Ирина ПЕНКИНА,
кредитный аналитик, заместитель директора направления «Структурированные финансы», Standard & Poor's

Специализируется на сделках структурированного финансирования, проводит рейтинговый анализ структурированных сделок в странах СНГ и на других развивающихся рынках. С декабря 2000-го по май 2006 года являлась ведущим аналитиком направления «Финансовые институты» Standard & Poor's в странах Центральной и Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки, в основном специализируясь на анализе банковских систем России, Украины и некоторых других стран Восточной Европы. До прихода в Standard & Poor's, с 1998-го по 2000 год, работала ведущим аналитиком департамента ценных бумаг в ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию».

Имеет степень кандидата экономических наук по специальности «Международная экономика», полученную по окончании аспирантуры экономического факультета МГУ имени Ломоносова. Также окончила экономический факультет Нью-Йоркского государственного университета в г. Олбани и получила степень магистра экономики по специальности «Международная торговля и финансы».

Российские RMBS: устойчивый рост в период глобальной рецессии

Российский рынок жилищной ипотеки, все еще находящийся на раннем этапе развития, в условиях недавнего экономического спада заложил начало своей кредитной истории. Еще более молодой российский рынок облигаций, обеспеченных жилищной ипотекой, — RMBS (residential mortgage-backed securities), который представляет собой часть ипотечной индустрии, за очень короткий период своего существования продемонстрировал высокие и стабильные показатели.

Российский рынок RMBS — это лишь малая часть ипотечного рынка страны, но тем не менее растущий источник фондирования для оригинаторов, которые имеют ограниченный доступ к долгосрочным ресурсам посредством более традиционных инструментов. RMBS стали реальностью для России в 2006 году, когда были проведены первые трансграничные сделки (под трансграничными имеются в виду выпуски обеспеченных ценных бумаг эмитентами, зарегистрированными в зарубежных юрисдикциях). Одновременно, после принятия некоторых законодательных изменений, позволяющих образовывать специальное юридическое лицо (спецюрлицо; special-purpose vehicle) в российском правовом поле, начал развиваться внутренний рынок RMBS.

Благоприятные рыночные условия и расширение базы инвесторов обусловили рост и даже доминирование трансграничных сделок секьюритизации до начала глобального сжатия рынков в 2008 году. Объем внутренних выпусков RMBS постепенно увеличивался, наряду с увеличением объемов трансграничной секьюритизации, и остался устойчивым механизмом привлечения средств в период финансового кризиса. Мы полагаем, что восстановление первичного ипотечного рынка в России создает условия для увеличения объема выпуска RMBS в ближайшие годы.

С точки зрения кредитного риска эффективные структурные элементы и устойчивое поведение обеспечивающих активов обусловили хорошее состояние рейтингуемых RMBS в период кризиса, и непогашенные сделки сохраняют данные характеристики. Standard & Poor's ни разу не понижало рейтинги траншей российских RMBS вследствие ухудшения их кредитного качества. Тем не менее в период

рецессии ипотечный рынок России в целом испытывал различные проблемы, связанные с просроченными платежами и дефолтами по кредитам, которые значительно отличались от показателей рейтингуемых RMBS.

РЫНОК РОССИЙСКИХ RMBS СНОВА ГОТОВ К ПОДЪЕМУ

Российский ипотечный рынок возник в начале 2000-х годов, после принятия Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)», и по-прежнему находится на раннем этапе развития. Высокие темпы экономического роста, а также рост личных доходов после финансового кризиса 1998–1999 годов стимулировали бум розничного кредитования, в том числе в ипотечном сегменте. На рынке жилья это привело к увеличению объемов ипотеки с 35 млрд руб. на конец 2005 года до 1.8 трлн руб. на конец третьего квартала 2012 года. Это означает, что совокупная задолженность по ипотечным кредитам увеличилась более чем в 50 раз. Однако удельный вес задолженности по ипотеке в российском ВВП (около 3%) остается небольшим.

Быстрое увеличение ипотечного кредитования обусловило возникновение вторичного ипотечного рынка. С 2006-го по 2008 год Standard & Poor's присвоило рейтинги пяти трансграничным RMBS-сделкам, обеспеченным кредитами трех оригинаторов: АБ «ГПБ-Ипотека» (ОАО), ОАО «МДМ Банк» (бывший УРСА Банк) и «КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО). На момент выпуска рейтинги Standard & Poor's, присвоенные старшим траншам каждой эмиссии, соответствовали суверенному рейтингу Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте. Однако после спада на финансовых рынках в 2008 году новые трансграничные сделки не осуществлялись.

За период с 2006-го по 2011 год российские спецюрлица осуществили двенадцать RMBS-сделок на внутреннем рынке, их общий объем составил 90 млрд руб. Только за прошлый год было проведено четыре новых сделки, их суммарный объем достиг рекордной суммы в 31 млрд руб.

РЕЙТИНГИ RMBS В ПЕРИОД РЕЦЕССИИ

Несмотря на то что на ипотечном рынке достаточно много участников, для российского сегмента RMBS характерно наличие крайне избирательных пулов кредитов, которые формирует небольшая группа оригинаторов. Взвешенный подход к отбору залогового обеспечения, удовлетворительное кредитное качество залога и структурный характер сделок способствовали тому, что российские RMBS-сделки продемонстрировали стабильное кредитное качество в период рецессии.

Хотя Standard & Poor's инициировало негативные рейтинговые действия в отношении российских RMBS в период экономического спада, ни одно из них не было обусловлено ухудшением качества обеспечивающих

Таблица 1. Выпуски RMBS, имеющие рейтинги Standard & Poor's

Эмитент	Название сделки на рисунках 1 и 2	Дата закрытия	Оригинатор	Категория рейтингов на момент закрытия сделки	Текущий статус	Текущий рейтинг
Dali Capital PLC (ценные бумаги, обеспеченные ипотекой Газпромбанка, серия 2006-1)	GPB-1	21 декабря 2006 г.	АБ «ГПБ-Ипотека» (ОАО); бывшее ООО «Совфинтрейд»	A: BBB+	Полностью погашен в январе 2012 г.	Рейтинга нет
				B:BB		
				C: B		
Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A.	GPB-2	21 июня 2007 г.	АБ «ГПБ-Ипотека»; бывшее ООО «Совфинтрейд»	A1: BBB+	Полностью погашен в июне 2012 г.	Рейтинга нет
				A2: BBB+		
				B: BBB–		
				C: BB–		
URSA Mortgage Finance S.A.	URSA	27 декабря 2007 г.	ОАО «МДМ Банк» (бывший «УРСА Банк»)	A:BBB+	Не погашен	A:BBB (sf)
RUMBA S.A.	RUMBA	16 апреля 2008 г.	«КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО)	A: BBB+	Полностью погашен в августе 2011 г.	Рейтинга нет
				B: BB		
Kit Ipoteka Ltd.	Kit Ipoteka	11 июня 2008 г.	«КИТ Финанс Инвестиционный банк (ОАО)	A: BBB+/ruAAA	Полностью погашен в июле 2010 г.	Рейтинга нет

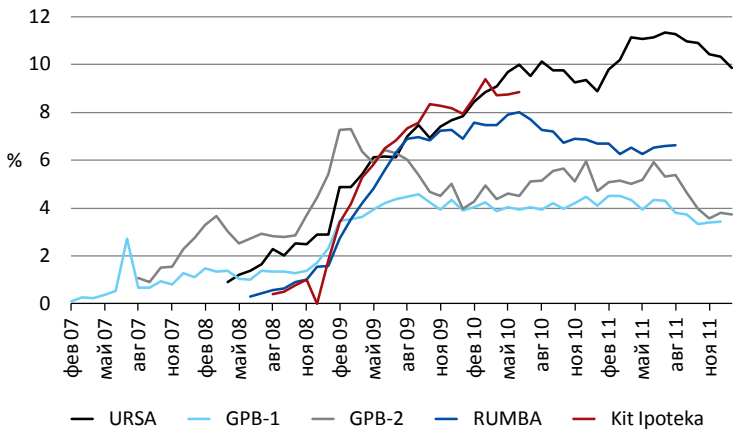

Рисунок 1

Доля кредитов с просрочкой платежей более 30 дней

Источник: Standard & Poor's

активов. В частности, в 2008 году Standard & Poor's понизило оценку риска ограничения перевода и конвертации валюты (transfer and convertibility assessment — T&C) Российской Федерации, что обусловило понижение затронутых этим действием рейтингов RMBS, поскольку на момент закрытия сделки ни один из выпусков RMBS не имел защитных механизмов, снижающих риск T&C.

До того как рецессия негативно сказалась на российской экономике в третьем квартале 2008 года, объем кредитов с просроченными платежами был чрезвычайно низким благодаря благоприятным экономическим условиям и минимальной «выдержанности» сделок (поскольку эмитенты исключали просроченные кредиты из состава обеспечения до проведения сделок). Однако затем — в период с четвертого квартала 2008 года по четвертый квартал 2009 года — доля просроченных кредитов стала быстро увеличиваться вследствие сжатия экономики, роста безработицы и сокращения личных доходов. Тем не менее с начала 2010 года рост удельного веса просроченных кредитов замедлился, а в конце 2011 года даже начал снижаться.

Независимо от увеличения доли просроченных кредитов в 2008–2009 годах, в абсолютном выражении она оставалась умеренной: кредиты, просроченные более чем на 30 дней, составляли 4–11%, просроченные более чем на 90 дней — от 3 до 10% (см. рисунки 1 и 2). Все RMBS-сделки, имеющие рейтинги Standard & Poor's, обеспечены кредитами в национальной валюте, поэтому колебания валютного курса не привели к повышению кредитного риска. Это серьезный фактор, учитывая, что просрочка по кредитам была обусловлена финансовыми трудностями заемщиков, не связанными с колебаниями валютного курса. Уровень дефолтов по валютным ипотечным кредитам в период рецессии был существенно выше, чем по рублевым кредитам. Если бы залог был деноминирован в иностранной валюте, то мы бы ожидали понижения рейтингов в 2009–2010 годах.

Положительное влияние на рейтинги RMBS-сделок оказало не только поддержание умеренного удельного веса просроченных кредитов, но также и сильные структурные факторы, способствующие значительной кредитной поддержке рейтингуемых облигаций. Основными положительными факторами являются структуры сделок, предусматривающие последовательное погашение траншей, и относительно большая величина избыточного спреда, а также механизм раннего удержания избыточного спреда и его использование для погашения основной суммы долга.

ПО МЕРЕ ВОССТАНОВЛЕНИЯ РОССИЙСКОГО ИПОТЕЧНОГО РЫНКА ОБЪЕМ RMBS-СДЕЛОК ДОЛЖЕН УВЕЛИЧИВАТЬСЯ

После сокращения в 2009–2010 годах российский ипотечный рынок готов к росту, особенно после рекордных показателей 2011 года. Объем ипотечных кредитов, выданных в 2011 году, составил 713 млрд руб., что на 8% больше, чем в 2008 году, когда перед началом рецессии объем выдач достиг пикового значения. За первые три квартала текущего года

объем выдач ипотечных кредитов составил 729 млрд руб., превысив аналогичный показатель прошлого года на 43%.

По нашему мнению, рост ипотечных заимствований обусловлен относительно низкими процентными ставками и уровнем инфляции, стабильными ценами на жилье, высоким спросом на более качественное жилье, улучшением возможностей для трудоустройства и перспективами роста личных доходов.

Учитывая эти рыночные факторы, мы прогнозируем следующие основные тенденции на ближайшие два года:

• Ипотечное кредитование будет ориентировано преимущественно на состоятельных представителей среднего класса, поэтому его доля в российском ВВП будет ограничена. Значительное неравенство доходов и низкий уровень доступности жилья не позволяют обычным гражданам пользоваться ипотечными кредитами. Положительным фактором является то, что избирательный характер ипотечного рынка в некоторой степени ограничивает уровень кредитного риска и вероятность вмешательства государства в ипотечный сектор.

• Выдача ипотечных кредитов останется в большей степени концентрированной, чем до рецессии. Вместе с тем Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (BBB/Стабильный/A-3) — государственная организация, рефинансирующая региональные банки, — может содействовать ее диверсификации. АИЖК отвечает за приобретение ипотечных кредитов у региональных оригинаторов, формирование пула кредитов и размещение RMBS на рынке. Однако в настоящее время ипотечный рынок является более фрагментированным, чем в предыдущие годы, а снижение конкуренции будет препятствовать развитию технологий выдачи и облуживания кредитов. Вместе с тем ценовая конкуренция может остаться сильной, поскольку ведущими кредиторами являются государственные банки, которые пользуются относительно дешевыми ресурсными источниками.

• Мы полагаем, что наиболее распространенный ипотечный продукт, вероятнее всего, сохранит хорошие характеристики кредитного качества. В частности, мы считаем, что типичные ипотечные кредиты будут иметь фиксированные процентные ставки, выдаваться на условиях первого права удержания недвижимости и обеспечиваться объектами жилья для постоянного проживания. Волатильность, которую демонстрировали финансовые рынки в последнее время, обусловила еще большее снижение спроса на валютные кредиты и на кредиты с плавающими ставками, которые могут подвергнуть заемщиков шоковым потрясениям, связанным с резким увеличением размера регулярного платежа.

• Несмотря на смягчение стандартов андеррайтинга после рецессии, мы полагаем, что кредиторы вряд ли будут снижать их до такого уровня, как они это делали до рецессии, в 2007–2008 годах. Мы полагаем, что средний первоначальный коэффициент «кредит/залог» (loan-to-value ratio, LTV) останется в пределах 70–80%, а не 80–90%, как до рецессии. Коэффициент LTV в отрейтингованных сделках составлял порядка 60–70% — существенно ниже среднерыночного уровня в 2007–2008 годах.

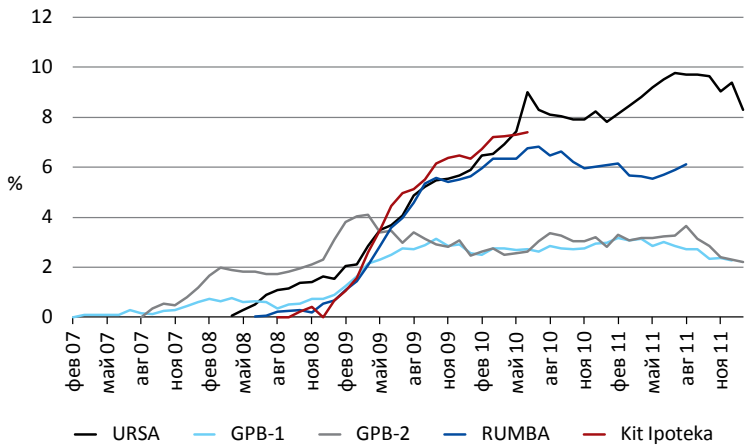

Рисунок 2

Доля кредитов с просрочкой платежей более 90 дней

Источник: Standard & Poor's

Рисунок 3

Объем выпуска RMBS российскими оригинаторами*

Источник: Standard & Poor's

* Объемы выпусков не включают обеспеченные ипотекой облигации, выпущенные с баланса банков

Секьюритизированные пулы кредитов включали кредиты более высокого качества, чем те, которые оставались на балансе оригинаторов.

• Повысилась популярность страхования кредитного риска у кредиторов, предлагающих ипотечные продукты с более низким первоначальным взносом.

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА МОЖЕТ ПРИВЕСТИ К УВЕЛИЧЕНИЮ ОБЪЕМА RMBS-СДЕЛОК

Активное восстановление российского первичного ипотечного рынка в прошлом году ускорило деятельность по секьюритизации: в 2011 году объем размещения RMBS на внутреннем рынке увеличился более чем в два раза по сравнению с двумя предыдущими годами. При этом в 2009–2011 годах эмитенты проводили все сделки преимущественно на внутреннем рынке, что отражает отсутствие готовности иностранных инвесторов работать в этом сегменте после пикового уровня трансграничных сделок в 2008 году.

Учитывая наблюдаемые в настоящее время тенденции рынка, мы прогнозируем дальнейшее развитие секьюритизации на внутреннем рынке в России — как по объему, так и по числу вовлеченных оригинаторов. Вероятнее всего, активность участников рынка возрастет и структурные выпуски будут производиться на регулярной, а не эпизодической основе — эта тенденция уже начинает проявляться. Существенную поддержку внутреннему рынку секьюритизации может предоставить государственная программа поддержки ипотечной и строительной отраслей, в рамках которой Внешэкономбанк (рейтинги по обязательствам в иностранной валюте: BBB/Стабильный/A-3; рейтинги по обязательствам в национальной валюте: BBB+/Стабильный/A-2) получил мандат на инвестирование 150 млрд руб. в ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с российским правом, до конца 2013 года. Частные инвесторы также должны продемонстрировать определенный интерес к внутренним RMBS-сделкам. Тем не менее, учитывая, что российский финансовый рынок все еще недостаточно глубок, объемы размещения RMBS останутся очень чувствительными к рыночным условиям.

Восстановление рынка трансграничных сделок займет немного больше времени, а темпы восстановления трансграничной секьюритизации будут зависеть от восприятия международными инвесторами RMBS как продукта и страновых рисков России.

НАИБОЛЕЕ ВАЖНЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ДЕЙСТВИЯ В ОТНОШЕНИИ РОССИЙСКИХ RMBS

На момент размещения Standard & Poor's присвоило рейтинги старшим траншам всех пяти трансграничных RMBS-сделок, выпущенных в 2006–2008 годах, на уровне, соответствующем суверенному кредитному рейтингу Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте. Впоследствии мы инициировали несколько рейтинговых действий в отношении этих сделок, однако ни одно из них не было обусловлено изменением кредитного качества обеспечивающих активов.

Понижение рейтингов RMBS вследствие понижения оценки риска ограничения перевода и конвертации валюты и суверенного рейтинга

В декабре 2008 года Standard & Poor's понизило суверенный рейтинг Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте и оценку риска ограничения перевода и конвертации валюты с BBB+ до BBB. Это привело к понижению рейтингов RMBS, поскольку мы полагали, что требования о своевременной уплате процентов и полном погашении долга не будут выполнены в рейтинговом сценарии, который предусматривает суверенный дефолт (все рейтинги выше уровня суверенного рейтинга по обязательствам в иностранной валюте). Кроме того, ни одна из рейтингуемых сделок по секьюритизации не включала механизм защиты от риска ограничения перевода и конвертации валюты, поэтому рейтинг сделок, подверженных данному риску, не мог быть выше BBB. Пересмотр суверенного рейтинга России обусловил пересмотр нами стресс-сценариев для рейтингов инвестиционной категории. Однако это не повлияло на наши допущения относительно рейтингов неинвестиционной категории, и мы не понизили рейтинги ни одного из младших траншей.

Банкротство сервисера не привело к негативным рейтинговым действиям

«КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО) выполнял функции оригинатора и сервисера по сделкам RUMBA S.A. и Kit Ipoteka Ltd. В сентябре 2008 года банк допустил дефолт по облигациям РЕПО, и ему была оказана государственная поддержка. Несмотря на дефолт, банк остался сервисером по сделкам, хотя у обеих сделок на момент их закрытия были резервные сервисеры. Однако мы не изменили рейтинги этих сделок, поскольку, во-первых, мы полагали, что банк продолжит выполнение функций сервисера, во-вторых, в сделках присутствовали резервные сервисеры, и, в-третьих, риск смешения был смоделирован и включен в общий уровень кредитной поддержки траншей. В дальнейшем «КИТ Финанс» пересмотрел свою бизнес-стратегию и постепенно сократил объем операций ипотечного кредитования. Банк последовательно погасил свои сделки секьюритизации, что обусловило отзыв нами рейтингов отрейтингованных траншей.

В результате банкротства банка Lehman Brothers одна сделка оказалась подверженной валютному риску

Негативное влияние на облигации, выпущенные Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A. в рамках российской RMBS-сделки, оказало банкротство банка Lehman Brothers, который обеспечивал валютный и процентный своп по номинированным в евро облигациям класса A1 на момент закрытия сделки. В период с сентября 2008 года по февраль 2011 года эта сделка не имела защиты от валютного риска, поскольку не был назначен новый контрагент по свопу. Поэтому Standard & Poor's инициировало несколько негативных рейтинговых действий по облигациям.

В феврале 2010 года держатели облигаций приняли решение о реденоминации (из евро в рубли) облигаций класса A1 и дали согласие на поправку, предусматривающую изменение процентной ставки по этим облигациям с плавающей на фиксированную. По мнению Standard & Poor's, реденоминация представляла собой существенное вынужденное изменение первоначальных условий выпуска долговых обязательств, поэтому все рейтинги были понижены до D и после этого отозваны. Затем мы присвоили траншам новые рейтинги в соответствии с новыми условиями. На тот момент рейтинг старших классов облигаций был приравнен к оценке риска ограничения перевода и конвертации валюты для российских несуверенных заемщиков и к рейтингу других рублевых RMBS.

Улучшение механизма кредитной поддержки обусловило повышение рейтингов облигаций младших классов в середине 2011 года

Летом 2011 года мы провели полный анализ рейтингуемых российских RMBS и установили, что в период после закрытия сделки объем кредитной поддержки траншей увеличился. Это улучшение было обусловлено тем фактом, что темп погашения основного долга был выше темпа наращивания убытков. Поскольку уровень рейтингов старших облигаций по-прежнему сдерживается уровнем суверенного рейтинга России и — в некоторых случаях — риском ограничения перевода и конвертации валюты, мы смогли повысить рейтинги только некоторых облигаций младших классов.