

ТИМУР ИСКАНДАРОВ

Старший директор — руководитель группы рейтингов проектного и структурированного финансирования

+7 (495) 139 04 94

timur.iskandarov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

Руководитель службы внешних коммуникаций

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СТРУКТУРИРОВАННОЕ И ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ | РОССИЯ

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ИПОТЕКА И ЭСКРОУ-СЧЕТА. КУДА ПЛЫВУТ ТРИ КИТА ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА РОССИИ

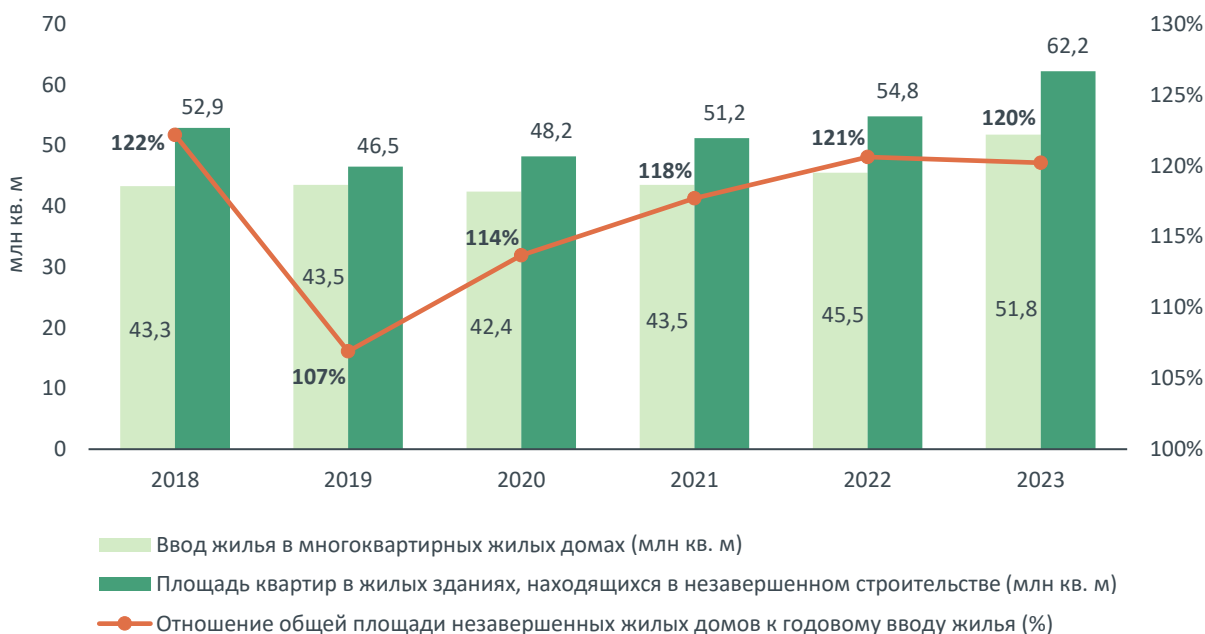
Развитие строительной отрасли и рынка жилой недвижимости является важным фактором экономического роста. В России покупка недвижимости считается надежным направлением инвестирования и эффективным способом хранения сбережений, что особенно ярко проявляется в периоды экономических неурядиц. На фоне роста благосостояния населения и развития ипотечных продуктов этот фактор исторически способствовал стабильному повышению спроса на жилье, зачастую опережавшему увеличение объема предложения, что обеспечивало, в свою очередь, постоянный рост цен на недвижимость. С момента перехода строительной отрасли на эскроу-счета с 01.07.2019 основной объем финансирования деятельности застройщиков производится банками путем проектного кредитования (как правило, с привязкой процентной ставки и прочих условий к темпам продаж и ввода жилья). В настоящий момент этот метод финансирования действует в объеме, достаточном для поддержания стабильных темпов ввода жилья.

Схема использования счетов эскроу, при которой застройщик получает доступ к полученным от продажи квартир средствам только после завершения строительства и ввода объекта жилищного строительства в эксплуатацию, подразумевает зависимость рентабельности строительной деятельности (как следствие, и кредитоспособности застройщиков) от наличия платежеспособного спроса и скорости продажи жилья. Немаловажную роль играют условия банковского ипотечного кредитования и качество обслуживания кредитов, следовательно, и кредитоспособность заемщиков. Способны ли вызовы, с которыми столкнулась экономика России в последние годы, внести коррективы в устоявшиеся тренды? Как скажется на работе застройщиков потенциальное снижение доступности финансирования из-за уменьшения платежеспособного спроса и какие альтернативные способы финансирования им доступны?

Динамика и тенденции на рынке строительства многоквартирных жилых домов

Показатели развития рынка строительства жилья были стабильны в период с 2018 по 2021 год, а объем годового ввода жилья в многоквартирных домах составлял порядка 43 млн кв. м. Даже ограничения, связанные с пандемией COVID-19, оказали незначительное влияние на эту динамику: с 2019 по 2020 год объем ввода жилья снизился не более чем на 2,5% — с 43,5 до 42,4 млн кв. м. В 2021 году показатели отрасли вернулись к допандемийным значениям, после чего продемонстрировали заметный рост (см. рис. 1).

Рисунок 1. Объемы ввода жилья и незавершенного строительства многоквартирных жилых домов



Источник: Росстат, АКРА

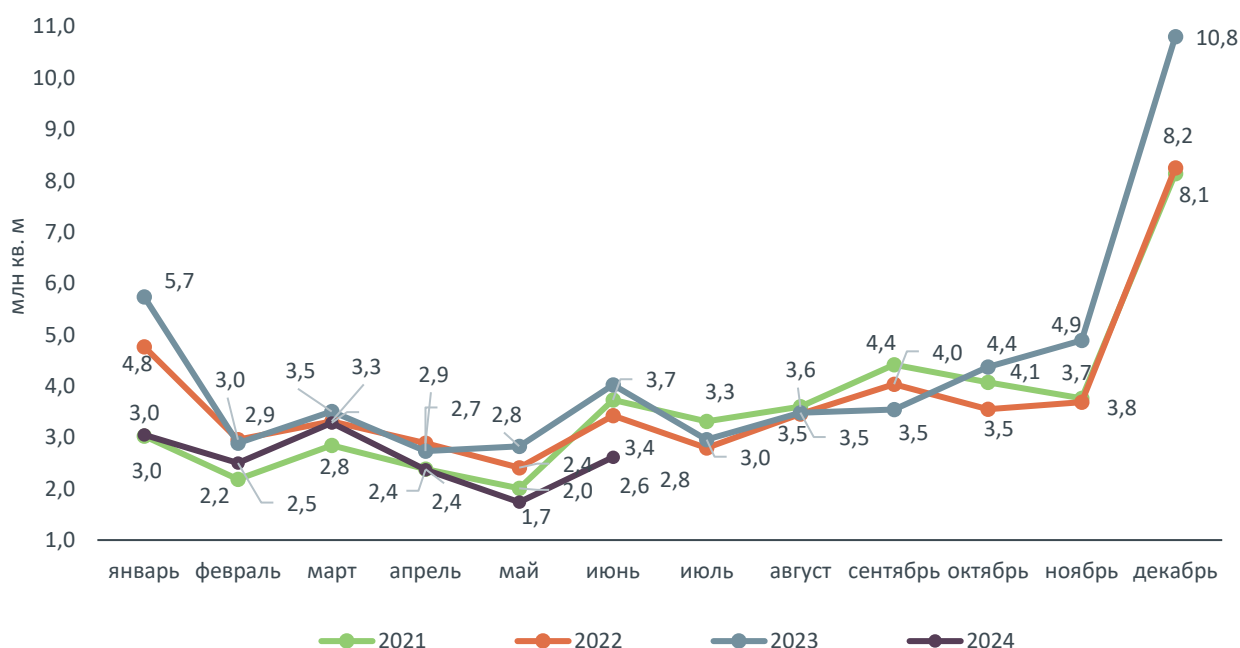
Вопреки ожиданиям многих участников рынка, режим экономических санкций, с которым Россия столкнулась в 2022 году, не смог в краткосрочной перспективе затормозить строительную отрасль. Более того, ускорение динамики рынка, наблюдавшееся в 2022-м, продолжилось в 2023 году, который стал рекордным по вводу жилья (51,8 млн кв. м). Это сопровождалось заметным ростом объемов незавершенного строительства многоквартирных домов (до 62,2 млн кв. м), в результате чего оба указанных показателя оказались максимальными за период с 2018 года. Темпы годового прироста ввода жилья и жилищного строительства составили 13,9 и 13,5%, также став рекордными. Примечателен показатель, отражающий отношение совокупной площади в строящихся многоквартирных домах к объемам годового ввода жилья: он демонстрировал положительную динамику с 2019 года и стабильно превышал 100%. Наряду с ростом ипотечного портфеля, увеличением кредитного портфеля проектного финансирования и отсутствием значительного числа проектов с существенными задержками реализации эти показатели явно свидетельствовали о растущем рынке и низком насыщении спроса. При этом усредненное по стране значение годового индекса цен на первичном рынке жилья также показывало стабильный рост: более чем на 20%¹ в 2021–2022 годах и более чем на 13%² по итогам 2023 года, что значительно превышало официальный уровень потребительской инфляции. Такие тенденции характерны для растущего рынка с постоянно увеличивающимся объемом предложения при неполном насыщении спроса.

¹ <https://www.fedstat.ru/indicator/55402>

² https://дом.пф/price-index/year_2023

Однако показатели за шесть месяцев текущего года дают основания говорить об остывании рынка. Несмотря на рост количества новых проектов в первом и втором кварталах, общая площадь которых составила, по данным ДОМ.РФ, 10,8 и 12,8 млн кв. м соответственно (на 13 и 16% больше, чем за те же периоды 2023 года), объемы ввода многоквартирных домов начали снижаться. Так, помесечная динамика ввода жилья с января по июнь демонстрирует в среднем более низкие объемы, чем в 2022–2023 годах, а майский показатель стал минимальным с 2020 года (см. рис. 2). Возможно, снижение активности — временное явление, связанное с рекордными уровнями 2023 года, но более обоснованным выглядит предположение о формировании новой тенденции, принимая во внимание рассматриваемые далее факторы.

Рисунок 2. Динамика ввода многоквартирного жилья



Источник: Росстат, АКРА

Объем текущей задолженности по проектному финансированию пропорционален величине средств на эскроу-счетах (см. рис. 3). Но если до второго квартала 2022 года включительно обеспеченность проектно-финансовой задолженности (ПФЗ)³ превышала 100%, то с третьего квартала этот показатель составлял от 84 до 94% (на конец первого полугодия 2024-го — 91%). Участники рынка оценивают такую степень обеспеченности в целом как достаточную.

Стоит отметить рост количества новых договоров проектного финансирования, следовательно, и объемов лимитов проектно-финансового кредитования. Так, совокупный объем действующих договоров на 01.07.2024 составил порядка 19,2 трлн руб. при объеме фактической задолженности в 7,4 трлн руб. Рост кредитования проектных компаний и застройщиков наблюдался постоянно с начала реформы действовавшей ранее схемы использования договоров долевого участия (ДДУ), что коррелирует с увеличением объема строительства многоквартирных домов. Степень выборки кредитных линий остается довольно стабильной — 38–40%, что объясняется особенностями договоров проектного финансирования, которые содержат условия поддержания льготных процентных ставок в зависимости от соблюдения графиков строительства и заявленной скорости продажи жилья. На практике это означает, что текущая

³ Для целей настоящего аналитического комментария показатель степени обеспечения ПФЗ рассчитывается как процентное отношение совокупного текущего баланса счетов эскроу к объему ПФЗ.

степень использования кредитных лимитов привязана к размеру обеспечения в виде средств на эскроу-счетах. Более низкие темпы наполняемости эскроу-счетов, а также снижение степени обеспечения ПФЗ при одновременном росте лимитов вызывают опасения относительно доступности кредитных средств, необходимых для завершения проектов, планируемые сроки ввода в эксплуатацию которых составляют более двух лет. Особенно это важно в ситуации существенного сокращения ипотечного кредитования, то есть снижения платежеспособного спроса.

Рисунок 3. Динамика ПФЗ и баланса эскроу-счетов



Источник: Банк России, АКРА

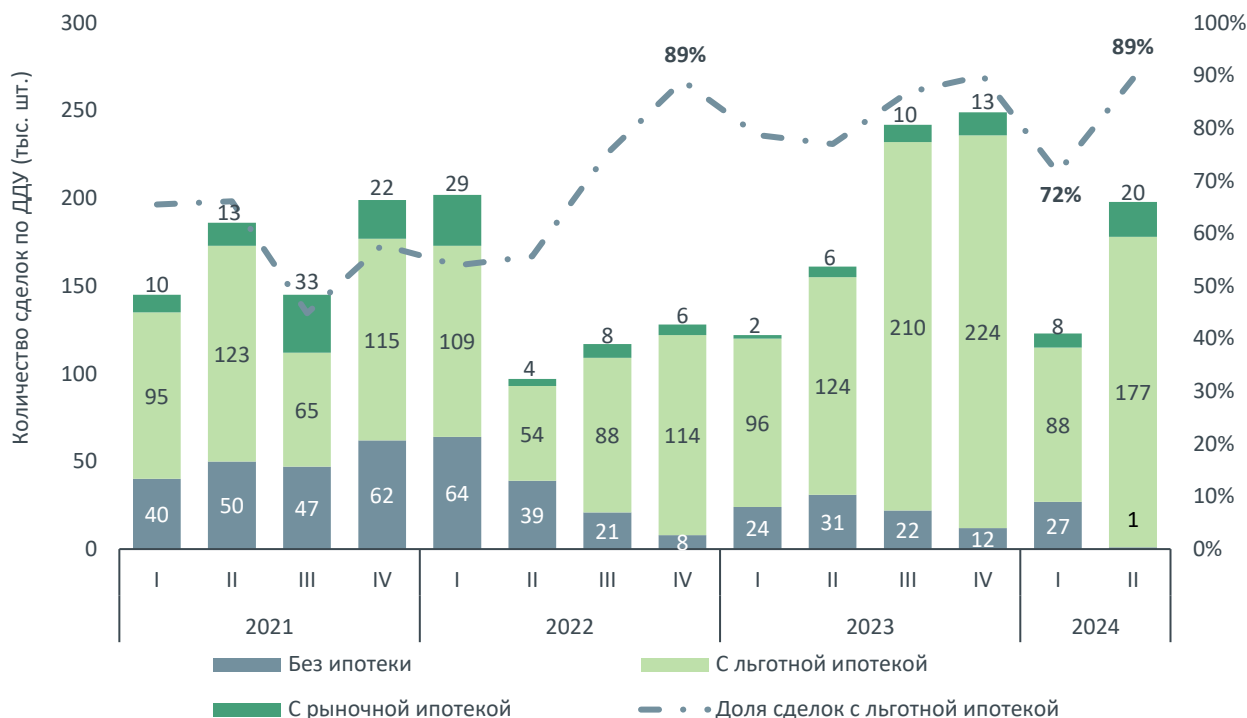
Ипотека — главный фактор роста рынка жилой недвижимости

Очевидными факторами, влияющими на рынок строительства недвижимости, являются не только активность застройщиков и их возможности введения в эксплуатацию новых объектов, но и наличие платежеспособного спроса на квартиры в новостройках.

Средняя доля квартир, проданных в строящихся домах, остается стабильной с 2022 года: согласно данным ДОМ.РФ, текущее значение показателя составляет примерно 32–34% и соответствует уровням 2022 и 2023 годов. Это говорит о том, что до сих пор рынок успевал подстраиваться под увеличение объемов строительства и ввода жилья, а скорость продаж росла пропорционально. Наибольший объем реализации жилья (около 65%) характерен для домов, которые должны быть введены в эксплуатацию до конца 2024 года. Для объектов с более поздними сроками ввода — например, в 2025 и 2026 годах — степень распроданности ниже и составляет порядка 39 и 19% соответственно. При этом если на 2024 год приходится 24% ввода строящейся недвижимости, то на 2025 и 2026 годы — 37 и 16% строящихся площадей.

До начала третьего квартала важнейшим источником финансирования продажи недвижимости по ДДУ и основным драйвером спроса на первичном рынке было ипотечное кредитование. Как показывают данные ДОМ.РФ, с 2021 года в среднем более 70% сделок с недвижимостью на первичном рынке финансировалось за счет ипотеки.

Рисунок 4. Количество сделок с недвижимостью и ипотечное кредитование



Источник: ДОМ.РФ, АКРА

После повышения ключевой ставки в 2022 году Правительство Российской Федерации приняло меры по расширению льготных программ кредитования, в результате чего средняя доля ипотеки в общем объеме сделок по ДДУ возросла до 76 и 87% в 2022 и 2023 годах соответственно, достигнув в 91% по итогам первого полугодия 2024-го. Поскольку в течение последних двух лет процентные ставки по рыночной (нельготной) ипотеке де-факто находились на заградительном уровне, объем таких кредитов в общей статистике незначителен — порядка 1–5%. Основная доля ипотечного портфеля приходилась на льготные программы, основные из которых — льготная ипотека с господдержкой (в среднем около 45% от общего объема льготных программ) и семейная ипотека (41–43%). Что касается количества сделок на рынке, то их квартальная динамика почти полностью определяется динамикой выдачи ипотечных кредитов (см. рис. 4).

Динамика абсолютных показателей ипотечного кредитования ДДУ в первом квартале 2024 года показывает снижение активности на рынке перед резким ростом выдач во втором квартале. За период с 2020 по 2023 год совокупный объем ипотечного портфеля ДДУ демонстрировал стабильный рост в диапазоне 5–9% ежегодно. Несмотря на то что объемы выдачи по итогам первого квартала 2024 года в целом соответствуют показателю за аналогичный период прошлого года, было зафиксировано сокращение общего портфеля на сумму около 185 млрд руб., что в относительном выражении составляет 3,76%. Более того, несмотря на существенный рост выдач во втором квартале 2024 года, совокупная задолженность увеличилась всего на 1% по сравнению с предыдущим максимальным значением, наблюдавшимся в конце 2023 года. Для сравнения: в рамках анализируемого периода незначительное снижение совокупной задолженности по первичной ипотеке наблюдалось лишь раз — во втором квартале 2022 года, — что явилось прямым следствием резкого повышения банковских ставок. Однако тогда портфель сократился на 2%, что в абсолютном выражении не превышало 60 млрд руб. Основной причиной сокращения рынка в первом квартале нынешнего года можно считать ужесточение условий льготных программ в начале года, что не позволило поддержать рекордные объемы выдачи четвертого квартала 2023 года.

В то же время резкий рост выдач и возврат к исторически максимальным значениям совокупной задолженности по итогам второго квартала стали результатом ажиотажного спроса в преддверии отмены основной льготной ипотечной программы. Доля ипотечных сделок с государственной поддержкой в первом квартале текущего года сократилась с 90 до 73%, что ниже не только показателя за четвертый квартал 2023 года (89,6%), но и показателя за аналогичный период прошлого года (78,7%), после чего возросла до 89%. Начиная с 01.07.2024 наиболее популярная программа льготной ипотеки с государственной поддержкой, на которую, по оценкам АКРА, приходилось около 30% всех выдач ипотечных кредитов на первичном рынке, прекратила свое действие, что уже привело к существенному падению выдач ипотеки — по оценкам участников рынка, сокращение выдач в июле составило от 40 до 50% по сравнению с показателем аналогичного периода прошлого года. Отчасти это объясняется рекордными цифрами предыдущего месяца. Реальное уменьшение ежемесячных выдач можно будет оценить по итогам третьего квартала текущего года.

Рисунок 5. Динамика ипотечного портфеля ДДУ



Источник: Банк России, АКРА

Необходимо отметить, что платежеспособность ипотечных заемщиков остается высокой — текущая просроченная задолженность составляет всего 0,13% от совокупного портфеля. Этому способствуют низкая безработица и рост реальных доходов населения. Однако эффект от этих позитивных факторов не сможет поддержать выдачу рыночной ипотеки при текущем уровне ставок.

Несмотря на существенное сокращение спроса на первичном рынке жилья при текущем уровне цен и снижении доступности ипотеки, серьезные потрясения на рынке в краткосрочной перспективе маловероятны. Застройщики и банки имеют ряд рычагов влияния на ситуацию. Девелоперы сформировали существенный портфель новых проектов, под которые уже выделено финансирование. Соответственно, в зависимости от глубины и продолжительности снижения спроса застройщики будут управлять сроками ввода в эксплуатацию готовых объектов, а также совместно с банками регулировать скорость выборки кредитных лимитов с учетом динамики баланса эскроу-счетов. Снижение объемов выдачи ипотечных кредитов из-за сворачивания льготных программ может быть в некоторой степени

компенсировано внедрением субсидированных ипотечных программ от застройщиков. Конечно, полностью покрыть выбытие льготной ипотеки такие программы не смогут, а их эффективность будет зависеть, в том числе, от позиции регулятора, но частично сгладить сокращение спроса они помогут. Продолжительность периода охлаждения рынка будет зависеть от скорости понижения ипотечных ставок и изменения условий сохраняющихся льготных программ. В умеренно консервативном сценарии сокращение спроса не превысит 20% и будет длиться от года до полутора лет, что приведет к временному замедлению темпов ввода жилья и продаж, после чего рынок относительно быстро восстановится и начнет расти. Этот сценарий предполагает сохранение доступности проектного финансирования. Банкам, возможно, придется повысить стоимость кредитования ввиду замедления рыночной активности и умеренного роста сопутствующих рисков, а также рассмотреть сценарии снижения допустимой степени обеспечения текущей ПФЗ во избежание существенных изменений сроков ввода новых объектов.

В пессимистическом сценарии, предусматривающем неизменность текущего уровня банковских ставок в течение продолжительного времени (свыше двух лет) и еще более значительное ужесточение условий по оставшимся льготным программам, возникает риск более существенного замедления рынка, после которого восстановление потребует больше времени и ресурсов. Слабый прирост средств на счетах эскроу в течение длительного периода может привести к ограничению доступности проектного финансирования (с точки зрения стоимости и объема доступных лимитов) и, как следствие, к снижению темпов ввода жилья, уменьшению количества новых проектов и даже заморозке отдельных объектов, уже находящихся в стадии строительства.

Одним из главных факторов, рассматриваемых участниками рынка в качестве стабилизирующего, является цена за квадратный метр, поэтому ожидать ее коррекции можно только тогда, когда все остальные возможности, имеющиеся в распоряжении банков и застройщиков, будут исчерпаны.

Инструменты проектного и структурированного финансирования — альтернативные способы рефинансирования и привлечения средств

После реализации реформы эскроу практически все проекты в сфере жилищного строительства осуществляются с привлечением банковского проектного финансирования. Реализация ряда сценариев замедления темпов роста первичного рынка недвижимости и, как следствие, строительной отрасли в целом, может привести как к снижению доступности новых кредитных средств, так и к необходимости рефинансирования уже существующих обязательств. В связи с этим целесообразно рассмотреть возможности диверсификации источников финансирования как для застройщиков, так и для их кредиторов. Например, для финансирования проектов или рефинансирования ПФЗ могут использоваться инструменты проектного и структурированного финансирования, обеспеченные проектными активами или поступлениями по будущим продажам. Застройщики смогут снизить объем банковского долга или привлечь дополнительное финансирование, выпуская проектные облигации в форме облигаций с залоговым обеспечением с баланса специализированного финансового общества или специализированного общества проектного финансирования. Банки, в свою очередь, могут использовать эти инструменты для высвобождения капитала и рефинансирования собственного кредитного портфеля через уступку прав требования по кредиту или портфелю кредитов специализированному обществу, которое выпустит под них облигации. Преимущество рассматриваемых инструментов заключается в возможности гибкой настройки графика выплат инвесторам в зависимости от коммерческих и рискованных характеристик и показателей конкретного проекта или пула проектов. Преимуществом для инвесторов является обеспеченность

и прозрачность условий выпуска, поскольку подобные сделки означают переход непубличных неликвидных активов (кредитов) в публичную плоскость с понятными рисковыми характеристиками, подтверждаемыми кредитными рейтингами.

Инструменты проектного и структурированного финансирования могут использоваться и в целях реализации мер государственной поддержки, которая может осуществляться как напрямую государством, так и уполномоченными агентами или институтами развития и иметь различные формы. Это могут быть целевая программа покупки инструментов проектного и структурированного финансирования на рыночных или льготных условиях, субсидирование купонной ставки для внешних инвесторов, предоставление гарантий исполнения обязательств и так далее.

АКРА полагает, что развитие механизмов проектного и структурированного финансирования не только позволит диверсифицировать источники долгосрочного финансирования строительной отрасли, но и обеспечит перераспределение рисков между банковским, финансовым и государственным секторами, а также будет способствовать преодолению последствий возможной реализации стрессовых сценариев на рынке недвижимости.

(С) 2024

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.