Начало локальному рынку ипотечных облигаций было положено довольно давно — размещением выпуска облигаций «ГПБ-Ипотека» в 2006 году. В настоящий момент торгуется семь выпусков секьюритизации ипотечных кредитов, однако относительно ликвидными среди них являются только старшие транши выпусков АИЖК.

СТАРЫЙ ДРУГ лучше новых двух

Максим КОРОВИН,
аналатик,
«ВТБ Капитал»

Отправной точкой посткризисного восстановления российского рынка ипотечных бумаг можно считать вторичное размещение старшего транша АИЖК-2010 А1 в сентябре 2010 года. Объем поданных на аукцион заявок превысил предложение в два раза. Высокому интересу со стороны инвесторов способствовали сразу несколько факторов: привлекательная доходность (8.43%), относительно короткая дюрация и кредитный рейтинг на суверенном уровне. Буквально через месяц состоялся аукцион по вторичному размещению выпуска АИЖК-2008: доходность оказалась более скромной (7.78%), однако это никак не отразилось на интересе инвесторов (книга была переподписана в 2.6 раза). Эти два размещения вдохнули новую жизнь в уже имеющиеся на рынке ипотечные бумаги — ПИА и ВИА АИЖК.

Мы ожидаем, что этот сегмент облигационного рынка будет активно развиваться в обозримом будущем и планируем внимательно следить за ипотечными бумагами. Согласно оценкам АИЖК, в 2010 году объем выданных ипотечных кредитов увеличился в 2.5 раза по сравнению с прошлым годом. По нашим прогнозам, объем секьюритизации ипотечных кредитов в 2011 году может составить порядка 90 млрд руб. Вероятно, около половины этой суммы будет реализовано в рамках совместной программы ВЭБа и АИЖК. Однако мы рассчитываем, что возможностью секьюритизации также воспользуются другие активные игроки ипотечного рынка (ВТБ 24, Газпромбанк, «Дельта Кредит», «Возрождение»).

Таблица 1
Расчет кредитной поддержки для старших выпусков ипотечных облигаций АИЖК

	ПИА АИЖК	ВИА АИЖК	АИЖК 2008	АИЖК 2010
Кредитная поддержка старшего транша	56%	40%	54%	26%
Субординация старшего транша	32%	22%	43%	11%
Размер денежного резерва, % от объема	18.5%	15.0%	7.3%	12.4%
Избыточный спред	5.47%	2.73%	3.67%	2.93%

Источники: данные АИЖК , «ВТБ Капитал»

ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

Находящиеся в обращении выпуски ипотечных облигаций АИЖК имеют инвестиционный рейтинг от агентства Moody's. Причем рейтинг ПИА АИЖК на одну ступень выше рейтингов самого АИЖК — А3. Остальным сериям присвоен рейтинг на уровне АИЖК (Baa1). Теоретически ничто не мешает тому, чтобы рейтинги по сделкам секьюритизации ипотечных кредитов благодаря особенностям их структурирования превышали рейтинги банка-оригинатора. Так, при прочих равных условиях фундаментом для присвоения того или иного рейтинга ипотечным бумагам является соотношение коэффициента уровня кредитной поддержки (credit enhancement) и размера ожидаемых потерь по пулу закладных, составляющему обеспечение по облигациям. В общих чертах при оценке уровня кредитной поддержки в расчет принимаются три показателя: денежный резерв, субординация и размер избы-

точного спреда, который представляет собой разницу между ставкой купона по облигациям и средневзвешенной ставкой по пулу закладных.

Оценку ожидаемых потерь, на наш взгляд, можно провести на основе исторических данных по дефолтам (основание — просрочка более 90 дней либо исключение из расчета размера ипотечного покрытия) находящихся в обращении ипотечных облигаций. Исторически наиболее высокий показатель просрочек был зафиксирован в июле 2010 года, когда накопленный объем дефолтных закладных по всем выпускам достиг примерно 4–4.5% от изначального размера пула. В дальнейшем показатель вполне закономерно снизился на фоне улучшения экономики и укрепления рубля.

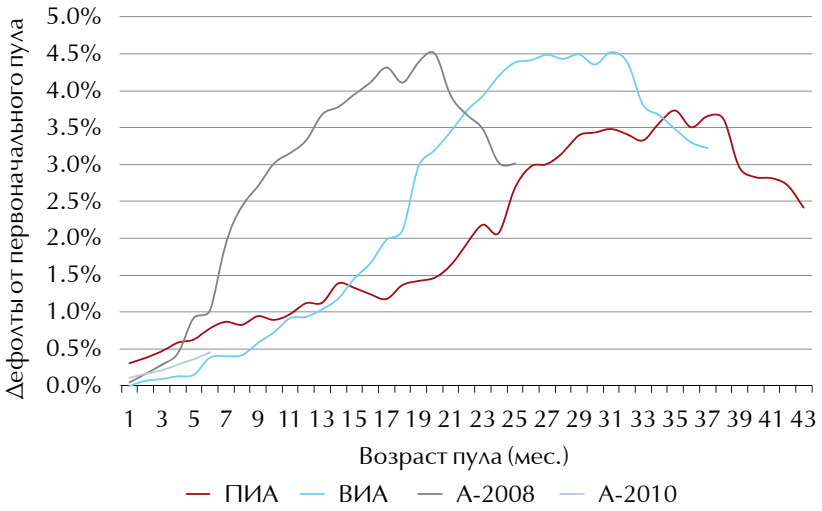
Вместе с тем, несмотря на все вышесказанное, на текущий момент рейтинг АИЖК, например, является потолком для ипотечных бумаг по причине значительной вовлеченности агентства в сделки секьюритизации. В частности, по всем сделкам АИЖК выступает в роли сервисного агента, а наличие резервного агента не предусмотрено условиями эмиссии. Также по двум последним сделкам (АИЖК-2008 и АИЖК-2010) агентство гарантирует предоставление финансовой помощи в случае возникновения у ипотечного агента затруднений с обслуживанием своих обязательств, что должно частично компенсировать относительно небольшой размер денежного резерва.

РИСК ДОСРОЧНОГО ПОГАШЕНИЯ

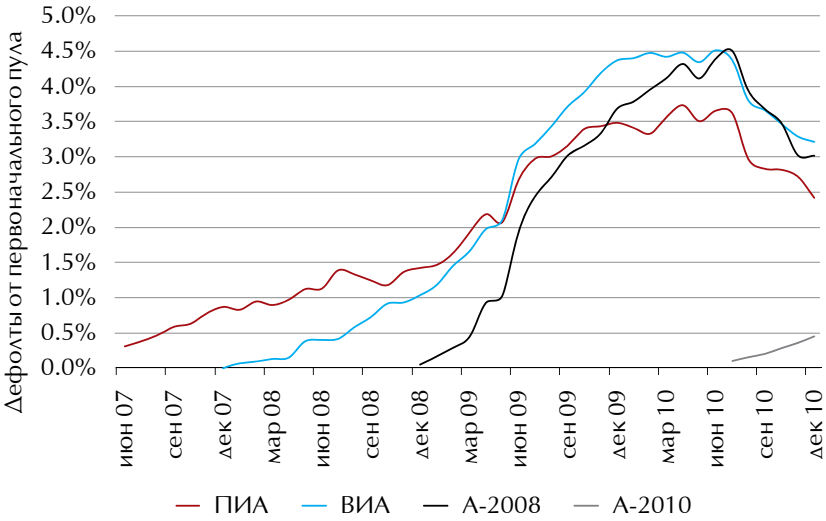
Ключевым моментом при инвестировании в бумаги с ипотечным покрытием является прогнозирование скорости досрочного погашения пула закладных, находящегося в обеспечении по облигациям. Собственно, сам риск досрочного погашения (prepayment risk) заключается главным образом в том, что при покупке ипотечных облигаций инвестор не может точно посчитать их дюрацию. Это связано с тем, что по условиям ипотечного кредита заемщики вправе в любой момент досрочно (полностью или частично) погасить заем.

Не зная дюрации, невозможно точно рассчитать цену/доходность облигаций. Инвесторы вынуждены делать те или иные предположения относительно скорости амортизации пула закладных. Существенные ошибки (причем как в большую, так и в меньшую сторону) в моделировании денежного потока по

Рисунок 1
Объем дефолтов по возрасту пула

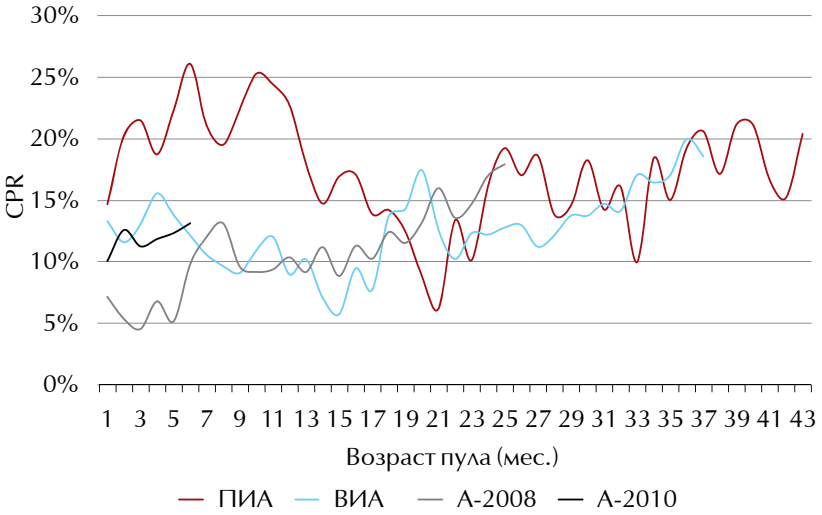


Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»



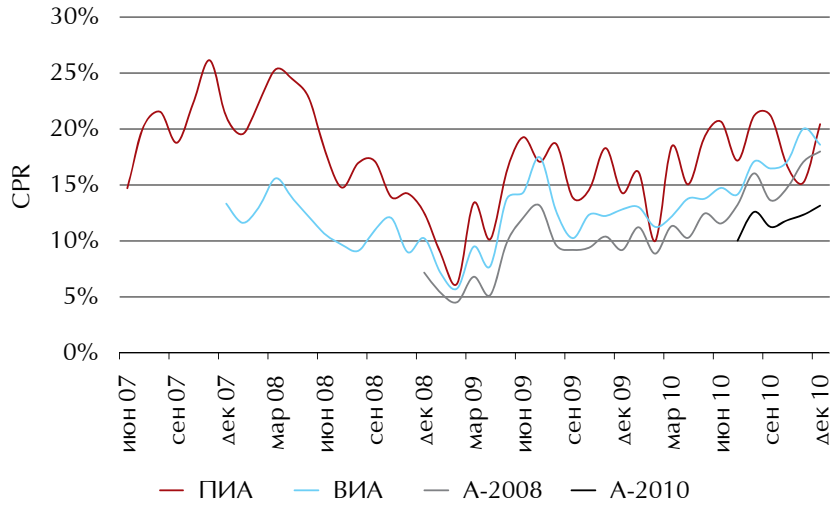
Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»

Рисунок 2
Исторический объем дефолтов



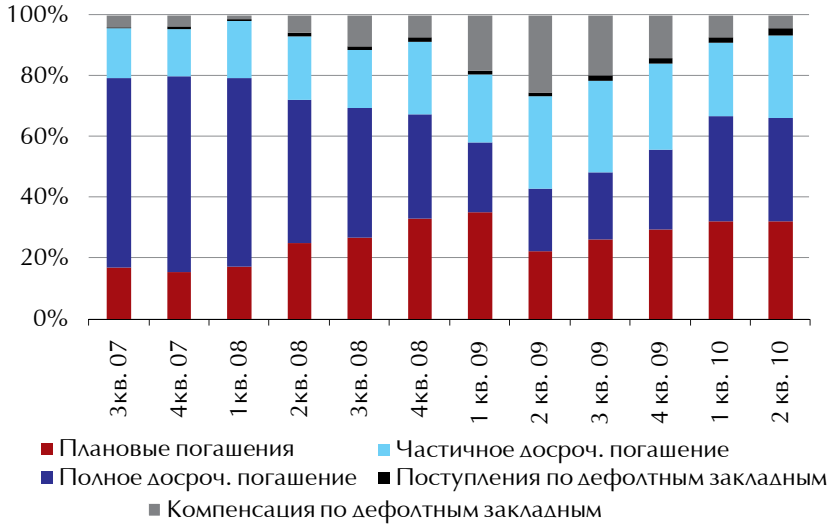
Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»

Рисунок 3
CPR по возрасту пула



Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»

Рисунок 4
Исторический CPR по пулу



Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»

Рисунок 5
Структура амортизации по ипотечным облигациям АИЖК

ипотечным бумагам зачастую ведут к достаточно большим убыткам.

Скорость досрочного погашения по пулу ипотечных кредитов зависит от множества факторов, начиная от экономических (динамика процентных ставок, состояние экономики, динамика цен на недвижимость) и заканчивая относительно техническими (год выдачи кредита, его возраст, цель займа, процентная ставка, география). Кроме того, досрочные погашения различаются по видам: полные, частичные, рефинансирование, продажа залога.

Общепринятым показателем меры досрочных погашений является коэффициент SMM (Single Monthly Mortality), который можно рассчитать как отношение фактического объема досрочных погашений за месяц к размеру пула по состоянию на начало периода за вычетом плановых выплат в этот отрезок времени. В свою очередь, на практике больше используется коэффициент CPR (Conditional prepayment rate), который представляет собой лишь месячный SMM, приведенный к годовому выражению. Два показателя связаны следующим соотношением: CPR =1 - (1 -SMM)^12.

Информационной базой для расчета SMM являются два документа, которые публикуются сервисным и расчетным агентами: реестр ипотечного покрытия (ежемесячно) и отчет инвесторам (с периодичностью купонных выплат). Первый документ представляет собой, по сути, «срез» пула закладных по состоянию на определенную дату. Второй же документ отражает фактическое движение денежных средств по пулу и ипотечным бумагам. На Рисунках 3 и 4 представлены наши расчеты исторических значений CPR по ипотечным бумагам АИЖК.

Вместе с тем, фактическая динамика амортизации по старшим траншам ипотечных облигаций выше, чем расчетные значения для пула. Это связано с тем, что по условиям эмиссии ипотечных облигаций АИЖК избыточные процентные поступления, среди прочего, направляются на компенсацию по дефолтным закладным. По нашим оценкам, исторически доля таких выплат составляет в среднем около 5% от суммарного объема амортизации по облигациям, однако в разгар кризиса (первая половина 2009 года) она поднималась до 20–25%.

В настоящий момент в структуре амортизации доля компенсационных выплат вновь снизилась до 5%. При этом порядка 60% выплат формируется за счет досрочных погашений. Вместе с тем, даже при отсутствии дефолтов CPR по старшему траншу облигаций был бы больше за счет субординации.

Таблица 2
Расчетные параметры по старшим траншам ипотечных выпусков АИЖК

Инструмент	Доходность, %	Дюрация, лет	Спрd к ОФЗ, б.п.	Текущий купон, %	CPR	Расчетная дата погашения	Комментарий
ПИА АИЖК	7.00	1.27	132	6.94%	17.4%	Февраль 2014 г.	-
ВИА АИЖК	7.13	1.94	81	8.5%	12.7%	Март 2016 г.	Колл-опцион в марте 2015 г. Купон +1% с марта 2015 г.
АИЖК 2008	7.35	1.56	136	10.5%	10.8%	Февраль 2015 г.	Пут-опцион в декабре 2014 г. Колл-опцион в январе 2016 г.
АИЖК 2010 (А1)	6.61	1.02	125	9.0%	11.9%	Май 2013 г.	Пут-опцион в сентябре 2013 г.

	Тек. знач.	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%
ПИА	100.15	98.59	98.96	99.28	99.55	99.78	99.97	100.12	100.25	100.35	100.43	100.5
ВИА	103	102.99	103	103.1	103.1	102.99	102.97	102.94	102.91	102.86	102.81	102.76
А-2008	105.25	106.05	105.78	105.22	105.22	104.93	104.67	104.42	104.2	103.99	103.79	103.61
А-2010 (А1)	102.6	103.02	102.9	102.78	102.66	102.54	102.43	102.33	102.23	102.14	102.04	101.96

Источники: данные АИЖК , «ВТБ Капитал»

Таблица 3
Зависимость цены старших траншей ипотечных выпусков АИЖК от CPR

МОДЕЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА ПО ИПОТЕЧНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

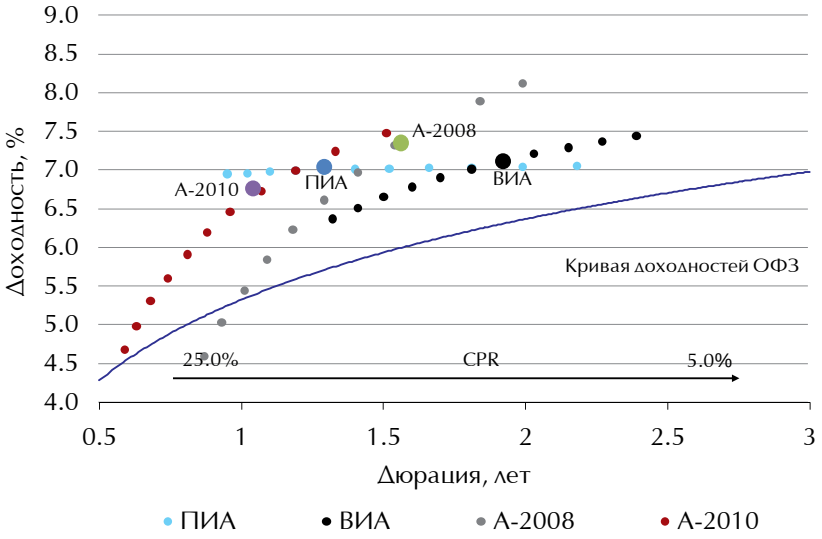
Для расчета амортизации по ипотечным бумагам АИЖК мы смоделировали потоки платежей по пулу закладных. В качестве оценки CPR мы использовали среднее за всю историю значение этого показателя по каждому выпуску. В отличие от месячных значений, это существенно менее волатильный показатель. При этом наш исторический анализ показал, что его использование позволяет с приемлемой точностью прогнозировать амортизацию (погрешность в пределах 5%).

Для моделирования количества дефолтов по ипотечным бумагам мы использовали стандартное логистическое распределение со следующими параметрами:

- уровень дефолтов — 5% от первоначального размера пула;
- полная компенсация по дефолтным закладным за счет избыточного спреда;
- recovery rate — 50%.

Ситуация с дефолтами имеет особенность. В случае признания закладной дефолтной держателю ипотечных облигаций будет компенсирован ее размер. Однако затем этот кредит может быть вновь включен в расчет размера ипотечного покрытия, если устранена причина дефолта в той или иной форме (например, устранение просрочки и т.п.). Как следствие, в общем случае после достижения определенного пика объем дефолтных кредитов по пулу обычно снижается (это видно на рисунках). При этом, естественно, никто не требует от держателя ипотечных бумаг возврата ранее полученных денег в счет дефолтных закладных. По этой причине используемая нами кривая дефолтов имеет положительный наклон. Результаты наших расчетов представлены в Таблице 2.

Мы также провели анализ чувствительности ипотечных выпусков к волатильности показателя CPR. Расчет справедливой цены каждого выпуска проводился исходя из текущего значения его спреда к ОФЗ и дюрации в зависимости от CPR. Что касается встроенных опционов, то, по нашим оценкам, пут-опцион по выпускам А1 АИЖК-2010 и АИЖК-2008 приобретает стоимость при CPR меньше 9% и 11% соответственно. Предпосылки для исполнения колл-опциона по облигациям ВИА АИЖК появляются при значениях CPR на уровне 15–17% и менее: в противном случае старший транш будет уже погашен к этому времени. В наших расчетах мы исходили из того, что АИЖК и держатели облигаций исполнят опционы.



Источники: данные АИЖК, «ВТБ Капитал»

Рисунок 6
Зависимость дюрации и доходности от CPR

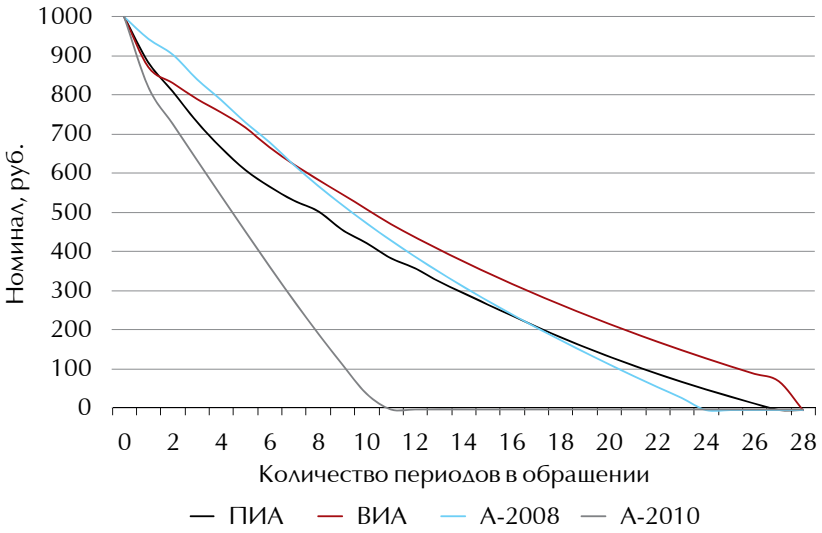


Рисунок 7
Зависимость дюрации и доходности от CPR