по цене, а не по купону. Успешно разместили в рынок свои ипотечные бумаги Транскапиталбанк, Абсолют банк, Московский кредитный банк, банк «Санкт-Петербург». В прошлом году Банк Жилищного Финансирования закрыл последнюю сделку по старой программе АИЖК, и он же стал пионером «Фабрики ИЦБ», уже в самом конце декабря 2016 года разместив первые однотраншевые бумаги с поручительством АИЖК в рамках новой программы. Продолжил выпуск своих ипотечных банковских облигаций банк «Дельта Кредит».

Круг квалифицированных инвесторов, имеющих опыт работы с ИЦБ, все еще очень узок, однако спрос со стороны негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний есть. Хотя накопительные пенсии на следующий год и, вероятно, до 2019 года будут заморожены, из-за чего финансовый рынок только в 2017 году недополучит до 800 млрд руб., фондам нужны долгосрочные и надежные инструменты с доходностью выше ОФЗ, а на рынке их по-прежнему не хватает.

В то же время объем торгов ипотечными бумагами на биржевом рынке был минимален и определялся главным образом необходимостью поддерживать котировки для целей включения в Ломбардный список ЦБ и последующего РЕПО.

Можно сказать, что прошедший год стал для рынка секьюритизации периодом ожидания, или переходным периодом, что связано, в том числе, с двумя факторами. Во-первых, с введением новых регулятивных требований к капиталу по сделкам секьюритизации; во-вторых, с ожиданием запуска нового механизма работы АИЖК на рынке ИЦБ, так называемой «Фабрики ИЦБ», которая окажет существенное влияние на структуру рынка и динамику его роста в последующие годы.

Изменения в инструкции Банка России № 139-И «Об обязательных нормативах банков» определили, что с 2016 года вложения в облигации старших траншей, выпущенные в рамках сделок по секьюритизации, должны взвешиваться при расчете Н1 с коэффициентом 100%, а в облигации младших траншей — с коэффициентом 1250%.

Основным мотивом принятия новых требований было стремление следовать рекомендациям Базельского комитета, хотя базельские требования относятся к кредитным

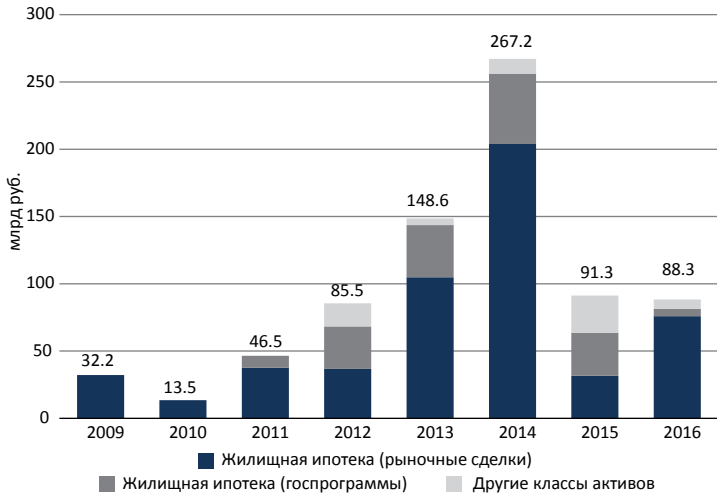

Рисунок 1
Динамика объемов сделок секьюритизации, млрд руб.
Источники: Cbonds, АИЖК

организациям-инвесторам в ABS, а в нашем случае под удар попали банки-оригинаторы. Прежде всего пострадали частные банки, в том числе небольшие, для которых секьюритизация стала отработанным инструментом привлечения долгосрочного финансирования и которые во многом и создают конкурентную среду на рынке первичного кредитования.

Реакция со стороны заинтересованных банков была крайне болезненной, регулятивные нововведения не без основания рассматривались ими как прямо запретительные. Для выхода из создавшегося положения требовалось найти ответы на два вопроса: как структурировать новые сделки, сохранив их экономическую целесообразность, и что делать с младшими траншами по уже закрытым сделкам, которые оставались на балансе оригинатора и теперь должны были вычитаться из капитала кредитной организации. В итоге по новым сделкам эмитенты перешли на выпуск однотраншевых бумаг с избыточным обеспечением, которое финансировалось кредитом от банка-оригинатора. С лета прошлого года было закрыто пять таких сделок на сумму около 20 млрд руб. Что касается имеющихся младших траншей, то некоторые банки реструктурировали их в кредиты. Был также опыт переупаковки младших траншей через вновь созданное SPV в однотраншевую бумагу (аналог CDO), однако, по имеющейся информации, это не нашло поддержки со стороны регулятора.

Проблема, с которой мы столкнулись, хорошо известна международному профессиональному сообществу и связана с ужесточением требований к капиталу по сделкам секьюритизации, сформулированных в рамках перехода на Базель III (Basel III Document. Revisions to the securitization framework. 11 December 2014). Это так называемый non-neutrality, или недостаток нейтральности к капиталу, когда регулятивного капитала для покрытия всех траншей сделки по секьюритизации требуется больше, чем объема регулятивного капитала по пулу кредитов, который секьюритизируется.

У нас этот недостаток, или разрыв, нейтральности после введения новых требований стал неоправданно большим, несопоставимым с западными рынками. Нагрузка на капитал при стандартной сделке секьюритизации увеличивается в разы, при том что общий кредитный риск, связанный с риском базового актива, остается неизменным. Проблема недостатка нейтральности по требованиям к капиталу специально отмечается в новой редакции Базельских рекомендаций «Securitization framework», которые были опубликованы в июле прошлого года и посвящены внедрению альтернативных пониженных требований к сделкам простой,

прозрачной и сравнимой секьюритизации (STC — Simple, Transparent and Comparable securitizations).

В соответствии с документом вводятся новые требования к бумагам, которые удовлетворяют критериям STC: минимальная нагрузка по старшим траншам снижается до 10%, уменьшаются требования по капиталу к младшим траншам. Это должно, в том числе, сгладить проблему недостатка нейтральности.

Базельский комитет в настоящее время действует в направлении стимулирования секьюритизации как эффективного инструмента фондирования и перераспределения рисков и снятия неоправданных регулятивных ограничений.

Мы уже не раз говорили о возможности и необходимости введения подобных критериев в России, тем более что наши сделки в большинстве своем очень к ним близки.

Созданная в рамках Экспертного совета по секьюритизации при ЦБ рабочая группа по стандартизации в качестве своих основных задач рассматривает выработку рекомендаций по внедрению критериев STC в российскую практику и соответствующую корректировку нормативной базы, чтобы сделать секьюритизацию востребованным инструментом финансирования реальной экономики. Однако неадаптированное внедрение новых Базельских подходов к STC секьюритизации не снимет для нас проблемы расчета риска на основе внешних рейтингов с учетом наличия суверенного потолка, если он будет приниматься во внимание в той или иной форме. Максимум, на что мы можем рассчитывать по российским сделкам, — это рейтинг старшего транша облигаций, соответствующий уровню Baa3/BBB (по шкале Moody's, S&P и Fitch), что даст нам риск-вес 70% по критериям STC. С учетом коэффициента 1250% по младшему траншу, проблемы это не решит.

Сегодня необходимо полноценное внедрение национальной рейтинговой шкалы для российских сделок по секьюритизации, ориентированных на внутренних инвесторов, как это работает в ЮАР или Мексике. Вступивший в действие закон «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации» предусматривает такой переход уже с 2017 года. К настоящему времени ЦБ включил в реестр кредитных рейтинговых агентств только две компании — АКРА и «Эксперт РА», которые еще не приступили к рейтингованию структурированных финансовых инструментов. Еще не завершена работа по внесению изменений в большое число нормативных актов Банка России, которые до сих пор ориентированы на использование международной шкалы иностранных рейтинговых агентств. Непонятна судьба имеющихся международных рейтингов по закрытым ранее сделкам. При этом ни одно из международных рейтинговых агентств пока не получило аккредитации ЦБ, хотя до 13 июля они обязаны привести свою деятельность в соответствие с Федеральным законом о деятельности рейтинговых агентств. Надеемся, что сложившаяся ситуация неопределенности будет оперативно исправлена.

Избыточно жесткий и неадаптированный, на наш взгляд, подход используется при расчете величины рыночного риска по инструментам секьюритизации в соответствии с Положением № 511-П. При отнесении ИЦБ к группам специального процентного риска применяется та же шкала международных рейтинговых агентств, в соответствии с которой секьюритизированные бумаги с суверенным рейтингом относятся в группу с риском выше среднего. Наличие поручительства АИЖК как альтернативы рейтингу в текущей редакции вообще не рассматривается, хотя, например, при включении в Ломбардный список ЦБ поручительство АИЖК является достаточным условием. Нам представляется, что этот подход также нуждается в корректировке и должен предусматривать как использование национальной шкалы для внутренних сделок, так и поручительства АИЖК при разнесении бумаг по группам риска.

Вопрос нормативных требований к ИЦБ был центральным и при внедрении концепции «Фабрики ИЦБ», принятой АИЖК. В рамках общего регулятивного подхода концепция была бы просто обречена. В ноябре Банк России опубликовал принятые изменения в инструкцию ЦБ № 139-И «Об обязательных нормативах», которые предусматривают для целей расчета норматива достаточности капитала коэффициент риска в размере 20% по вложениям в ИЦБ с поручительством АИЖК. Установление льготного коэффициента, безусловно, повысит инте-

Рисунок 2
Соотношение объемов выдачи ипотечных кредитов и выпуска ипотечных ценных бумаг в РФ
Источники: ЦБ РФ, Cbonds, АИЖК

рес кредитных организаций к приобретению таких бумаг на свой баланс и сможет стать серьезным стимулом для развития отечественного рынка ИЦБ. Важно, чтобы возможность подключиться к «Фабрике ИЦБ» АИЖК имели небольшие и средние банки, для которых вопрос долгосрочного финансирования стоит особенно остро, их активная работа будет содействовать конкуренции на рынке, от чего в конечном счете зависит доступность кредита. В декабре АИЖК зарегистрировало первую программу выпуска однотраншевых ценных бумаг «Фабрики ИЦБ» объемом 30 млрд руб., в рамках которой была успешно реализована первая сделка с Банком Жилищного Финансирования (БЖФ). В течение года агентство подписало меморандумы о сотрудничестве с целым рядом кредитных организаций, включая крупнейших ипотечных кредиторов — Сбербанк и Группу ВТБ, что потребует регистрации более масштабной программы.

«ФАБРИКА ИЦБ»: КАКОВЫ ПЕРСПЕКТИВЫ?

Утвержденный АИЖК план выпуска бумаг «Фабрики ИЦБ» на ближайшие годы вполне реалистичен. Вместе с тем необходимо детально прояснить ряд вопросов, которые определяют мотивацию участия в программе АИЖК как для банков-оригинаторов, так и для инвесторов. В традиционной схеме банк-кредитор, продавая бумаги тому же агентству, получает рефинансирование своего портфеля, плату за обслуживание и дополнительный доход (excess spread) как разницу между купонными выплатами по облигациям и средневзвешенной доходностью секьюритизированных кредитов на протяжении всей жизни бумаги, снимая с себя процентный риск — основной риск по долгосрочным ипотечным кредитам с фиксированной ставкой. Инвестор, приобретая бумагу, обеспеченную денежным потоком по ипотечным кредитам и залогом жилой недвижимости, принимает на себя риск досрочного погашения портфеля, за что требует определенной премии к доходности. Риск досрочного погашения — главная особенность инструмента, и для его правильной оценки нужна специальная квалификация. Сегодня в России моделировать этот вид риска способно очень ограниченное число инвесторов. Расширение круга инвесторов, их обучение является важнейшим условием развития национального рынка ИЦБ.

В предлагаемой модели «Фабрики ИЦБ» мы, прежде всего, видим возможность регулятивного арбитража, когда банк-кредитор, откупая ипотечные бумаги на свой баланс, фактически заменяет актив с более высоким коэффициентом риска на актив с пониженным риск-весом в 20%, обеспечивая себе разгрузку капитала. Одновременно он передает кредитный риск АИЖК и получает возможность последующего фондирования через РЕПО с Банком России. При этом за банком сохранится

процентный риск и ограничения по Н6 — риск на одного заемщика (АИЖК). Данное ограничение особенно чувствительно для небольших банков, которые зачастую с трудом удерживают на балансе даже небольшой младший транш. Альтернатива — немедленная продажа бумаги рыночному инвестору. В этом случае у банка остается плата за обслуживание, уйдет процентный риск, однако пропадает excess spread, но появляется возможность получения разового дохода при продаже бумаги с премией. Именно такая схема была реализована в первой «фабричной» сделке с БЖФ, когда АИЖК как инвестор купило бумагу по цене 107.67% от номинала.

Приобретая бумагу «Фабрики ИЦБ», рыночный инвестор, помимо необходимости адекватной оценки риска досрочного погашения, сталкивается с дополнительной неопределенностью, связанной с тем, что купон по новой бумаге АИЖК не фиксированный, а плавающий. Имея структуру pass through, бумага фактически транслирует инвестору все поступления по пулу кредитов за вычетом расходов на обслуживание. Колебания купона будут связаны не столько с изменением доли расходов на обслуживание в денежном потоке, сколько с изменением доходности самого портфеля по мере изменения его структуры. Если исходить из предположения, что ключевая ставка, а впоследствии и рыночные ставки будут снижаться в текущем году, то можно ожидать активизации рефинансирования кредитов на первичном рынке. В первую очередь будут перекредитовываться заемщики, бравшие кредиты в 2015 году, когда ставки по ипотеке превышали 15%. Соответственно, в секьюритизированных портфелях будут погашаться дорогие кредиты, а доходность пула и купон по бумаге будут снижаться. По прогнозам некоторых аналитиков, средняя ставка досрочного погашения (CPR) в этом году может превысить 15% (13.6% во втором полугодии 2016 года). Все это осложнит задачу моделирования для инвесторов, большинство из которых и без того не обладает необходимой экспертизой для работы на рынке секьюритизации.

Задача расширения круга инвесторов требует структурирования относительно простого инструмента и его постепенного усложнения по мере того, как инвесторы будут накапливать опыт работы с ипотечными бумагами. Возможно, было бы целесообразно, взяв за основу бумагу «Фабрики ИЦБ», снабдить ее стабилизирующими финансовыми механизмами, которые сделают денежный поток по облигации более предсказуемым.

Не менее важным фактором для принятия инвесторами решения о покупке является ликвидность ипотечных бумаг, которая — даже при наличии поручительства АИЖК — остается низкой. Необходимо формировать достаточно ликвидный рынок, что потребует усилий и дополнительных стимулов для инвесторов. Льготное налогообложение ИЦБ играет, безусловно, важную роль, однако рассматривается инвесторами как уже существующее неизменное условие и априори учитывается ими. Можно было бы рассмотреть возможность рекомендации со стороны регулятора для НПФ и страховщиков размещать часть своих средств в ипотечные бумаги с целью поддержания национального ипотечного рынка, как это было в ряде европейских стран до формирования Евросоюза.

Есть опасность, что без активной позиции инвесторов и усилий по целенаправленному формированию рынка «Фабрика ИЦБ» АИЖК будет главным образом использоваться крупными банками для целей регулятивного арбитража и передачи кредитного риска АИЖК.

Чтобы рынок развивался, на нем должны присутствовать различные инструменты секьюритизации. Односторонние регулятивные преимущества для одного продукта будут его деформировать. Ситуация, когда по бумаге с поручительством АИЖК норматив достаточности капитала составляет 20% (что соответствует уровню организации государственного сектора с суверенным рейтингом), а по бумаге с рейтингом выше суверенного (Baa 3/BBB -) коэффициент риска 100%, на наш взгляд, лишена логики.

Для банков должны быть доступны различные инструменты секьюритизации, необходимо поддерживать конкуренцию в этой сфере. Именно в этом случае мы сможем рассчитывать на рост доступности ипотеки через увеличение конкуренции на первичном рынке ипотечного кредитования и снижение ставки для населения в результате ценовой конкуренции между банками-кредиторами.