Первый ипотечный агент АИЖК: аналитика сделки

Геннадий Петрович СУВОРОВ,
директор аналитического отдела управления секьюритизации и синдикации, ВТБ

Образование:
Московский Энергетический Институт, специальность «Прикладная математика», кандидат технических наук

Профессиональная деятельность: с 2007 г. по настоящее время — ВТБ (Москва), директор аналитического отдела управления секьюритизации и синдикации; 2005–2006 гг. — международный инвестиционный банк IFC (Москва), консультант по проекту «СУПЕР»; 2002–2005 гг. — инвестиционный банк UBS Warburg (New York), Assistant Director; 2000–2001 гг. — инвестиционный банк Goldman Sachs (New York), Senior Analyst and Developer, Securities Lending Department; 1999–2000 гг. — хедж-фонд Clinton Group, Inc. (New York), Senior Analyst and Developer; 1994–1999 гг. — инвестиционный банк Donaldson, Lufkin & Jenrette (New York), Vice President, Mortgage Analytics Group.

Сфера профессиональной деятельности: анализ, моделирование и оценка структурированных финансовых инструментов в области Fixed Income, разработка компьютерных моделей ипотечных ценных бумаг различных типов и других Asset-Backed Securities.

Анна ГУРИНА,
ведущий специалист аналитического отдела управления секьюритизации и синдикации, ВТБ

Закончила Всероссийский заочный финансово-экономический институт по специальности «Менеджмент организации». С января 2007 года вовлечена в проект Группы ВТБ по секьюритизации активов. В настоящее время работает ведущим специалистом аналитического отдела управления секьюритизации и синдикации и занимается исследованием и анализом российского рынка секьюритизации ипотечных кредитов, а также проводит reverse engineering сделок по секьюритизации.

В мае 2007 года «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК) закрыло шестую публичную сделку по секьюритизации ипотечных кредитов в России, вторую и самую крупную публичную рублевую секьюритизацию и первую сделку по секьюритизации с использованием траншей, заключенную по российскому законодательству. 15 ноября SPV («Первый ипотечный агент АИЖК») исполнил свои обязательства по второму платежному периоду ипотечных ценных бумаг АИЖК.

Коэффициент покрытия по облигациям класса А снизился с 2.06 до 1.95. Анализ показал, что это следствие того, что досрочные погашения у кредитов с высокими процентными ставками (14–15%) выше, чем у кредитов с более низкими. Тем не менее, благодаря ускоренному приоритетному погашению баланса облигаций класса А (все погашения основного долга обеспечения направляются на погашение бумаг класса А до начала амортизации облигаций младших траншей) мы ожидаем роста коэффициента покрытия.

Скорость досрочных погашений перестала расти и остается на уровне 29% CPR. Мы полагаем, что это определяется несколькими факторами: продолжающимся в России экономическим подъемом, относительно высокой средневзвешенной

процентной ставкой по портфелю обеспечения и снижением ставок по ипотечным кредитам на рынке в течение двух последних лет. Мы ожидаем стабилизации и даже снижения скорости досрочных погашений с увеличением срока обращения кредитов в пуле.

Мы считаем, что цена облигаций класса А, равная 99.55, справедлива. Дюрация облигации равна 1.33, а WAL = 1.91. Эта облигация имеет наивысший возможный кредитный рейтинг в России. Мы сравнили ее с другими инструментами с фиксированной доходностью, имеющими подобный рейтинг и WAL (средневзвешенный срок жизни кредита). Мы ожидаем, что ускоренная амортизация и дальнейшее увеличение кредитной поддержки приблизит цену облигации к номиналу.

Облигации класса А торгуются со спредом 236 б.п. к ОФЗ, что на 100-120 б.п. больше спредов, с которыми торгуются бумаги корпораций с государственным участием с подобным кредитным рейтингом и WAL. По нашему мнению, этот спред — достаточная компенсация за риски досрочного погашения и ликвидности. С момента начала обращения облигаций скорость досрочного погашения обеспечения колеблется между 17% и 29% CPR. Только это может служить причиной дополнительного спреда в 50-60 б.п. Кроме того, объемы торгов (ликвидность) были низкими, и это также негативно влияет на спред к ОФЗ.

- Облигации класса А (А3). Это старший транш выпуска. Его объем составил 88% объема эмиссии. Облигация ежеквартально платит фиксированный купон, равный 6.94%. Ее кредитная поддержка состоит из 12% субординации (младших траншей) и резервного фонда. Размер резервного фонда на момент закрытия сделки составлял 4% и должен быть увеличен до 7% путем отчислений из excess spread. Все выплаты основного долга по обеспечению направляются на погашения облигаций класса А вплоть до полного их погашения, а только после этого на младшие транши. Соответственно, основной долг по облигации будет падать, а доля кредитной поддержки будет расти.
- Облигации класса В (Ba1). Мезонинный транш. По этой облигации платится фиксированный купон 9.5%, который при необходимости может быть отсрочен. По ней может выплачиваться минимальный платеж, равный 0.01 руб. за облигацию. Все облигации были размещены по закрытой подписке и полностью выкуплены ЕБРР. Размер транша В составляет 8% от объема эмиссии, кредитная поддержка состоит из 4% субординации и резервного фонда. Возможно публичное обращение облигаций В в будущем.
- Облигации класса С (NR). Младший транш с переменной процентной ставкой. По нему выплачивается excess spread (если остается) или минимальный платеж 0.01 руб. за облигацию. По существу класс С — это остаточный транш, который находится у эмитента и не будет торговаться публично. Тем не менее, интересно оценить его относительную стоимость.
- Процедура обратного выкупа облигаций. Субординированные транши (В и С) могут быть погашены досрочно путем процедуры обратного выкупа. Эмитент может принять решение досрочно погасить облигации классов В и С только после полного погашения облигаций класса А.

Таблица 1. Структура выпуска

Класс	Рейтинг	Объем,		Купон
		млн руб.	%	
А	А3	2900.00	88.00	6.94%, фиксированный
В	Ba1	264.00	8.00	9.50%, фиксированный
С	NR	130.794	3.97	переменный
Итого:		3 294.794	100.00	

- Резервный фонд. Неамортизируемый резервный фонд в размере 230.6 млн руб. (7% от объема выпуска) был частично сформирован эмитентом при закрытии сделки в размере 131.8 млн руб. (4% от объема эмиссии). Оставшаяся часть должна быть сформирована за счет отчислений из excess spread. Средства резервного фонда могут быть использованы для покрытия кассовых разрывов с целью выплаты купонов по облигациям, а также для покрытия потерь по кредитам. В случаях списания из резервного фонда в предыдущих периодах excess spread будет использован для пополнения резервного фонда до целевой величины (7%). Указанный объем резервного фонда останется неизменным до полного погашения облигаций.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОСТУПЛЕНИЙ ОТ ПОРТФЕЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

I. Средства, поступающие в счет процентных платежей по кредитам, распределяются следующим образом:

1. налоги;
2. выплаты сторонним организациям (затраты на юридическую поддержку, банковский счет Эмитента и т.д.);
3. пропорционально и в равных долях: управляющей компании и компании, ведущей бухгалтерский учет;
4. пропорционально и в равных долях:
   - расчетному агенту;
   - платежному агенту;
   - организации, осуществляющей хранение закладных;
   - депозитарию;
   - аудитору;
   - рейтинговому агентству;
5. сервисеру портфеля обеспечения;
6. купон по облигациям класса А;
7. пропорционально и в равных долях:
   - минимальный купонный платеж по облигациям класса В;
   - минимальный купонный платеж по облигациям класса С;
8. компенсация потерь в связи с дефолтами заемщиков по облигациям класса А;
9. купон по облигациям класса В;
10. компенсация потерь в связи с дефолтами заемщиков по облигациям класса В;
11. компенсация потерь в связи с дефолтами заемщиков по облигациям класса С;
12. пополнение резервного фонда;
13. купон по облигациям класса С.

II. Средства, поступающие в счет выплат основного долга по кредитам, распределяются следующим образом:

1. пополнение реестра основного долга (в случае использования средств, поступивших в счет основного долга, для выплаты обязательств, перечисленных в п. I в предыдущих платежных периодах);
2. погашение облигаций класса А;
3. погашение облигаций класса В;
4. погашение облигаций класса С.

ОБЕСПЕЧЕНИЕ

Описание

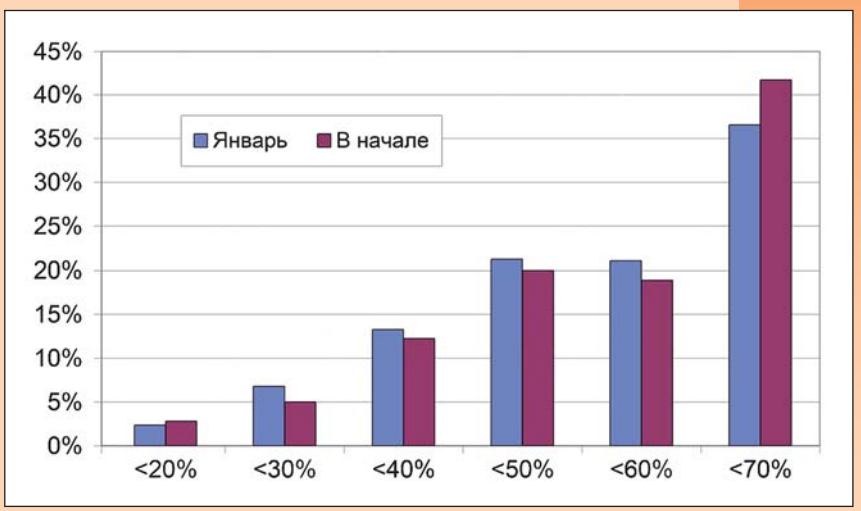
Пул обеспечения изначально состоял из агрегированной суммы задолженности в размере 3.3 млрд руб., состоящей из 8168 рублевых ипотечных кредитов, обеспеченных залогом недвижимости в 55 регионах Российской Федерации.

Все кредиты пула были выданы региональными банками и небанковскими организациями, расположенными в различных регионах Российской Федерации в соответствии со стандартами, утвержденными АИЖК. Это амортизируемые кредиты с фиксированной процентной ставкой, которая не может быть изменена до полного погашения ссуды. Начальная средневзвешенная процентная ставка по портфелю обеспечения была равна 14.33%. Условия большинства кредитных договоров пула позволяют заемщикам досрочно погашать кредиты без штрафов по истечении шести месяцев с момента выдачи. Право собственности, а также жизнь и трудоспособность всех заемщиков застрахованы на весь срок кредитов, входящих в обеспечение. Права выгодоприобретателя по договорам страхования переданы ипотечному агенту, а средства, полученные им по этим договорам, включены в ипотечное покрытие, то есть заложены в пользу держателей облигаций.

LTV (коэффициент Кредит/Залог)

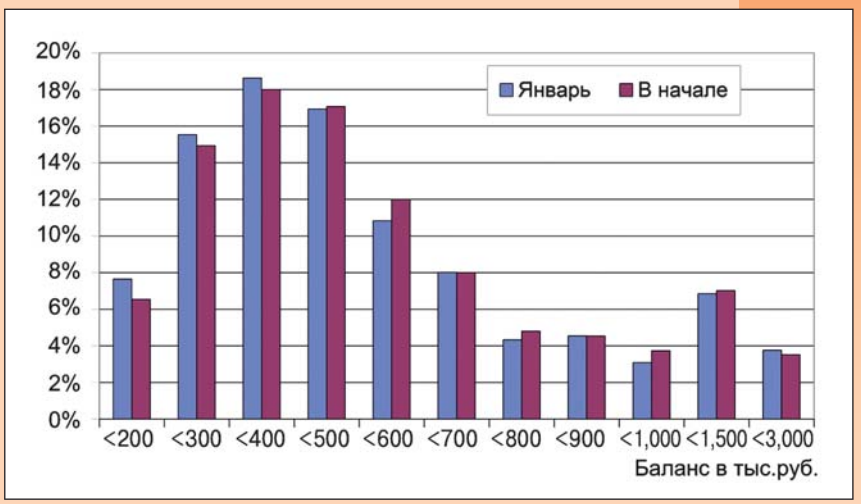
Начальный средневзвешенный LTV по пулу обеспечения составил 53.97%. По состоянию на январь 2008 г. он был равен 45.83%. Ниже представлен График 1, показывающий изменения в распределении LTV с даты отсечения и до последнего месяца. Как мы видим, наибольшее снижение было в группе кредитов с высоким значением LTV (60% и выше). Это позитивно отразится на кредитной поддержке и снизит риски потерь в случае дефолтов по кредитам.

График 1. Распределение LTV



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

График 2. Распределение балансов кредитов



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

Текущий баланс кредита

Другой важный параметр пула обеспечения — это текущий остаток основного долга (баланс). График 2 показывает распределение балансов кредитов пула по состоянию на дату закрытия сделки и на январь 2008 г. Из Графика видно, что распределение сместилось влево, к диапазону с более низкими балансами кредитов.

Это также позитивное изменение в характеристике обеспечения облигаций класса А, так как снижается риск потерь от дефолта во время процедуры обращения взыскания на заложенное имущество. Как было сказано выше, в качестве кредитной поддержки облигаций всех классов выступает неамортизируемый резервный фонд. В настоящее время фонд продолжает пополняться из excess spread, чтобы достичь запланированного размера 7% от объема эмиссии. По состоянию на дату последнего отчета платежного агента (ноябрь 2007 г.) его размер составлял 165.4 млн руб. (5.02%).

Срок до погашения

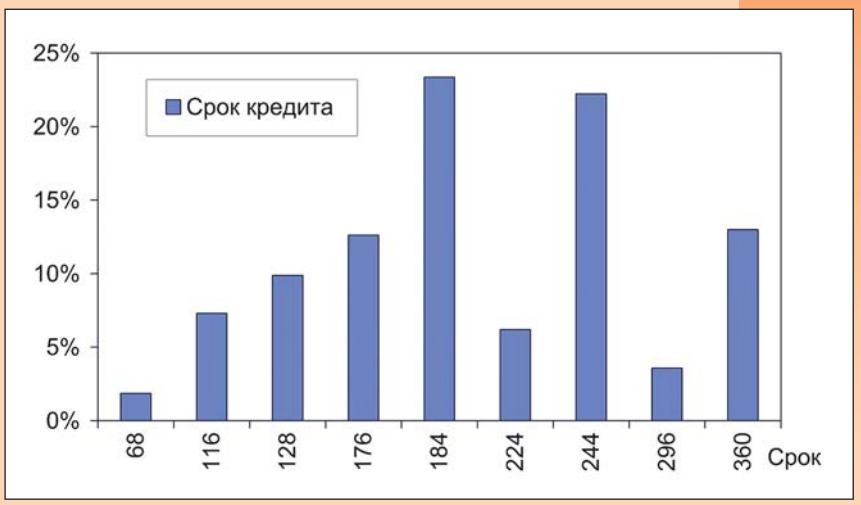
Начальный WAM (средневзвешенный срок до погашения) по пулу обеспечения составлял 192 месяца. В январе 2008 г. этот показатель составил 197 месяцев. Это очень необычный тренд по сравнению с американскими и европейскими пулами ипотечных кредитов. Объяснение простое — другая структура и параметры российского пула обеспечения. В качестве иллюстрации на Графике 3 приведены сроки до погашения кредитов.

Пулы ипотечных кредитов, обеспечивающие ипотечные ценные бумаги в США, Европе и Австралии, как правило, являются однородными, то есть кредиты, включенные в эти пулы, имеют очень близкие параметры: купон, срок до погашения, год выдачи и т.д. В противоположность этому, пул кредитов АИЖК содержит очень разнородные кредиты: с процентными ставками от 12 до 15%, со сроками от 24 до 369 месяцев и т.д. Профиль досрочных погашений пула с такими параметрами может отличаться от стандартных пулов в США или Европе. В частности, необычный тренд средневзвешенного срока до погашения можно объяснить ускоренной амортизацией кредитов с более короткими сроками до погашения.

Процентная ставка по кредиту

Рассмотрим распределение процентных ставок по кредитам. Каждая закладная, представляющая собой отдельный ипотечный кредит в пуле, была проверена АИЖК на соответствие стандартам. Согласно этим стандартам, в портфель

График 3. Распределение сроков кредитов



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

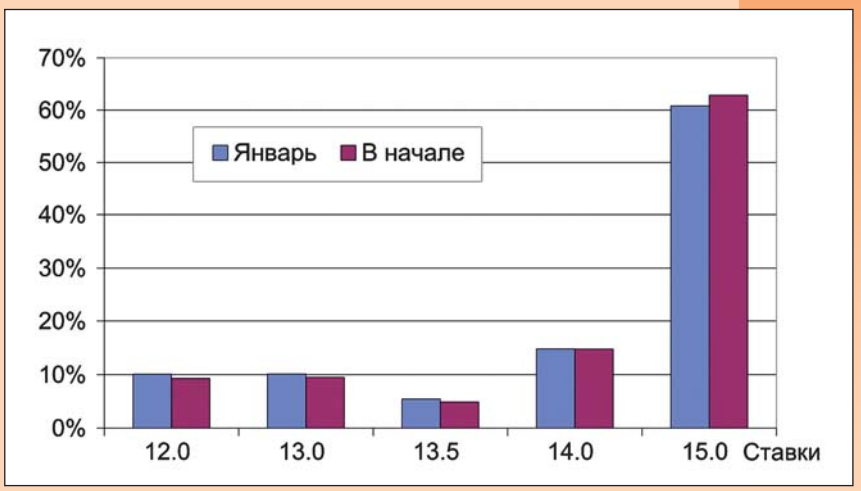
обеспечения включаются кредиты со следующими процентными ставками: 12%, 13%, 13.5%, 14% и 15%. График 4 показывает веса соответствующих процентных ставок в пуле АИЖК.

Как видно из Графика, в пуле доминируют кредиты со ставкой 15%.

Чтобы более отчетливо увидеть динамику изменений в этих группах, рассмотрим График 5. Он показывает изменения средневзвешенного процента каждой из групп на дату последнего платежного периода.

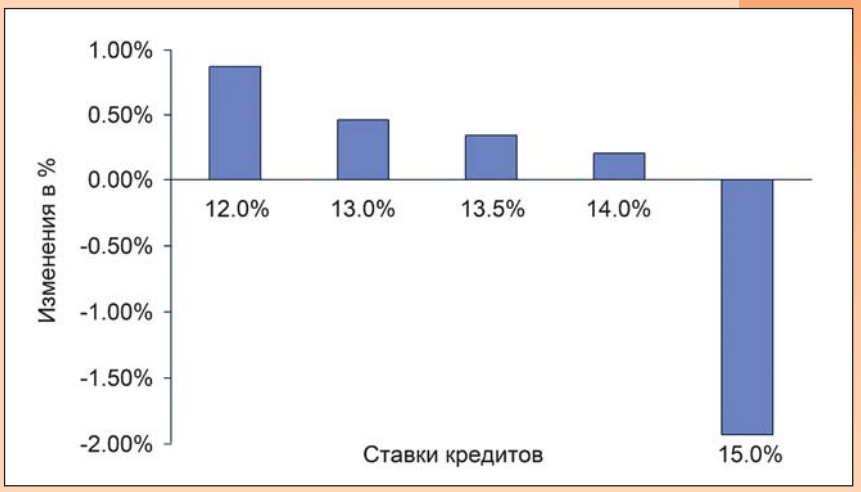
Как и ожидалось, кредиты со ставкой 15% погашались быстрее, и их доля в пуле уменьшилась.

График 4. Распределение кредитов по ставке



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

График 5. Стратификация ставок



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

Досрочные погашения

С момента заключения сделки АИЖК пул обеспечения выплатил 519 млн руб. основного долга, включая запланированную амортизацию и досрочные погашения. Годовая скорость досрочных погашений была рассчитана с помощью реестров обеспечения, предоставленных ипотечным агентом АИЖК. Она представлена на Графике 6.

Скорость досрочных погашений оказалась значительно выше 15%, указанных в аналитических разделах документации по сделке АИЖК.

В России существует два основных компонента досрочных погашений: частичные и полные. В среднем количество частичных досрочных погашений достигает 33% от общего объема досрочных погашений. К сожалению, в настоящее время юридические требования раскрытия информации по секьюритизации не позволяют различать типы полного досрочного погашения, а именно turnover (продажа дома или квартиры) и рефинансирование. В случае turnover досрочного погашения заемщик продает заложенную недвижимость и выплачивает всю оставшуюся сумму задолженности, а рефинансирование означает, что заемщик получил другой ипотечный кредит и использовал его для полной оплаты своей задолженности. Программы рефинансирования были объявлены некоторыми российскими коммерческими банками, но доля рефинансированных кредитов пока очень мала. Причиной этого является высокая стоимость рефинансирования. В текущей ситуации, когда процентные ставки, преобладающие на рынке, имеют повышающийся тренд, риск рефинансирования для инвесторов ИЦБ (ипотечные ценные бумаги) незначителен.

В наших расчетах мы делали допущение, что начиная с января 2008 года годовая скорость досрочных погашений будет постоянной на уровне 29% до полного погашения облигаций класса А, а доля просрочек, дефолтов и их возмещений будет соответствовать модели ВТБ (см. ниже).

При этих допущениях мы смоделировали денежные потоки от портфеля обеспечения. Мы также смоделировали алгоритм распределения платежей в сделке, чтобы приблизительно оценить денежные потоки каждого транша (А, В и С). Мы предположили, что транш С будет погашен сразу после процедуры обратного выкупа. Ожидаемые денежные потоки для каждого транша показаны на Графике 7.

Обратим внимание на отсутствие купонных платежей по траншу С в первые четыре платежных периода и резкий скачок в пятом. Причиной этого является то, что excess spread был направлен на формирование резервного фонда.

График 6. Досрочные погашения

Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

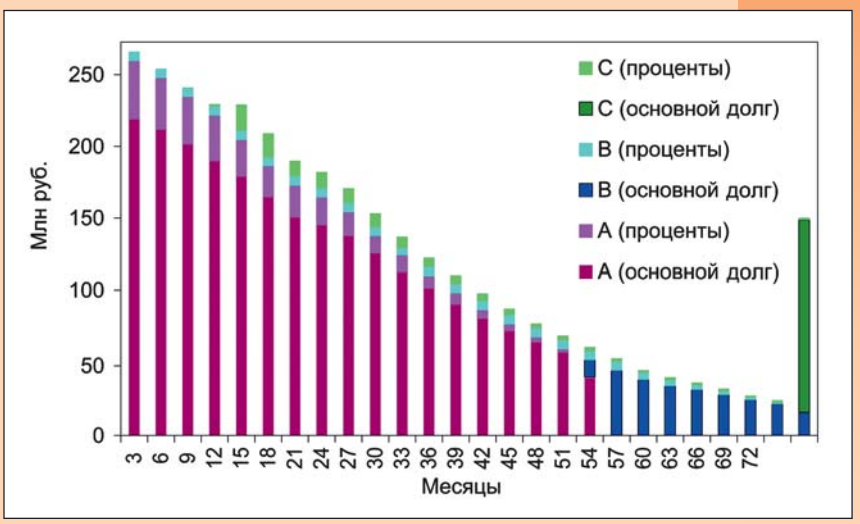
Расчет цены облигации

Для оценки финансовых характеристик облигаций АИЖК (всех классов) мы смоделировали пул обеспечения, алгоритм распределения платежей и рассмотрели три класса бумаг как отдельные финансовые инструменты.

Кривая доходности

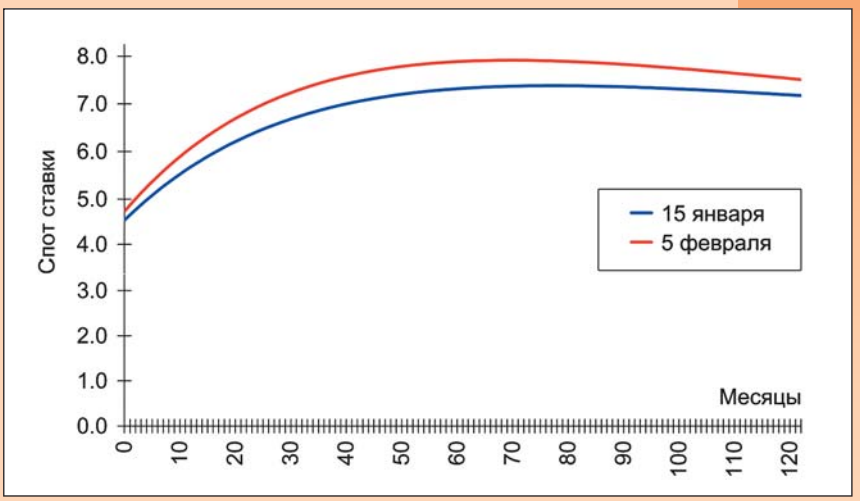
Для дисконтирования будущих потоков по облигации была использована кривая доходности MosPrime от 5 февраля 2008 г. Данная кривая изображена на Графике 8. Для сравнения приведена кривая от 15 января 2008 г.

График 7. Денежные потоки пула



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

График 8. Кривые доходности



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

Для получения представления об относительной стоимости облигаций АИЖК класса А мы сравнили их с корпоративными облигациями. Были использованы облигации «Газпрома» и «Российских железных дорог» (РЖД), номинированные в рублях.

В Таблице 2 представлены результаты сравнения с параметрами выбранных ценных бумаг.

Талица 2

Issue	Maturity	Coupon	Price	Sprd	WAL
GAZ – 6	Aug-09	6.95	100.14	117	1.66
GAZ – 7	Nov-09	6.79	100.20	78	1.89
GAZ – 4	Feb-10	8.22	102.81	65	2.18
RJD – 5	Jan-09	6.67	100.10	140	1.12
RJD – 3	Dec-09	8.33	102.75	77	1.98
RJD – 6	Nov-10	7.35	100.79	56	2.92
T25060	Feb-09	5.80	100.15	48	1.13
T25057	Jan-10	7.40	102.58	0	2.12
T25061	May-10	5.80	99.80	-30	2.39
AHML	Feb-39	6.94	99.55	236	1.91

Источник: www.cbonds.info и расчеты аналитического отдела ВТБ

Основываясь на модели ВТБ и наших допущениях, мы рассчитали два главных параметра, характеризующих цену облигаций.

Талица 3

Name	Base Price	Duration	WAL
Class A bond	99.55	1.39	1.91
Class B bond	95.39	3.63	5.48
Class C bond	126.31	3.49	6.58

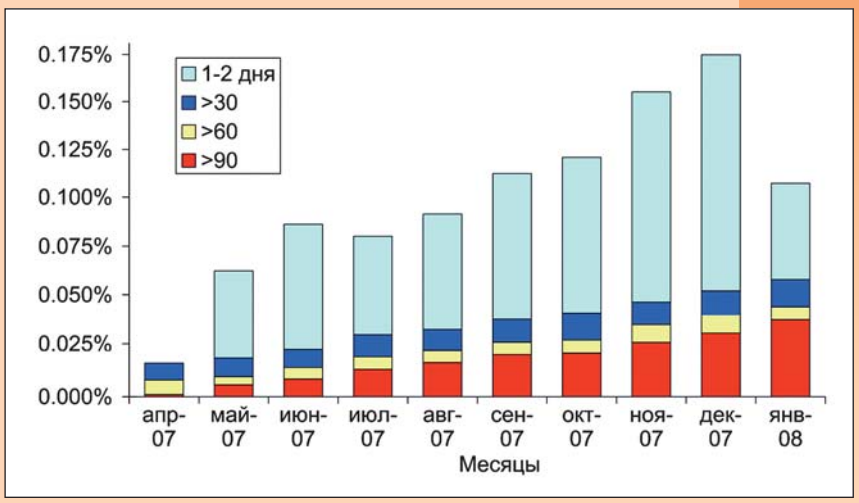
Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

Просроченные платежи

Прежде чем оценивать численно влияние дефолтов, мы бы хотели показать статистику по просроченным платежам в пуле обеспечения.

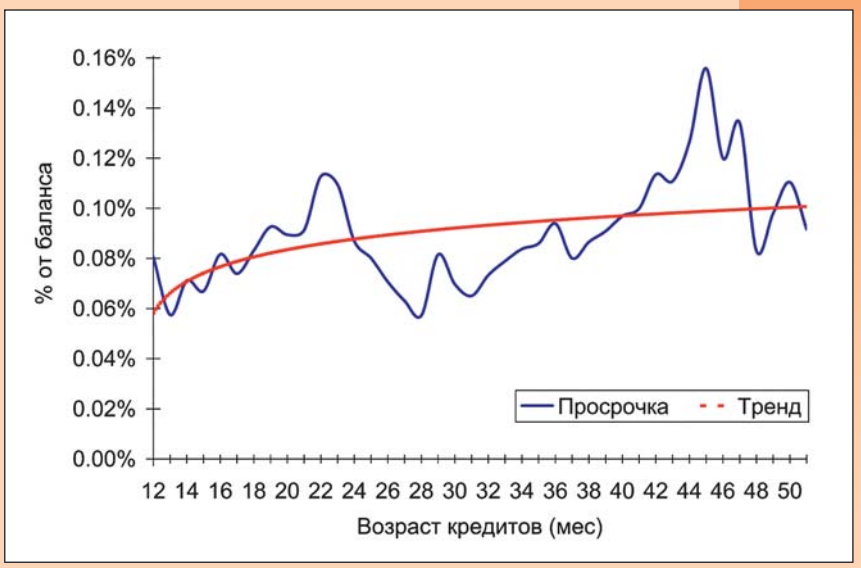
Чтобы оценить, как просроченные платежи влияют на цену облигаций, мы разделили их на 2 части. Первая часть представляет ежемесячные суммы просроченных платежей. Эти деньги могут быть потеряны в момент «условной» продажи. Для оценки ожидаемой стоимости просроченных платежей мы рассчитали долю просрочек от текущего баланса в месяц.

График 9. Просроченные платежи



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

График 10. Уровень просрочки



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

Затем мы построили тренд и предположили, что месячное стохастическое отклонение от тренда будет распределено по нормальному закону. По нашим расчетам, стандартное отклонение равно 0.056% от объема баланса. Это позволяет нам предположить, что месячные просрочки будут держаться на уровне 0.10% от баланса пула.

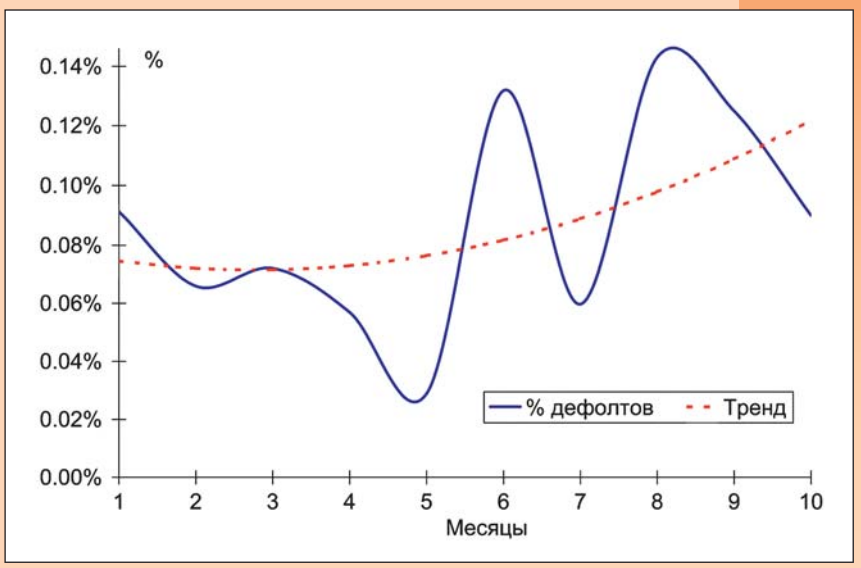
ОБРАЩЕНИЕ ВЗЫСКАНИЯ

Другой важный параметр пула — это потери по кредитам, находящимся в процессе обращения взыскания. К этой категории относятся только кредиты с просрочкой более 90 дней. После такой просрочки на залог по кредиту должна быть обращена процедура взыскания. Под надзором суда залог ипотеки взыскивается и реализуется (продается). К сожалению, доступная статистическая информация недостаточна, чтобы достоверно оценить реальные объемы и условия этих процедур. Были сделаны реалистичные предположения о временных затратах на судебные разбирательства, процесс изъятия залога, его продажу и возмещение, а также уровень месячных дефолтов и потерь. График 11 показывает, сколько кредитов находится в стадии обращения взыскания.

Чтобы оценить ожидаемый уровень дефолтов, мы использовали тот же подход, что и для месячных просрочек. На основе исторических данных был построен тренд и вычислено стандартное отклонение. Обычно оно выражается в форме процента новых месячных дефолтов (MDR, или Monthly Default Rate). Рассчитанный статистический показатель MDR для пула обеспечения сделки АИЖК составил 0.23% в месяц.

Двумя другими важными параметрами в процессе обращения взыскания являются число месяцев до реализации залога (MTR или Months Till Recovery) и процент потерь при обращении взыскания (SVR, или Severity Rate). Параметр MTR показывает время от первой просрочки до полной реализации залога. Например, 0 месяцев до реализации залога означает, что процедура обращения взыскания будет закончена в том же месяце, в котором была первая просрочка. В России кредит переходит в стадию обращения взыскания через 90 дней просрочки, или после того как он пропустит 3 последовательных

График 11. Процент новых месячных дефолтов



Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

платежа. Ставка SVR — это процент возврата задолженности при обращении взыскания. Возврат «потерь» определяется как объем потерь, деленных на баланс основного долга кредита на момент времени, когда он идет в дефолт. Размер потерь должен включать все затраты: стоимость процедуры обращения взыскания, средства, авансированные сервисером на погашение основного долга и процентов по просроченному кредиту. Чем выше SVR, тем меньшая часть основного долга будет погашена, и тем большие произойдут потери или списания.

На американском и европейском ипотечных рынках обычно (но не всегда) сервисеры осуществляют авансирование просроченных платежей. В этом случае месячный объем авансированных платежей по основному долгу равен объему амортизации от дефолтных кредитов, а объем авансируемых процентных поступлений точно компенсирует потерянные платежи. В результате инвесторы в ИЦБ получают весь запланированный основной долг и купон безотносительно количества новых дефолтов и кредитов в процессе обращения взыскания. Если основной долг и проценты авансируются, то предполагается, что они будут авансироваться каждый месяц до полной ликвидации. В России пока нет практики авансовых платежей.

ПЛАТЕЖИ ПО ПОРТФЕЛЮ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

Чтобы определить стоимость облигации АИЖК, нам нужно было оценить состояние портфеля обеспечения. Как известно, основным параметром, определяющим стоимость ИЦБ, является скорость досрочных погашений. Другими важными финансовыми параметрами, которые необходимо учитывать при оценке стоимости облигации, являются просроченные платежи и потери от дефолтов.

Мы предполагаем, что месячные просрочки, дефолты и возмещения убытков будут следовать историческим показателям и трендам с некоторыми поправками на стандартное отклонение. Мы также должны были сделать допущения о размере MTR. Базовый сценарий имеет следующие параметры:

MTR: 15 месяцев;
MDR: 0.23% текущего баланса портфеля;
SVR: 0.0%.

Таблица 4

MTR	MDR	Процент потерь при обращении взыскания					
		0%			50%		
15	0.23%	99.54	94.48	139.79	99.48	94.01	110.46
	0.50%	99.63	94.98	109.30	99.34	84.57	42.71
27	0.23%	99.48	94.54	119.20	99.43	93.93	107.94
	0.50%	99.41	94.62	96.81	99.29	82.88	39.40

Цены облигаций класса А показаны красным цветом, класса В — синим, класса С — зеленым

Источник: расчеты аналитического отдела ВТБ

ВЛИЯНИЕ ПРОСРОЧЕК И ДЕФОЛТОВ НА СТОИМОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ

В Таблице 4 показаны различные сценарии и предположения о сценариях просрочек и потерь от дефолтов. Мы рассчитали «справедливые» цены на облигации класса А, В и С (остаточного транша). Как и следовало предположить, «справедливая» цена на облигации класса А стабильна, так как этот класс имеет хорошую кредитную поддержку, в то время как оценки облигаций других траншей сильно колеблются.

В заключении рассмотрим три экстремальных сценария (MTR=15):

1) дефолтов вообще нет;

2) стоимость облигаций класса С (младший транш) равна нулю, а процент потерь от дефолтов равен 100%;

3) стоимость облигаций класса С равна нулю, а месячный процент дефолтов равен 1.61% (в 7 раз больше наблюдаемого сегодня).

Цены в случае сценария 1, полное отсутствие дефолтов, цены на облигации следующие: облигации класса А — 99.50, класса В — 95.17 и класса С — 140.51. Цена на облигации класса А выглядит немного странно. Она ниже, чем цены в некоторых сценариях с дефолтами и потерями. Объяснение этого факта следующее. Если нет дефолтов и просрочек, весь excess spread идет на погашение облигаций класса А. В результате он может иметь более короткий срок обращения и WAL по сравнению с некоторыми сценариями с дефолтами. Поэтому общая сумма процентных выплат может быть меньше, чем в сценарии с большим WAL.

В сценарии 2 оказалось, что процент месячных потерь может достигать 1.5%, при этом стоимость облигации класса А — 82.02, а класса В — 32.12. В сценарии 3 при месячном дефолте в 1.61% процент потерь по кредитам при обращении взыскания может достигать 35%. При этом стоимости облигаций старшего и мезанинного классов: 99.20 и 43.97 соответственно. Ни в одном из экстремальных сценариев у облигаций класса А не наблюдалось потерь процентов или потерь по основному долгу.

ЛИКВИДНОСТЬ

Из-за новизны ипотечных ценных бумаг, выпущенных по российскому законодательству и номинированных в рублях, объемы торгов по облигациям класса А очень малы. Объем торгов на РЕПО в несколько раз выше среднего объема обычных торгов.

Относительная ликвидность, наверное, самый большой риск, связанный с ипотечными облигациями АИЖК.

Существует несколько законопроектов, которые должны способствовать тому, чтобы ликвидность российских ИЦБ повысилась.

а) На сегодняшний день Пенсионный фонд России не имеет права инвестировать в ИЦБ. Список финансовых инструментов, в которые он может вкладывать средства, включает только бумаги, гарантированные государством. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) объявила о возможном снятии этого ограничения в ближайшем будущем. Пенсионный фонд России мог бы стать самым большим институциональным инвестором в российские структурированные ценные бумаги.

б) Под влиянием недавнего кризиса ликвидности Центральный банк России (ЦБР) собирается пересмотреть свой так называемый «Ломбардный список». Этот список включает ценные бумаги, которые могут быть взяты ЦБР в качестве обеспечения по сделкам РЕПО. Ожидается, что некоторые ИЦБ будут включены в этот список.