ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2018

Секьюритизация ипотеки

Андрей СУЧКОВ,
начальник управления секьюритизации департамента инвестиционных продуктов — старший вице-президент, Банк ВТБ (ПАО); руководитель управления секьюритизации, «ВТБ Капитал»

Российский рынок ипотечных ценных бумаг: старт к новому качеству

Есть все основания считать, что объемы ипотечной секьюритизации в ближайшие годы резко возрастут, а значение ценных бумаг в фондировании ипотечных операций серьезно увеличится. Реализация этого прогноза в большей степени будет зависеть от активной и конструктивной позиции банков-кредиторов, АИЖК, регулятора и, конечно, инвесторов. При этом объективная ситуация однозначно складывается в пользу ускоренного развития рынка секьюритизации. Объемы ипотечного кредитования продолжают быстро расти. Ипотека остается самым динамичным сегментом кредитного рынка и одним из главных драйверов развития банковской системы[1].

ОБЪЕМ ИПОТЕКИ ПРОДОЛЖИТ РАСТИ

За 2017 год рост выдачи ипотечных кредитов составил 37.2%, был обновлен исторический рекорд 2014 года. При этом ипотечный портфель увеличился на 15.45%, в то время как портфель остальных кредитов физлицам вырос на 10.63%, а задолженность по кредитам юридическим лицам — резидентам и ИП — на 3.60%.

Доля ипотеки в кредитной задолженности по банковскому сектору в последние годы устойчиво увеличивается (см. Рисунок 2). В общем портфеле кредитов нефинансовому сектору она составила на 1 января 2018 года 11.36%, а в общем объеме задолженности физлиц достигла 42.75%. Поэтому существует высокая вероятность того, что в ближайшие годы доля ипотеки в кредитном портфеле по системе продолжит увеличиваться. При этом уровень проникновения ипотеки в России по сравне-

[1] См. Рисунок 1.

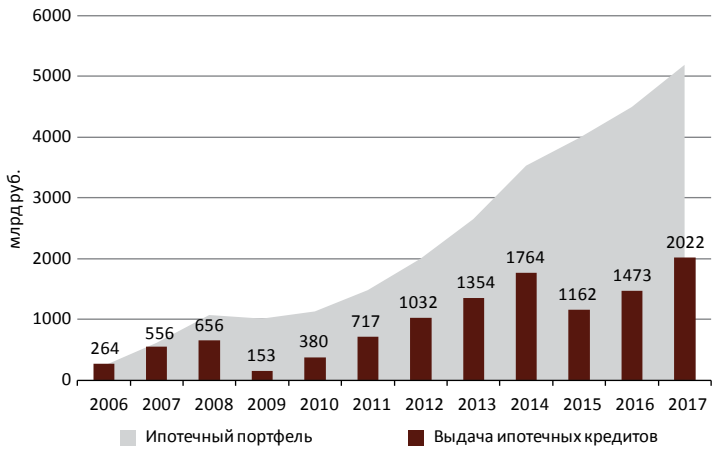

Рисунок 1
Динамика выдачи ипотечных жилищных кредитов и общего объема задолженности по жилищной ипотеке
Источник: ЦБ РФ

нию не только с западными экономиками, но и со странами Центральной и Восточной Европы, остается низким: на конец года этот показатель был меньше 6% от ВВП.

Если исходить из базового сценария прогноза Минэкономразвития, ВВП в ближайшие три года будет расти более чем на 2%, а динамика реальных доходов населения выйдет на положительную траекторию, что уже само по себе должно обеспечить рост ипотечного кредитования. Но важнейшим фактором увеличения спроса является динамика ставок по кредитам, которые продолжают устойчиво снижаться, что при стабильных ценах на жилье, и даже их умеренном росте, повышает доступность ипотеки. За 12 месяцев прошлого года средневзвешенная ставка выдачи упала на 2 п.п., достигнув исторического минимума в 9.8%, и этот тренд продолжится.

Все указанные факторы формируют ожидания дальнейшего роста ипотечного кредитования, и большинство прогнозов лежат в интервале от «оптимистических» до «очень оптимистических»: выдача 2500 млрд руб. и даже 3000 млрд руб. кредитов в 2018 году представляется возможной. Но эту выдачу нужно фондировать. В 2017 году население продолжало придерживаться сберегательной модели поведения, однако стимулы к сбережению уменьшаются как в связи со снижением депозитных ставок, так и с наметившейся активизацией потребления — индекс потребительской уверенности на протяжении года рос, прибавив 4 п.п., как и готовность людей к крупным покупкам. Прирост депозитов населения за год составил 7.36%. Продолжение чистки банковской системы, банкротство и санация крупных частных банков стимулируют переток средств в госбанки и банки с иностранным участием. Это может негативно сказаться на более мелких частных банках с точки зрения их способности фондировать кредитные операции и отрицательно повлиять на ценовую конкуренцию.

Что касается крупнейших кредиторов, таких как Сбербанк и группа ВТБ, то надо иметь в виду, что уже сегодня доля жилищных кредитов в их портфелях заметно выше, чем в среднем по системе. У Сбербанка она составляет 15.25% от общего кредитного портфеля и почти 55% от портфеля кредитов физлицам. У консолидированной группы ВТБ — 11.55% и 45.01% соответственно. Вероятно, эти показатели будут расти, учитывая достаточно агрессивную политику Сбербанка и ВТБ по снижению ставок. Это означает, что потребность крупнейших госбанков в долгосрочных альтернативных источниках фондирования и механизме перераспределения рисков, присущих ипотечным активам, будет увеличиваться.

Дальнейшее снижение ставок по ипотеке ниже 10%, вплоть до 6%, и, следовательно, повышение доступности и спроса на ипотечные кредиты представляется се-

Рисунок 2
Динамика доли жилищной ипотечной задолженности от общего объема задолженности
Источник: ЦБ РФ

годня вполне реальным и будет зависеть от способности закрепить инфляцию на целевом уровне в 4%.

С начала года в результате проведения ЦБ последовательной политики инфляционного таргетирования цены, несмотря на некоторые отклонения (скачок до 4.4% годовых в июне), последовательно снижались. К концу года инфляция замедлилась до своего исторического минимума в 2.5%, что дало возможность ЦБ снизить ставку до 7.75%. Инфляционные ожидания, хотя и превышают фактическую инфляцию, достигли минимума за всю историю наблюдения. Это позволяет, по словам Эльвиры Набиуллиной, быстрее приблизить ключевую ставку к равновесно-нейтральному уровню — 2.5–3% в реальном выражении или 6.5–7% в номинальном.

ПОИСК НОВОЙ БИЗНЕС-МОДЕЛИ

Переход экономики в режим низкой инфляции ставит перед банковской системой серьезные вопросы и делает необходимым корректировку привычной бизнес-модели, построенной на высоких волатильности и инфляционных ожиданиях. Снижение ставок неизбежно ведет к сокращению банковской маржи. Некоторое время можно уменьшать депозитные ставки, но после достижения целевого уровня по инфляции снижать их быстрее, чем кредитные ставки, не получится, а по расчетным счетам такой возможности попросту нет.

Соответственно, будет уменьшаться доходность банковских операций и, как результат, рентабельность собственного капитала. Это ставит задачу увеличения непроцентных доходов, сокращения операционных расходов и превращения банков в высокоавтоматизированные сервисные платформы.

Важно понимать, что переход в режим низкой инфляции, низких ставок и низкой маржи ведет к увеличению процентных рисков. Даже относительно небольшого всплеска инфляции и соответствующего роста ставок достаточно, чтобы перекрыть узкую маржу и сделать процентный доход отрицательным, а в длинном периоде такие колебания неизбежны.

Все эти факторы имеют самое непосредственное отношение к долгосрочному ипотечному кредитованию и выражены в этом бизнесе особенно сильно. Во-первых, ипотека имеет самую низкую маржу по сравнению с другими видами кредитования физлиц.

Во-вторых, используемый у нас продукт — кредит сроком до 30 лет с фиксированной ставкой процента — наиболее подвержен процентному риску. Кредиты с плавающей ставкой, несмотря на предпринимаемые некоторыми банками усилия, у нас не приживаются.

Мы помним события начала 2015 года, когда резкий рост ставок практически сделал ипотечные портфели даже крупнейших банков убыточными. Маржи, которая тогда

находилась на максимальном уровне для ипотечных кредитов, не хватило, чтобы демпфировать скачок процентных ставок. При сокращении маржи возникновение подобных ситуаций возможно не только в период кризиса, но и в результате вполне заурядных рыночных колебаний.

Растущая доля долгосрочных ипотечных кредитов с фиксированной ставкой в портфеле в сочетании с сокращением процентной маржи отечественных банков может превратиться в бомбу замедленного действия, и задача убирать такие активы с баланса сегодня приобретает особую актуальность.

Инструментом, способным эффективно нивелировать указанные выше риски, является секьюритизация, которая:

- обеспечивает механизм привлечения долгосрочных средств инвесторов для фондирования новой выдачи;
- снимает с первичного кредитора риск процентной ставки путем передачи его инвестору;
- обеспечивает разгрузку баланса, при этом за банком-оригинатором остаются доход от обслуживания кредитов и избыточная доходность (excess spread), или в виде разницы между доходностью по портфелю и купоном по ИЦБ, или как премия при продаже бумаг в рынок, что увеличивает ROE (рентабельность собственного капитала);
- способствует переходу к новой бизнес-модели, когда основным доходом от ипотечных операций становится комиссия за обслуживание и сопровождение кредитов, а риски продаются инвесторам в ипотечные ценные бумаги.

РЫНОК ИЦБ: ПЕРЕЛОМА НЕ ПРОИЗОШЛО

Несмотря на ускоренный рост ипотечного кредитования, окончательного перелома на рынке ИЦБ не произошло (см. Рисунок 3). Рынок секьюритизации стагнировал в 2016 году, когда было закрыто 16 сделок на 81.3 млрд руб. В 2017 году, без учета технических и повторных размещений, реализовано восемь сделок на сумму 124.3 млрд руб.: пять из них, общим объемом 109.3 млрд руб., в рамках программы АИЖК «Фабрика ИЦБ», две рыночные с традиционной структурой и одна балансовая.

Реализация первых «фабричных» сделок стала несомненным успехом, так как продемонстрировала работоспособность данного механизма. Вместе с тем говорить о полномасштабном запуске программы «Фабрики ИЦБ» и переходе рынка секьюритизации на новый качественный уровень было бы преждевременным.

Крупный выпуск ИЦБ Сбербанка на 50 млрд руб. и выпуск Райффайзенбанка на 7.6 млрд были выкуплены самими банками-оригинаторами. Учитывая, что норматив достаточности капитала по ипотечным бумагам с поручительством АИЖК составляет 20%, выпуск ИЦБ в рамках «Фабрики» может использоваться особенно крупными кредиторами как инструмент регулятивно-

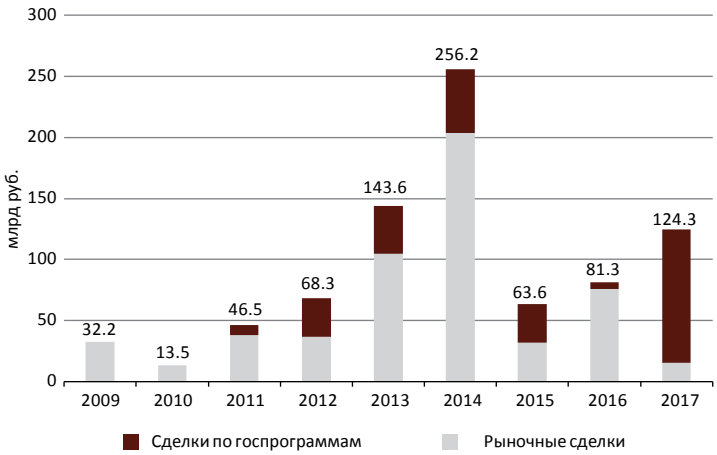

Рисунок 3
Динамика объемов сделок секьюритизации жилищной ипотеки,
Источники: Cbonds, АИЖК

го арбитража для снижения нагрузки на капитал. Такой эффект и получили эти кредитные организации. Хотя для Сбербанка, учитывая общий размер портфеля банка и его показатели достаточности капитала, этот эффект не был значимым. Две эмиссии бумаг Банка Жилищного Финансирования на сумму 3.4 млрд руб., для которого ИЦБ уже давно стали главным инструментом фондирования ипотечных операций, в полном объеме выкупило АИЖК. То есть средства рыночных инвесторов по этим сделкам в программу не пришли.

РЫНОЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ИЦБ В РАМКАХ «ФАБРИКИ»

Единственной «фабричной» сделкой, целью которой изначально была продажа бумаг в рынок, стал выпуск ИЦБ, обеспеченных ипотекой ВТБ24. На первом этапе сделки, которая была закрыта в декабре прошлого года, все бумаги были выкуплены на баланс ВТБ24 по цене номинала, а затем в ходе вторичного размещения продавались рыночным инвесторам уже с премией. Очевидные преимущества бумаги «Фабрики ИЦБ», такие как льготное налогообложение, пониженная нагрузка на капитал, квазигосударственный статус в сочетании с повышенной по отношению к ОФЗ доходностью, сформировали достаточный спрос. В результате из общего объема в 48.2 млрд руб. 44.2 млрд руб. до конца года удалось продать инвесторам. Среди них были управляющие компании, негосударственные пенсионные фонды, банки. АИЖК купило облигаций на 10 млрд руб.

Успешное рыночное размещение вряд ли было бы возможным без решения специфической проблемы, связанной со структурой ипотечных бумаг, выпускаемых в рамках «Фабрики ИЦБ». Имея структуру «pass through», стандартная бумага «Фабрики» фактически транслирует все поступления по пулу кредитов, за вычетом расходов на обслуживание, инвестору. Приобретая такую бумагу, рыночный инвестор, помимо необходимости адекватной оценки риска досрочного погашения, сталкивается с дополнительной неопределенностью. Она обусловлена тем, что процентный доход, получаемый им в каждый купонный период, не фиксированный, а плавающий. Это связано и с изменением доли расходов на обслуживание в денежном потоке, но главным образом с изменением доходности самого портфеля по мере изменения его структуры.

Продолжающееся снижение ключевой ставки ЦБ и активное рефинансирование кредитов на первичном рынке ведут к ускоренному досрочному погашению наиболее дорогих кредитов в секьюритизированных портфелях, в результате чего доходность пула и купон по портфелю снижаются. Такая неопределенность не просто осложняет задачу расчета доходности для инвесторов, большинство из которых и без того не обладает необходимой экспертизой для работы на рынке секьюритизации, но становится для них стоп-фактором.

С целью повышения привлекательности ипотечного бонда «Фабрики ИЦБ» для инвесторов в структуре сделки ВТБ24 был использован процентный своп с амортизацией для фиксации купонных выплат по облигации. Своп был структурирован по российскому законодательству по стандартной документации РИСДА. Согласно договору свопа, ипотечный агент «Фабрика ИЦБ» обменивает плавающие поступления по портфелю на фиксированные процентные платежи, которые и направляет владельцам облигаций. Каждый купонный период номинал свопа изменяется в соответствии с амортизацией номинала облигаций, которая повторяет амортизацию портфеля. Такая структура сделки позволила, во-первых, эффективно передать риск досрочного погашения (prepayment risk) инвесторам, во-вторых, предложить знакомый рынку бонд с фиксированной ставкой, что обеспечило наличие значительного спроса со стороны рыночных инвесторов.

НОРМАТИВНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

В ходе размещения «фабричных» ипотечных бумаг ВТБ мы столкнулись также с нормативными ограничениями по вложениям в ИЦБ для различных категорий инвесторов.

В России, как и во всех странах с развитыми финансовыми рынками, одним из важнейших потенциальных инвесторов в ипотечные ценные бумаги являются пенсионные фонды. Однако действующие нормативные акты ЦБ РФ, регулирующие порядок инвестирования средств пенсионных накоплений, содержат ряд ограничений

к структуре инвестиционного портфеля, которые могут быть распространены на ИЦБ.

В соответствии с п.п. 1.4.4 положения Банка России от 01.03.2017 г. № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда…» устанавливается концентрационный лимит в 10% на облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами. Понимая, что подобные нормативы нацелены на минимизацию рисков для инвестора, хотели бы подчеркнуть, что характер изменения стоимости активов и исполнения обязательств третьих лиц имеет в отношении ипотечных ценных бумаг свою специфику.

Характер платежей по ИЦБ определяется аннуитетной структурой платежей по лежащим в их основе кредитам. Погашение номинала ипотечных облигаций происходит на протяжении их жизни вслед за погашением основного долга по обеспечивающим их кредитам, как плановым, так и досрочным. Облигации остаются обеспеченными в полном объеме вплоть до полного погашения, и риск для инвестора не увеличивается. Более того, по мере погашения основной суммы долга и уменьшения LTV по кредитам кредитное качество ипотечных бумаг только растет. В соответствии с эмиссионной документацией общая сумма выплат в счет погашения номинала фиксирована и должна быть выплачена в установленный срок.

В этой связи представляется, что п.п. 1.4.4 положения Банка России № 580-П не должен применяться в отношении ипотечных ценных бумаг с фиксированным купоном и амортизируемым номиналом, что потребует соответствующего разъяснения ЦБ.

Пониженный коэффициент риска для целей расчета норматива Н.1 по ипотечным облигациям с поручительством АИЖК должен работать на привлечение банков в качестве инвесторов в ипотечные бумаги «Фабрики ИЦБ». Однако положение № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» требует наличия рейтинга от международных рейтинговых агентств не ниже BBB-/Baa3 для отнесения ипотечной бумаги к категориям «среднего уровня риска» и выше. При этом наличие рейтинга от российских рейтинговых агентств либо поручительства АИЖК во внимание не принимается. В результате риск-вес по «фабричным» ИЦБ составляет 1250%, что не позволяет банкам держать эти бумаги в своем торговом портфеле и резко снижает их инвестиционный аппетит.

РАСШИРЕНИЕ КРУГА РЫНОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Говорить о полномасштабном запуске программы «Фабрики ИЦБ» будет можно, когда бумаги пойдут в рынок. Поэтому создание адекватной нормативной среды для расширения базы инвесторов, средства которых позволят обеспечить рост ипотечного кредитования и жилищного рынка в целом, остается центральной задачей.

Круг квалифицированных инвесторов, имеющих опыт работы с ИЦБ, все еще очень узок. При этом за риск досрочного погашения, низкую ликвидность ипотечных бумаг они требуют дополнительную премию к доходности, что не содействует уменьшению стоимости привлекаемых ресурсов. Чтобы механизм секьюритизации работал на снижение конечных ставок по ипотечным кредитам, требуется развитие ликвидного, широкого, высоко конкурентного рынка ИЦБ.

Адекватная оценка риска досрочного погашения инвестором требует наличия репрезентативной базы статистических данных, разработки моделей, учитывающих российскую специфику, а главное опыта. Сегодня на рынке отсутствует даже доступный калькулятор для оценки дюрации ипотечных облигаций. В такой ситуации было бы целесообразно вывести на рынок инструмент с фиксированным графиком амортизации, то есть без риска досрочного погашения. Помимо использованного в упомянутой выше сделке процентного свопа, «ВТБ Капитал» разработал соответствующий балансирующий своп, который мы могли бы включить в один из выпусков «Фабрики ИЦБ». Применение такого нового инструмента позволило бы расширить круг инвесторов и снизить премию по ипотечным облигациям.

ПОДДЕРЖКА ТРАДИЦИОННОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

С учетом того, что свободные лимиты на АИЖК у наиболее активных инвесторов будут сокращаться, помимо «Фабрики ИЦБ» необходимо поддерживать и так называемые механизмы традиционной секьюритизации через создание не запретительной, а стабильной регулятивной базы.

В первую очередь речь идет о комплексном и сбалансированном внедрении рекомендаций Базель III в отношении сделок секьюритизации.

Мы помним шок от внесения изменений в Инструкцию 139-И, когда на основании упрощенного стандартизированного подхода Базеля II, который в западных странах практически уже не применяется, были введены коэффициенты риска в 1250% для младших траншей и 100% для старших. Жестко запретительный характер этих промежуточных мер был очевиден, и регулятор на переходный период принял соответствующие разъяснения, которые позволили структурировать сделки с младшим кредитом и избежать резкого увеличения нагрузки на капитал до полномасштабного введения рекомендаций Базеля III.

От того, какой будет окончательная редакция этих рекомендаций в регулятивных документах ЦБ, во многом зависит будущее секьюритизации.

Базель III предусматривает иерархию подходов при оценке рисков. IRB-подход будет постепенно внедряться, но рассчитывать на его использование в сделках секьюритизации в ближайшем обозримом будущем мы не можем. Подход, основанный на внешних рейтингах, ограничен суверенным потолком, что необоснованно увеличит коэффициент риска для старших траншей, а для младших окажется таким же запретительным. Рассчитывать на сверх либеральный мэппинг национальной и международной рейтинговой шкалы не приходится.

Таким образом, в текущих условиях практически применим только стандартизированный подход Базеля III. Но учитывая, что все эти подходы относятся к банкам-инвесторам, даже применение стандартизированного подхода существенно увеличит нагрузку на капитал для банков-оригинаторов, которые держат у себя младшие транши, по сравнению с текущей ситуацией.

С учетом потребностей развития рынка Банк России в прошедшем году подготовил проект положения «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации» (далее — Проект). Проект направлен на внедрение стандартов Базельского комитета в отношении сделок секьюритизации и отменяет действующий порядок оценки кредитного риска.

Вводимый Проектом порядок основан на применении формулы для расчета коэффициента риска и предусматривает возможность его снижения до минимального уровня 15%. При этом коэффициент 1250% применяется только при отсутствии информации о качестве секьюритизированных активов и структуре сделки.

В основу подхода к сделкам секьюритизации положен принцип нейтральности по риску, необходимость следовать которому особенно отмечается в документах Базеля III — секьюритизация не должна увеличивать нагрузку на капитал по сравнению с базовым секьюритизируемым активом. Поэтому для оригинатора Проектом предусматривается возможность расчета кредитного риска по сделкам секьюритизации, исходя из риска базового актива. Как и в документах Базеля, Проектом вводится понятие «простая, прозрачная и сопоставимая секьюритизация» (ППС), к которой применяются пониженные коэффициенты риска. Как мы не раз отмечали, исторически подход к структурированию сделок секьюритизации был у нас, в том числе благодаря позиции рейтинговых агентств, очень консервативным, и практически все они в очень большой степени отвечают критериям ППС.

Следует отметить конструктивный диалог регулятора с банковским и экспертным сообществом при обсуждении Проекта, в ходе которого была учтена значительная часть их предложений. Утверждение Проекта, который полностью соответствуют базельским рекомендациям, но при этом не ставит преград на пути развития бизнеса в России, должно придать импульс развитию рынка секьюритизации как ипотечных кредитов, так и других классов активов.

ВТБ Капитал

ЛУЧШИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

EUROMONEY AWARDS FOR EXCELLENCE 2017

Лучший инвестиционный банк в России

2013 – 2017

emeafinance ACHIEVEMENT AWARDS 2017

Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации в Центральной и Восточной Европе

2009, 2010, 2013 – 2017

FINANCIAL CBONDS INFORMATION

Cbonds Awards

Лучшая сделка первичного размещения на рынке секьюритизации: Банк Возрождение

2017

БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Банк Санкт-Петербург
RUB 4 млрд

Секьюритизация портфеля ипотечных кредитов

ВТБ Капитал

Организатор

2016

ВОЗРОЖДЕНИЕ БАНК
БАНК, КОТОРЫЙ ВСЕГДА С ТОБОЙ

Банк «Возрождение»
RUB 4,1 млрд

Секьюритизация портфеля ипотечных кредитов

ВТБ Капитал

Организатор
и технический андеррайтер
2017

ВТБ24

Банк ВТБ 24 (ПАО)
RUB 48,2 млрд
Секьюритизация портфеля ипотечных кредитов (по программе АИЖК «Фабрика ИЦБ»)

ВТБ Капитал

Организатор

2017

www.vtbcapital.ru

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.