Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк

Облигации секьюритизаций: потенциал для российского инвестора

В России на сегодняшний день лишь единичные профессиональные портфельные управляющие работают с облигациями секьюритизаций. При этом анализ и моделирование рисков с этим инструментом может быть значительно проще и быстрее, чем фундаментальный анализ корпоративных облигаций. Рассматриваем подходы к такому анализу на примере конкретных облигаций с текущего рынка.

Российский рынок облигаций секьюритизации делится на два сектора: «агентские» облигации с поручительством ДОМ.РФ и траншированные «неагентские» сделки. Поручительство ДОМ.РФ делает кредитный риск в агентских сделках квазисуверенным — эти активы получают регуляторные послабления. Благодаря этому они более привлекательны для банков, которые по большей части и удерживают их на своих балансах. Из-за этого на первичном рынке нет больших объемов предложения на такие облигации.

На вторичном рынке объемы предложения агентских облигаций пока тоже относительно невелики. Обычно можно купить бумаги на 1–2 млн рублей каждого выпуска, но время от времени появляются выгодные предложения и на суммы около 10 млн рублей. Строить позицию крупного институционального инвестора на таком рынке непросто, но обращение облигаций на бирже дает возможность организованно собирать появляющиеся одд-лоты.

Рассмотрим процесс анализа предложения на конкретном срезе облигаций

Таблица 1
Срез предложения облигаций ДОМ.РФ с фиксированным купоном из стакана 5 февраля 2024 года
Источник: АО «ДОМ.РФ»

Цена — спрос	Цена — предложение	Купон, %	Доходность предложения, %	Мод. дюрация	ОФЗ такой длины	Спред предложения к ОФЗ
97.58	97.78	11.50	14.55	0.87	13.33	122
92.22	92.69	9.28	14.12	1.60	13.10	102
94.38	94.40	9.95	13.54	1.71	13.07	47
90.00	90.45	8.30	14.07	1.72	13.06	101
85.40	86.04	6.90	14.70	1.81	13.03	167
83.01	83.75	5.90	14.70	1.84	13.02	168
92.66	93.25	9.50	13.44	1.86	13.02	42
83.35	84.09	6.00	14.25	1.94	12.99	126
87.90	88.20	8.00	14.09	2.03	12.96	113
85.32	85.65	7.10	13.89	2.18	12.88	101
82.02	82.34	5.85	13.89	2.19	12.88	101
82.10	82.84	6.05	13.87	2.19	12.88	99
85.99	86.64	7.65	13.77	2.22	12.86	91
88.86	89.08	7.90	12.97	2.23	12.86	11
79.76	80.50	5.50	14.17	2.24	12.85	132
82.15	82.90	6.50	14.21	2.27	12.84	137
82.96	83.69	6.80	13.98	2.33	12.81	117
82.50	83.25	6.95	14.03	2.42	12.77	126
87.71	87.94	7.65	12.87	2.43	12.76	11
89.04	89.51	9.35	14.03	2.44	12.76	127
100.66	100.99	9.46	9.47	3.01	12.49	-302
98.80	99.29	8.20	8.69	3.05	12.48	-379

ДОМ.РФ с фиксированным купоном из стакана 5 февраля 2024 года с разницей цены спроса и цены предложения не больше 1%. Характеристики таких облигаций показаны в Таблице 1[1]. С помощью калькулятора на сайте ДОМ.РФ из цен можно получить доходности и дюрации этих облигаций: он моделирует будущие денежные потоки сделки, используя задаваемые пользователем входные параметры.

КАК СМОДЕЛИРОВАТЬ РИСК ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ

Облигации ипотечных секьюритизаций погашаются не одной выплатой, как обычные облигации, а одновременно с погашением портфеля ипотек. Поэтому одна из важнейших неизвестных переменных в моделировании — это скорость досрочных погашений ипотечных кредитов. Вкладываясь в ипотечные облигации, инвестор может получить повышенную доходность за риск неверно оценить скорость досрочных погашений ипотеки. Этот риск доминирует над кредитным, но его легко смоделировать в разных сценариях.

Сделать это можно с помощью калькулятора на сайте ДОМ.РФ. Для этого выберите «Калькулятор ИЦБ ДОМ.РФ (версия 2.0)». Рассмотрим процесс на примере облигации со спредом к ОФЗ в 167 базисных пунктов. Калькулятор ДОМ.РФ по умолчанию выставляет значение скорости досрочных погашений (Conditional Prepayment Rate, или CPR) на уровне 13.6% в год. Этот показатель следует из средней ставки по портфелю и аналитики ДОМ.РФ, но есть и другие источники для оценки.

Так, на сайте агентства есть раздел с ежеквартальными обзорами рынка ипотечных облигаций: из отчета за III квартал 2023 года следует, что в октябре скорость досрочного погашения по этой сделке составила 10.9%. Есть возможность оценить и более свежие значения CPR. Для этого

[1] Мы намеренно не указываем конкретных идентификаторов облигаций — получить список доступных инструментов можно на сайте ДОМ.РФ.

можно использовать Реестр ипотечного покрытия — список кредитов в залоге с данными об остатке задолженности по каждому. Его публикуют ежемесячно в инвесторских отчетах на сайтах ДОМ.РФ и Центра раскрытия корпоративной информации.

Разберем, как оценить CPR по последним платежным данным. Облигации ипотечных секьюритизаций погашаются одновременно с погашением портфеля ипотек. Так, в декабре 2023 года облигации были погашены на 344 769 215 рублей. Чтобы оценить прогноз аннуитета (графика погашения финансового инструмента) на следующий квартал без досрочного погашения, в калькуляторе надо подставить значение CPR 0%. В рассматриваемом примере он составит 17.51 рублей на одну облигацию, или 197 027 055 рублей по всем облигациям. Конечно, такой прогноз условен, но разность 344 769 215 и 197 027 055 характеризует объемы досрочного погашения.

Чтобы оценить скорость досрочного погашения, полученную разницу надо разделить на номинал облигации и умножить на ежегодное количество платежей. Результат и будет оценкой CPR. В рассматриваемом примере результат — те же 10.9%, что были в октябре 2023 года. Это значение CPR можно считать базовым сценарием. Если подставить его в калькулятор, дюрация облигации увеличится до 1.93 года, а доходность составит 14.20%. Бескупонная доходность ОФЗ дюрацией 2 года при этом составляет 12.97%, то есть на 123 базисных пункта ниже, чем у рассматриваемой облигации ипотечной секьюритизации.

НЕГАТИВНЫЕ И ПОЗИТИВНЫЕ СЦЕНАРИИ

Наиболее негативный сценарий — когда досрочных погашений нет вообще, то есть значение CPR составляет 0%. Это предельный случай, который в реальности никогда не реализуется, но который предоставляет оценку снизу, самый худший исход. Тогда доходность облигации составит 12.45% при дюрации 2.6 года. Если рассчитать гипотетическую доходность ОФЗ такой дюрации, она составила бы 12.68%. То есть даже в самом негативном сценарии доходность рассматриваемой облигации ипотечной секьюритизации была бы всего на 23 базисных пункта ниже, чем у ОФЗ. А все другие варианты лучше.

При снижении ипотечных ставок вероятно ускорение досрочных погашений за счет рефинансирования кредитов. В этом случае новый кредит уже не имеет никакого отношения к сделке секьюритизации, даже если он выдан тем же банком. В результате при росте скорости досрочных погашений до значения CPR 20% доходность рассматриваемой облигации увеличивается до 15.96% при дюрации 1.53 года. Также сделка ускорится в случае выкупа кредитов агентством ДОМ.РФ по поручительству — это происходит при ухудшении кредитного климата в стране. В результате складывается ситуация, когда при кризисных явлениях в экономике растет доходность ваших ценных бумаг.

Таким образом, анализ всей сделки выполняется с помощью калькулятора ДОМ.РФ или простого аннуитетного калькулятора, который компания может разработать для себя сама. Важно понимать, что в основе калькулятора лежит модель, в которой могут быть ошибки. В мировой практике это в порядке вещей: с помощью готовых прогнозных моделей много инвесторов и дилеров постоянно анализируют денежные потоки и доходности — это позволяет быстро выявлять ошибки, чтобы дорабатывать и развивать модели. В России такого «общественного аудита» еще нет, но он должен появиться с повышением ликвидности рынка. Пока же сделки с ипотечными облигациями в России устроены проще, а подстраховаться можно простым аудитом калькулятора ДОМ.РФ — по крайней мере убедиться, что следующий прогнозируемый платеж не слишком отличается от предыдущего. Также можно попросить дилера проверить результаты ДОМ.РФ по своей модели.

КАК РАБОТАТЬ С БОЛЕЕ СЛОЖНЫМИ СДЕЛКАМИ

Немного больше работы нужно было бы затратить на анализ облигаций «с переменным купоном» (не путать с облигациями с плавающим купоном — фло-

Таблица 2
Примеры ипотечных облигаций ДОМ.РФ с плавающим купоном
Источник: АО «ДОМ.РФ»

Цена — спрос	Цена — предложение	Купон
100.5	100.69	Ключ+90
99.81	100.3	Ключ+65
99.65	100.14	Ключ+60
99.98	100.29	Ключ+65
99.23	99.54	Ключ+40

атерами). Есть сделки, у которых купон платится не по фиксированной ставке, а из принципа «все, что пришло по ипотекам, минус расходы на поддержание сделки». В этом случае необходимо оценить, насколько точно калькулятор предсказывает реальные процентные платежи. Несмотря на то что такие сделки представляют большой интерес с точки зрения потенциальной доходности, их анализ хуже поддается алгоритмизации. Поэтому их количество сокращается: оригинаторы все чаще отдают предпочтение более прозрачным сделкам с фиксированным или плавающим купоном.

Флоатеры ИЦБ ДОМ.РФ выплачивают купон ежемесячно, их размер платежа зависит от значения ключевой ставки на первый день прошлого месяца. В Таблице 2 приведено несколько примеров таких бумаг. При квазисуверенном риске они предлагают купон выше ключевой ставки.

Особое внимание следует уделить сделкам, в которых несколько траншей с разным соотношением риска и доходности. На российском рынке их пока относительно немного, но в мировой практике они распространены широко. В этом случае инвестору, как правило, предлагают старший транш, номинал которого значительно ниже остатка задолженности по портфелю секьюритизированных активов. Например, в таком транше 80% сделки обеспечено 100% портфеля, а каждый кредит в портфеле часто значительно переобеспечен недвижимостью. В одной из недавних сделок отношение кредита к залогу в портфеле было в среднем ниже 50%. Это значит, что в случае одновременного прекращения выплат по кредитам всех заемщиков на каждые 80 копеек такого транша в качестве обеспечения приходилось бы по 2 рубля стоимости недвижимости.

Покупать такие ипотечные облигации на первичном рынке несложно: банк-организатор предоставляет инвестору всю необходимую аналитику денежных потоков в разных сценариях. В этом случае банк пользуется собственной прогнозной моделью. В случае сделки на вторичном рынке тоже можно запросить аналитику у банка-организатора, но можно и самостоятельно оценить приобретаемую облигацию.

ПРИМЕР РАСЧЕТОВ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ

Возьмем одну из сделок, размещенных в 2021 году. Номинал облигаций старшего транша по состоянию на начало февраля 2024 года составляет 413 млн рублей. Облигации подлежат досрочному погашению при сокращении до 227 млн рублей. В 2023 году ежеквартальные платежи превышали 95 млн рублей, но последний платеж в январе 2024-го составил 74 млн рублей. В случае выплат по 74 млн рублей в оставшиеся три квартала текущего года облигации могут быть полностью погашены в январе 2025-го. Банки-оригинаторы обычно принимают решения о досрочном погашении, так как им невыгодно поддерживать инфраструктуру маленькой сделки. Это позволяет оценить срок жизни рассматриваемой облигации в 0.75 года, в консервативном сценарии — 1 год. В стакане на бирже бумага предлагается по цене 91% при купоне чуть выше 7%. Доходность такой облигации составит более 16% при рейтинге AAA(ru/sf) и собственном номинале 413 млн рублей, обеспеченном 965 млн рублей кредитов с соотношением Кредит / Залог ниже 50%.

Такая оценка не требует тщательного анализа отчетности по МСФО или сложного моделирования бизнеса с предположениями о макро- и микроэкономических параметрах. Достаточно чтения стандартной эмиссионной документации. Конечно, нужна уверенность в качестве креди-

тов. При этом в России ипотечные ценные бумаги по закону не могут содержать кредитов с отношением Кредит / Залог выше 80%[1], а на практике в некоторых сделках этот показатель ниже 50%. Впрочем, это не отменяет необходимости анализировать географию, размеры, общие характеристики кредитов, заемщиков и, в случае ипотеки, объектов недвижимости.

РЫНОК ПОКУПАТЕЛЯ

Одна из главных проблем рынка секьюритизации в России — слабый институциональный спрос: менее десяти профессиональных портфельных управляющих активно вкладывают средства в облигации секьюритизаций. При этом есть все предпосылки для того, чтобы этот рынок развивался. Во-первых, инструмент может выигрывать у корпоративных облигаций в простоте анализа. Во-вторых, он может показывать привлекательную доходность при сравнительно низких рисках.

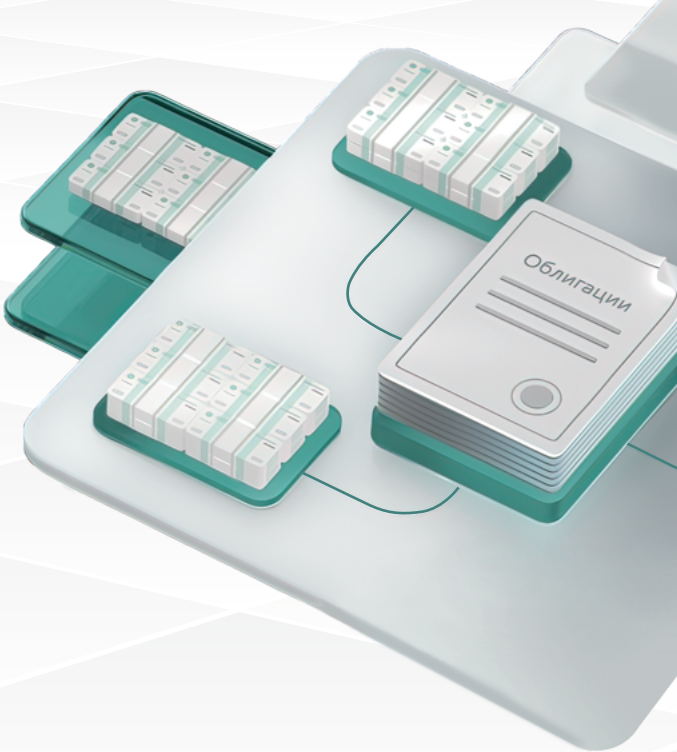
Собрать масштабный портфель таких бумаг на вторичном рынке пока очень сложно: даже при спредах в полпроцента объем предложения слишком низкий. Однако есть первичный рынок, сейчас главную роль в нем играют физлица. В отличие от других стран мира, где предложение может в разы превышать спрос, на российском рынке покупатель может диктовать свои условия. Структурирующие банки и оригинаторы готовы идти навстречу спросу и удовлетворять пожелания рынка. В сочетании с прозрачностью структур, установленным алгоритмом распределения денежных потоков и высокой диверсифицированностью кредитов это дает основания рассчитывать на рост институционального спроса на облигации секьюритизации.

[1] Согласно Федеральному закону №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Ограничение ответственности:

данная информация не является офертой, рекламой или рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией) к покупке или продаже каких-либо активов. Все данные приведены исключительно в ознакомительных целях (в качестве примера).

SBER CIB



Секьюритизация

Используйте все возможности финансирования бизнеса

В рамках направления секьюритизации клиенты SberCIB получают:

- анализ активов будущего оригинатора;
- разработку эффективной структуры портфеля;
- координационную поддержку и подготовку необходимых документов;
- сопровождение процесса взаимодействия с инвесторами, включая премаркетинг и размещение;
- моделирование денежных потоков и оптимизацию структуры сделки;
- консультационную поддержку оригинатора на всем протяжении жизни сделки.

Данная информация не является офертой или рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией) к покупке или продаже каких-либо активов. Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг и не является фирменным наименованием. В зависимости от юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель — ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.