ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Секьюритизация ипотеки и оценка ипотечных ценных бумаг

Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
АО ВТБ Капитал

Российский рынок ипотечных ценных бумаг: рост продолжается

Основным инструментом решения задачи по улучшению жилищных условий граждан России, поставленной в Национальном проекте «Жилье и городская среда», является развитие ипотечного кредитования. В соответствии с целевыми ориентирами Проекта выдача ипотечных кредитов должна увеличиться в 2024 году до 6.2 трлн руб., а 2/3 объема строительства многоквартирных домов должно быть профинансировано за счет ипотеки. При этом в 2019–2024 годах развитие рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) должно обеспечить привлечение дополнительно до 7 трлн. руб. финансовых ресурсов в сферу жилищного кредитования, способствовать росту конкуренции и снижению ставок на 1–1.5 %.

ФАКТОРЫ СПРОСА НА ИПОТЕКУ

Если исходить из роста выпуска ИЦБ прошлого года, то задача в принципе представляется выполнимой, хотя специфика развития рынка оставляет многие вопросы открытыми.

Вторичный ипотечный рынок развивается вслед за первичным, отражая его тенденции и потребности, а первичный рынок в течение года развивался неравномерно, со сменой трендов, что заставляло его участников порой нервничать.

Вслед за увеличением ключевой ставки ЦБ и ростом инфляции в начале прошлого года все банки стали повышать ставки по кредитам, что стало одним из главных факторов падения новой выдачи. Пессимисты говорили о возможном падении до 30%. И действительно, начало года оптимизма не внушало. Ставки по кредитам выросли в апреле до 10.56%, а выдача в мае упала (год к году) на 19.25%.

Однако к лету тренд стал разворачиваться. Инфляция продолжала замедляться всю вторую половину года, выйдя на рекордно низкое значение 3% в декабре. Это позволило ЦБ провести цикл из пяти последовательных снижений ключевой ставки — с 7.75% до 6.25%.

В результате смены тренда кредитные ставки стали снижаться, достигнув в декабре рекордно низкого уровня 9%. Это привело к замедлению падения выдачи, однако полного восстановления объемов предыдущего года не произошло. Общая сумма выданных за год ипотечных кредитов составила 2.848 трлн руб., что на 5.47% меньше, чем годом ранее.

С начала 2020 года мы наблюдали продолжение замедления инфляции, которая снизилась до 2.4% в январе, что было ниже прогнозного уровня. Это позволило ЦБ России не только уменьшить в феврале ключевую ставку до 6%, но и заявить о возможности — в зависимости от инфляции и экономической ситуации — ее дальнейшего снижения вплоть до уровня ниже нейтрального диапазона и перехода, таким образом, к мягкой денежно-кредитной политике.

Ожидание дальнейшего торможения инфляции и снижения ключевой ставки дает основания рассчитывать, что уже в первом квартале средняя ставка кредитования упадет ниже 9%, а целевое значение 8% может быть достигнуто до конца года.

Это должно содействовать росту спроса на ипотеку. Клиенты чувствительны к ставке, но это не единственный фактор. По мнению экспертов, основным фактором доступности жилья являются доходы населения, точнее, соотношение доходов и цен на жилье, а ставка — второй по значимости стимул[1].

По итогам прошлого года, реальные доходы населения выросли на 0.8%. При этом цены на жилье в связи с введением нового порядка финансирования стройки увеличились более значительно. По данным Росстата, рост цен на первичном рынке составил за год 3.60%, а на вторичном — 6.56%.

Сегодня у нас есть все основания рассчитывать на позитивное изменение динамики реальных доходов населения, что связано прежде всего с реализацией инициатив Президента России, изложенных в послании Федеральному собранию. Помощь по программам социальной поддержки — а она только в текущем году может составить до 400 млрд руб. — позволит обеспечить дополнительный рост реальных доходов на 1% во втором полугодии и 0.5% за год, а по прогнозу Минэкономразвития общий рост за год должен составить 1.9%.

Насколько ощутимо это увеличит спрос на ипотеку — вопрос. Нужно учитывать, что закачивание денег в экономику через программы помощи, как и в связи с активной реализацией национальных проектов — это проинфляционный фактор.

По нашему мнению, для роста ипотечного кредитования потребуются дополнительные стимулы, и заметную роль здесь сможет сыграть секьюритизация.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ДОЛЖНА БЫТЬ ДОСТУПНА ШИРОКОМУ КРУГУ БАНКОВ

Секьюритизация — это прежде всего инструмент привлечения долгосрочного фондирования от инвесторов.

Сегодня банковская система в целом не испытывает проблем с ликвидностью. Однако доступ к фондированию у разных банков крайне неравномерен. По результатам прошлогоднего исследования Эксперт РА, за год начиная с 1 июля 2018 года половина банков демонстрировала признаки дефицита фондирования, 53% испытали чистый отток средств населения. При этом концентрация средств на счетах топ-10 банков увеличивалась.

Фондируя свою ипотеку в значительной степени за счет депозитов населения, банки-кредиторы сталкиваются с серьезным процентным риском.

В недавно опубликованном докладе ЦБ «О лучших практиках управления процентным риском…» отмечается, что факторами, повышающими уязвимость российской банковской системы, являются «высокая доля краткосрочного фондирования банков на фоне преимущественно более долгосрочных активов и недостаточная развитость рыночных инструментов хеджирования процентного риска»[2].

При этом указывается, что снижение риска возможно за счет повышения срок-

[1] Косарева Н. Б., Полиди Т. Д. Доступность жилья в России и за рубежом // Вопросы экономики. 2019. № 7. С. 29–51.

[2] О лучших практиках управления процентным риском по банковскому портфелю в кредитных организациях. Доклад для общественных консультаций. Банк России. Январь 2020 года.

ности пассивов через выпуск долгосрочных облигаций, в том числе секьюритизации.

Сегодня ставки снижаются, поэтому в докладе рассматривается риск сокращения процентной маржи в результате рефинансирования ипотечных кредитов и даются соответствующие рекомендации. Однако мы неоднократно наблюдали, как резко может развернуться ситуация, и рано или поздно это неизбежно случится. Когда — предсказать трудно, так как причины могут быть самыми разными, как финансово-экономическими, так и политическими. Это остается главным риском долгосрочной ипотеки с фиксированной ставкой, и его надо хеджировать через выпуск и продажу ИЦБ.

Для банков, специализирующихся на кредитовании физических лиц, особенно остро стоит вопрос достаточности капитала. Регулятором уже введен ряд мер по ограничению рисков потребительского кредитования. С 1 октября прошлого года действуют ограничительные надбавки к коэффициентам риска в зависимости от показателя долговой нагрузки (ПДН). В ипотечном кредитовании надбавки по риску сегодня привязаны к LTV, однако с 1 июля Банк России рассматривает возможность введения повышающих риск-коэффициентов и в зависимости от ПДН. В опубликованном в прошлом году докладе приводится шкала, которая дает калибровку надбавок в зависимости от LTV и ПДН. По расчетам ЦБ, при неизменной структуре портфеля нагрузка на капитал может вырасти в 1.4 раза[1]. А с учетом тенденции к росту долговой нагрузки у новых ипотечных заемщиков, эта величина может быть существенно больше.

Секьюритизация дает возможность разгрузки капитала, при этом такая возможность есть для разных инструментов — как для бумаг с поручительством ДОМ.РФ, так и для «классических» ИЦБ, выпускаемых в соответствии с Положением ЦБ № 647-П.

И наконец, секьюритизация за счет относительного выравнивания условий фондирования для разных категорий кредитных организаций и перераспределения рисков должна содействовать росту конкуренции на первичном рынке, что является ключевым условием его поступательного развития, и напрямую влиять на доступность ипотечных кредитов для населения. Но для этого секьюритизация должна быть доступной для широкого круга банков.

Анализ ситуации на рынке ипотечных ценных бумаг дает основания утверждать, что в прошлом году на нем наметился определенный качественный перелом.

Общий объем сделок ипотечной секьюритизации, закрытых в прошлом году, достиг 296.9 млрд руб., что составило 11% от общего рекордного объема размещенных корпоративных облигаций, составляющего 2.6 трлн руб. (см. Рисунок 1). Понадобилось 5 лет, чтобы побить рекорд 2014 года, когда были реализованы сделки на сумму 256.19 млрд руб. При этом структура рынка тогда и теперь существенно различается. В 2014 году было осуществлено 28 выпусков ипотечных бумаг, включая балансовые, в которых участвовало 20 банков-оригинаторов. Выпускались бумаги как с гарантией АИЖК, так и с международным рейтингом. В 2019 году было закрыто всего 6 сделок, а оригинаторов было четыре. Все бумаги имели поручительство ДОМ.РФ, при этом 89.3% всего объема пришлось на Банк ВТБ (см. Таблицу 1). Конечно, отчасти такая ситуация связана с консолидацией банковского сектора, многих активных участников рынка 2014 года уже нет. Однако во многом высокая концентрация прошлого года объясняется особенностями реализации программ государственной поддержки рынка ипотечных бумаг тогда и сегодня. Характер прошлых программ предполагал большую конкурентность, а конкуренция — это двигатель рынка и источник увеличения доступности кредитов в результате ценовой конкурентной борьбы. Говорить о том, что Программа ДОМ.РФ стимулирует конкуренцию на рынке, расширяя круг участников за счет обеспечения относительно равных условий доступа к долгосрочному фондированию, все еще нельзя.

Мне уже приходилось говорить и писать, что одним из путей активизации участия средних банков в программе могло бы быть создание системы текущего фондирования выдачи через открытие кредитной линии на ипотечного агента, который бы выкупал у банков кредиты по установ-

[1] Меры Банка России по обеспечению сбалансированного развития ипотечного кредитования. Доклад для общественных консультаций. Банк России. Декабрь 2019 года.

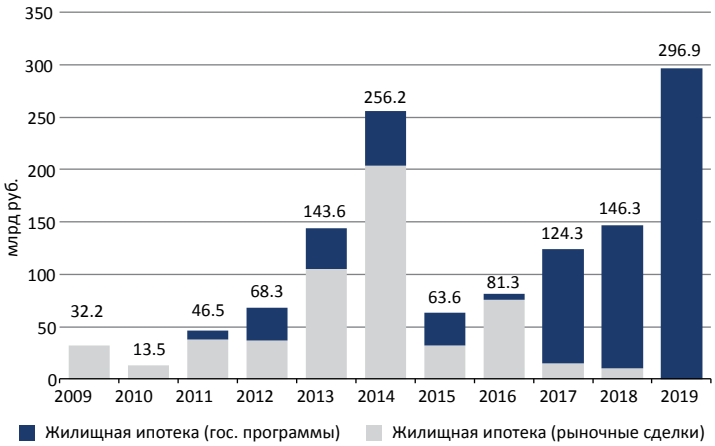

Рисунок 1
Динамика объемов сделок по секьюритизации жилищной ипотеки
Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

ленной цене с целью последующей секьюритизации, то есть механизм warehouse. Насколько мне известно, разработка подобной программы в ДОМ.РФ ведется. Очень надеюсь, что ее реализация позволит расширить рынок за счет привлечения новых участников, что создаст потенциал для дальнейшего наращивания объемов выпуска ипотечных облигаций.

«АГЕНТСКАЯ МОДЕЛЬ» ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: РИСКИ И УРОКИ ДРУГИХ СТРАН

Растущее преобладание на рынке сделок по программе ДОМ.РФ вызвало дискуссию в профессиональном сообществе относительно перспектив «агентской модели» ипотечной секьюритизации в России. В этой связи хочу упомянуть прошлогоднее исследование АКРА, посвященное развитию российского рынка ипотечных ценных бумаг в России. В исследовании содержится немало интересных соображений, при этом выражается мнение, что система вторичного рынка, построенная на базе государственного ипотечного агентства, каким у нас является ДОМ.РФ, связана со значительными ограничениями, в том числе бюджетными, и несет серьезные риски. При этом авторы отсылают нас к опыту США и кризису 2008 года[1].

В этой связи позволю себе краткое и весьма схематичное отступление, обратившись к истории американской ипотечной секьюритизации.

Основы действующей и сегодня системы жилищного финансирования США были заложены во времена «Нового курса» Ф. Д. Рузвельта. С целью снижения рисков была создана система государственного страхования ипотечных кредитов. Для повышения доступности кредитов был внедрен новый инструмент — кредит на 30 лет с фиксированной ставкой, низким первоначальным взносом и амортизацией основного долга. Наконец, для финансирования системы было создано государственное агентство Fannie Mae, которое должно было покупать выданные по стандарту кредиты. Система развернулась уже после Второй мировой войны с началом строительного бума и стала основой массовой доступной ипотеки в США. Для широты охвата были созданы дополнительные агентства, однако не все шло гладко. Высокий процентный риск, который присущ долгосрочным кредитам с фиксированной ставкой, привел в 80-х к краху целую индустрию — систему ссудо-сберегательных ассоциаций. Был сделан вывод, что подобные долгосрочные кредиты нужно максимально секьюритизировать, а не держать на балансе, начался рост рыночной частной секьюритизации вне рамок агентств. Переход к модели originate to distribute сопровождался расширением охвата кредитованием семей со средним и низким доходом.

[1] Оптимизированная многотраншевая секьюритизация. Исследование. АКРА. 2 августа 2019 года.

Таблица 1. **Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2019 году**

#	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска*	Дата размещения	Срок обращения, дата погашения	Объем, всего, тыс. руб.	Рейтинг старшего транша / Поручительство
				2019			
1	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009Р	АО ВТБ Капитал, ДОМ.РФ	29.05.2019	05.04.2029	72 973 525	Поручительство ДОМ.РФ
2	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010Р	АО ВТБ Капитал	30.10.2019	28.09.2049	95 652 798	Поручительство ДОМ.РФ
3	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	Металлинвестбанк	25.10.2019	28.01.2050	4 923 727	Поручительство ДОМ.РФ
4	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	Сбербанк КИБ	13.12.2019	28.07.2049	24 085 632	Поручительство ДОМ.РФ
5	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013Р	АО ВТБ Капитал, Совкомбанк	25.12.2019	07.05.2050	96 608 082	Поручительство ДОМ.РФ
6	Национальная Фабрика Ипотеки	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	27.12.2019	28.05.2040	2 663 462	Поручительство ДОМ.РФ

* По информации Cbonds
Источник: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

Сама модель originate to distribute несла в себе серьезный риск moral hazard, и когда кредиты выдали уже всем мало-мальски платежеспособным американцам и стали выдавать неплатежеспособным, так называемым subprime, «упаковывать» эти кредиты в MBS (mortgage-backed securities, ИЦБ) и переупаковывать в CDO (collateral debt obligation, облигации, обеспеченные долговыми обязательствами), этот риск реализовался в кризисе 2008 года.

Встал вопрос о пересмотре модели жилищного финансирования, построенной вокруг агентств. Соответствующий доклад был подготовлен Конгрессу США в 2011 году, но до сих пор серьезной реформы провести не удалось. Агентства не просто продолжают работать, но их рыночная доля увеличивается.

Так каков результат работы агентств за 60 лет (с конца 1940-х до 2008 года)? На мой взгляд, он очевиден. Ипотечные кредиты стали доступны для большинства американских семей, в том числе со скромным доходом, большинство работающих американцев получило возможность купить собственный дом, и таким образом была воплощена в жизнь «американская мечта». Цель была достигнута, модель выполнила свою роль, исчерпав себя. Несла ли в себе модель изначально возможность кризиса? Конечно, как и любая модель, но этот кризис реализовался, когда проникновение жилищной ипотеки в США составило 80% от ВВП (в России — 7.3% в 2019 году), отношение общего объема ипотечных бумаг к ВВП — 63%, а только агентских — 42%. Сегодняшний объем российских ИЦБ ДОМ.РФ составляет по отношению к ВВП менее 0.5%.

Поэтому я считаю, что потенциал ДОМ.РФ не просто далеко не раскрыт, но есть возможность и необходимость кратного увеличения выпуска ИЦБ, привлечения в программу новых банков, расширения инвесторской базы. Наращивание активности ДОМ.РФ по выпуску ИЦБ важно для решения общественно значимой задачи повышения доступности кредита и, таким образом, роста доступности жилья для граждан России применительно к сегодняшней специфике ее социально-экономического развития.

Это не значит, что мы не должны тщательно и всесторонне учитывать возможные риски и уроки стран, опыт которых мы во многом взяли за основу собственной модели ипотечного рынка. Прежде всего речь идет о контроле качества первичных кредитов. Критерии включения закладных в состав ипотечного покрытия ценных бумаг сегодня весьма консервативны, следование им является одним из условий надежности механизма ипотечной секьюритизации.

При этом я считаю, что конкурентное развитие рынка требует поддержки и других инструментов рефинансирования, каким является многотраншевая «классическая» секьюритизация. Она доказала свою надежность и востребованность у российских банков и инвесторов. Важно, чтобы относительно дешевое фондирование через механизм ИЦБ было доступно широкому кругу кредитных организаций. А для этого нужен доста-

точно емкий и ликвидный рынок. И сегодня именно бумаги с поручительством ДОМ.РФ являются локомотивом развития российского рынка секьюритизации, формируя инвесторский спрос и создавая условия для выхода на рынок альтернативных продуктов.

ВАЖНОСТЬ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТОРСКОЙ БАЗЫ

В прошлом году мы наблюдали значимые качественные изменения на рынке. Опыт нашей работы показал, что отношение инвесторов к ИЦБ, о которых мы всё еще говорим, как о «новом инструменте», начало меняться. Мы ясно почувствовали рост аппетита инвесторов. В прошлом году нам удалось продать рыночным инвесторам на 259.9 млрд рублей ипотечных бумаг, обеспеченных кредитами ВТБ и поручительством ДОМ.РФ. Это сделки, закрытые не только в 2019 году, но и ранее. При этом они отличались по структуре. Например, с целью привлечения новых инвесторов, которые не имеют опыта оценки риска досрочного погашения, мы закрыли в июне сделку на 73 млрд руб. с фиксированным графиком амортизации. Бумага имела хороший спрос, при этом спред по ней был заметно уже, чем по ипотечной облигации с традиционной структурой, то есть с риском досрочного погашения. Одновременно мы обнаружили, что некоторые инвесторы, напротив, предпочитают бумагу с досрочным погашением, поскольку она более доходна. И эта группа квалифицированных инвесторов, способных оценить профиль погашения ИЦБ, растет.

Более того, в конце года мы продали рыночным инвесторам более чем на 100 млрд руб. ипотечных бумаг, которые не только несли риск досрочного погашения, но и имели плавающий купон. Первоначально эти бумаги вообще не планировались к вторичной продаже, а были нацелены только на разгрузку капитала с учетом низкого RWA (20%). Спрос превзошел наши ожидания.

Конечно, это было связано с избытком ликвидности и недостатком инвестиционных инструментов на рынке. Но одновременно это свидетельствует о том, что инвесторам нужны новые надежные продукты и они готовы в них вкладываться. Спрос есть, но его надо поддерживать и стимулировать.

Для содействия позитивным изменениям на рынке требуется прежде всего повышение его ликвидности. С этой целью мы планируем в 2020 году реализацию так называемого «эталонного», или benchmark, выпуска объемом до 300 млрд руб., меморандум об организации которого мы подписали с ДОМ.РФ в конце прошлого года.

Для формирования национального рынка ИЦБ необходимо принятие стимулирующих мер по развитию инвесторской базы.

Мы видим примеры конструктивного подхода регулятора к развитию рынка ипотечных облигаций. Летом прошлого года ЦБ дал разъяснения к Положению № 511-П «О порядке расчета величины рыночного риска», которое относит бумаги с поручительством ДОМ.РФ к категории бумаг со средним риском. Было снято одно из серьезных ограничений на вложение средств кредитных организаций в ипотечные бумаги, что стимулировало их инвестиционную активность. На банки пришлось 78% проданных нами бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Это хороший шаг, но для других классов бумаг по-прежнему требуется наличие рейтинга от международных рейтинговых агентств, в противном случае они учитываются в торговом портфеле с риск-весом 1250%.

Вопрос мэппинга, использования национальных рейтингов при категоризации облигаций, до сих пор не решен, в том числе в части включения российских бумаг в список высоколиквидных активов при расчете показателя краткосрочной ликвидности по Положению № 421-П.

Участники рынка неоднократно ставили вопрос о необходимости пересмотра лимита на инвестирование средств пенсионных накоплений по Положению № 580-П в ипотечные облигации, учитывая их качество и обеспеченность. Однако изменений, к сожалению, пока нет. Более того, аналогичные 10%-ные ограничения инвестирования в ИЦБ вводятся и для пенсионных резервов.

Перечень необходимых нормативных инициатив многократно обсуждался участниками рынка и хорошо известен регулятору. Хочется верить, что в нынешних условиях, когда мы стремимся задействовать все механизмы ускорения экономического роста и решения стоящих перед страной социальных задач, стимулирующие меры будут приняты и в отношении ипотечной секьюритизации.