Антон НИКИТИН,
стратег по валютному рынку,
облигациям и процентным ставкам, ВТБ Капитал

Присоединился к аналитической команде ВТБ Капитала в 2012 году. Ранее, с 2008 года, работал макроэкономистом и аналитиком по долговым обязательствам в «Ренессанс Капитале». В 2011 году занял третье место среди аналитиков по рынку облигаций в опросе Institutional Investor.

Окончил Российскую экономическую школу в 2008 году и Южно-Уральский государственный университет в 2006 году.

Максим КОРОВИН,
старший стратег по валютному рынку, облигациям
и процентным ставкам ВТБ Капитал

Присоединился к команде ВТБ Капитала в августе 2009 года, до этого работал в составе аналогичного аналитического подразделения МДМ Банка, дважды занимавшего призовые места в рейтинге Cbonds Awards (в 2007 и 2008 г.). В 2011 году отдел анализа долгового рынка ВТБ Капитала, где работает Максим, занял первое место в рейтинге Institutional Investor EMEA.

Начинал карьеру в 2005 году в качестве аналитика по рынкам долгового капитала НОМОС-БАНКа. Окончил Российскую экономическую академию имени Г. В. Плеханова по специальности «Экономика».

Рынок ипотечных ценных бумаг: факторы роста

Начало локальному рынку ипотечных облигаций (MBS) было положено довольно давно — в 2006 году, размещением выпуска облигаций «ГПБ-Ипотека». К настоящему моменту история рынка ипотечных облигаций насчитывает уже тридцать выпусков. При этом в посткризисный период секьюритизация ипотечных кредитов привлекла наиболее высокий интерес. В 2011 году на рынке было размещено девять выпусков, а в 2012 году состоялось уже 12 подобных сделок. Объем первичных размещений до кризиса был незначительным и не превышал 5 млрд руб., однако в 2011 году объем новых выпусков составил 46 млрд руб., а в 2012 году было привлечено 68 млрд руб. Таким образом, среднегодовые темпы роста объема первичного предложения ипотечных бумаг составили 80–100% за последние три года, что в первую очередь объясняется достаточно низкой базой.

С учетом амортизации объем рынка ипотечных ценных бумаг увеличился с 15 млрд руб. в 2008 году до 145 млрд руб. в конце 2012 года. Тем не менее доля ипотечных облигаций все еще составляет не более 5% от общего объема рынка облигаций корпоративного и финансового сектора. Активным инвестором в ипотечные ценные бумаги остается Пенсионный фонд (на конец третьего квартала 2012 года 31 млрд руб. из его активов были размещены в ипотечные инструменты). Таким образом, несмотря на активную поддержку ипотечного рынка государством, облигации с ипотечным покрытием не вызывают значительного интереса у рыночных инвесторов. В чем причина?

Аналитическая команда ВТБ Капитала провела опрос среди участников рынка для оценки наиболее важных формальных и неформальных факторов, которые в настоящее время препятствуют расширению участников рынка ипотечных ценных бумаг и их более активному обращению на вторичном

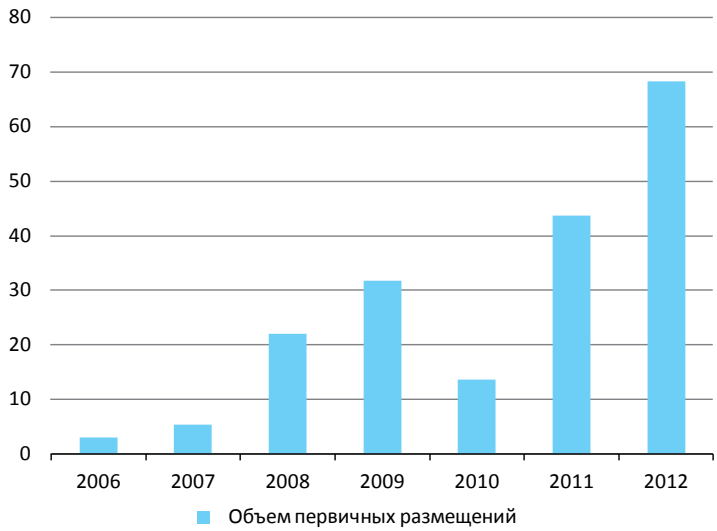

Рисунок 1

Объем первичных размещений ипотечных облигаций, млрд руб.

Источник: VTB Capital Research

рынке. Нам удалось собрать 41 анкету. Учитывая невысокую популярность данного сегмента рынка, на наш взгляд, это в достаточной степени репрезентативное количество. В основном в числе респондентов были портфельные управляющие, управляющие пенсионными накоплениями и трейдеры (65–70% участников). Результаты опроса представлены на рисунках 3–8.

В целом низкая ликвидность рынка облигаций с ипотечным покрытием является основным камнем преткновения для инвесторов в настоящий момент. Как следствие, более-менее активных участников этого сегмента можно пересчитать по пальцам. В свою очередь, более широкий круг инвесторов считают покупку ипотечных бумаг непривлекательной из-за чрезмерно низкого спреда к кривой ОФЗ в сравнении, например, с короткими и среднесрочными облигациями банков первого эшелона. Вместе с тем ВЭБ и

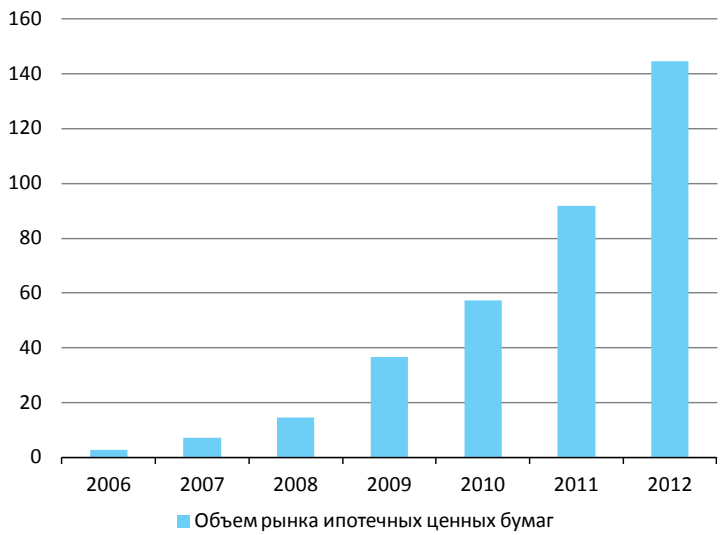

Рисунок 2

Объем рынка ипотечных ценных бумаг, млрд руб.

Источник: VTB Capital Research

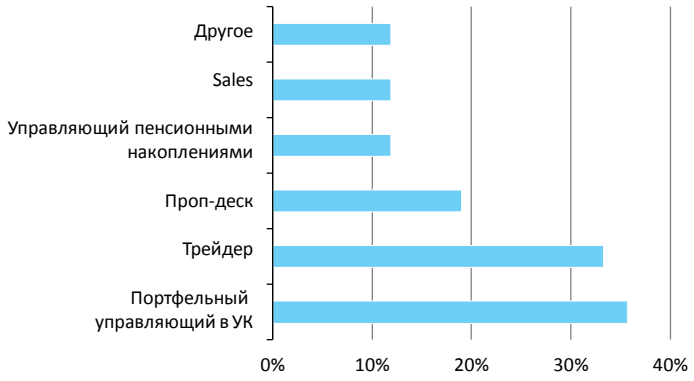

Рисунок 3

Охарактеризуйте специфику вашей деятельности на рынке

Источник: VTB Capital Research

АИЖК все равно готовы покупать бумаги в свой портфель даже по таким ставкам, а оригинаторов ипотечных пулов такая ситуация тоже устраивает. Получается замкнутый круг, который будет трудно разорвать исключительно с помощью «невидимой руки» рынка.

В этой связи повышение ликвидности вторичного рынка ипотечных ценных бумаг представляется обязательным условием по привлечению как локальных, так и иностранных инвесторов на этот рынок. На наш взгляд, ключевыми шагами в этом направлении могут стать:

1) предоставление более высоких премий на первичных размещениях;

2) снижение дисконтов по ипотечным ценным бумагам в листе РЕПО ЦБ. В настоящее время дисконт по MBS выше, чем по корпоративным бумагам с сопоставимым кредитным рейтингом;

3) введение по MBS налогового режима, аналогичного тому, что действует в отношении государственных облигаций. В свою очередь, это также позволит Euroclear начать операции с MBS, что облегчит доступ к этим инструментам для иностранных инвесторов;

4) стандартизация требований к ипотечным кредитам в пуле закладных. В настоящее время на рынке существуют только стандарты АИЖК, в соответствии с которыми происходит секьюритизация выпусков агентства. Необходимо ввести такие стандарты для банковской системы в целом, чтобы уровень риска кредитов в пуле был более-менее понятен инвесторам;

5) частичное предоставление госгарантий под ипотечные бумаги, не выпущенные АИЖК, с обеспечением пула закладных по стандартизированным требованиям могло бы найти отражение в более высоких кредитных рейтингах;

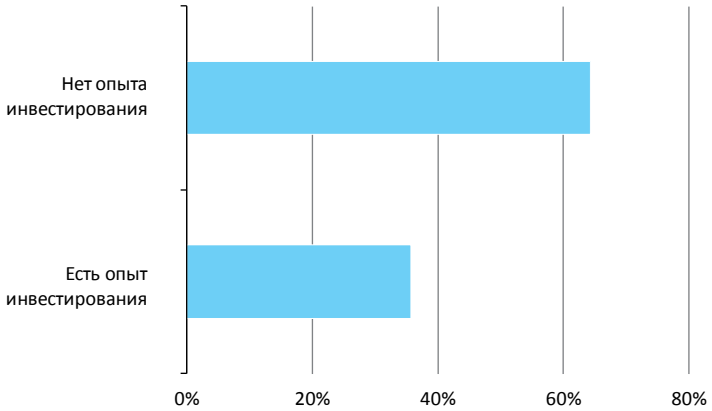

Рисунок 4

Есть ли у вас опыт инвестирования в MBS?

Источник: VTB Capital Research

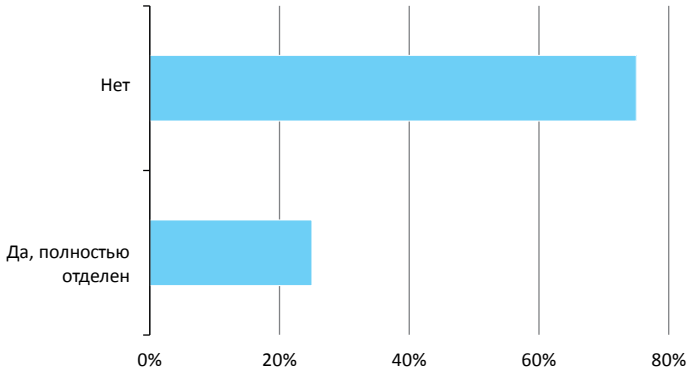

Рисунок 5

Считаете ли вы, что кредитный риск по ипотечным ценным бумагам полностью отделен от рисков банка-оригинатора пула закладных?

Источник: VTB Capital Research

6) с учетом того, что ликвидность вторичного рынка ипотечных ценных бумаг невысока, односторонние интервенции регулятора на этом рынке вряд ли смогут существенно поддержать интерес инвесторов. В этой связи в целях поддержки секьюритизации имеет смысл создать фонд поддержки этого рынка (с капиталом, привлеченным, например, из Фонда национального благосостояния под управлением ЦБ или Росфинагентства), который в определенном объеме способен выполнять функции маркетмейкера и предоставлять двусторонние котировки по бумагам, которые выпущены по стандартным требованиям.

НИЗКАЯ ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА

Результаты нашего исследования показали, что опыт инвестирования в ипотечные ценные бумаги к моменту опроса имели всего 35% респондентов. По мнению 75% участников, именно низкая ликвидность этого рынка является основным препятствием к инвестированию в ипотечные ценные бумаги. Наиболее распространенным фактором, объясняющим низкую ликвидность, который сужает потенциальный круг участников рынка до нескольких имен, является отсутствие достаточной премии на первичных размещениях, в частности из-за участия крупных инвесторов, удерживающих бумаги до погашения.

РИСК БАНКА-ОРИГИНАТОРА ПУЛА ЗАКЛАДНЫХ

По мнению участников опроса, кредитный риск по ипотечным ценным бумагам не полностью отделяется от рисков банка, создающего пул закладных.

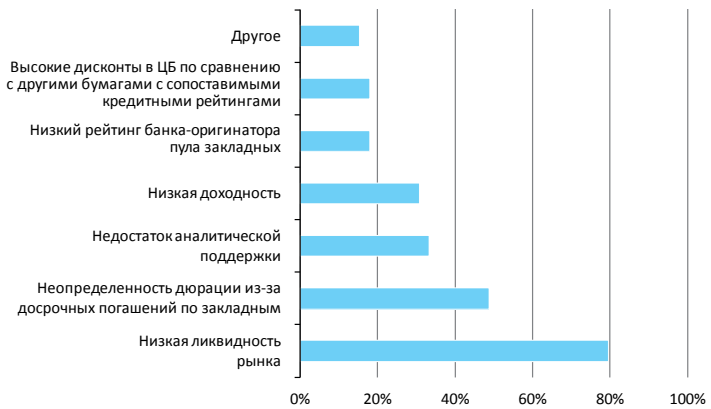

Рисунок 6

Каковы, на ваш взгляд, основные препятствия для инвестирования в ипотечные ценные бумаги?

Источник: VTB Capital Research

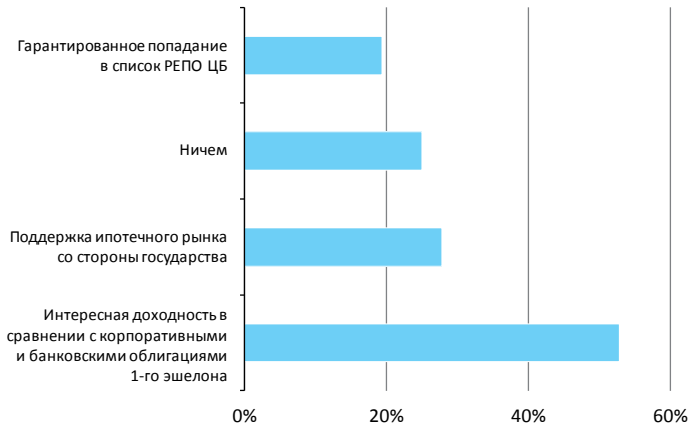

Рисунок 7

Чем привлекательны MBS для инвестора?

Источник: VTB Capital Research

В первую очередь повышенный риск в основном не связывается с риском сервисного агента или с траншированием выпуска (резервом, субординацией и избыточным спредом), а кредитный риск связывается с качеством ипотечных кредитов, выданных банком. В частности, отсутствие каких-либо стандартов кредитования, кроме стандартов АИЖК, существенно настораживает. Соответственно, 20% участников опроса воспринимают низкий рейтинг банка, создавшего пул ипотечных кредитов, как одно из препятствий для инвестирования в ипотечные ценные бумаги.

РИСКИ ДОСРОЧНОГО ПОГАШЕНИЯ

По мнению почти 50% участников опроса, неопределенность дюрации ипотечных бумаг и, соответственно, профиля «дюрация–доходность» является фактором, который ограничивает инвестиции в ипотечные ценные бумаги. Действительно, коэффициент условного досрочного погашения (CPR) достигает 15–20%, и некоторые старшие транши выпусков (в частности, ПИА «АИЖК» и «ГПБ-Ипотека», 01) амортизировались до 10% от номинала за пять лет. Соответственно, дюрация ипотечных бумаг фактически составляла 1.5–2 года, а высокий коэффициент до-

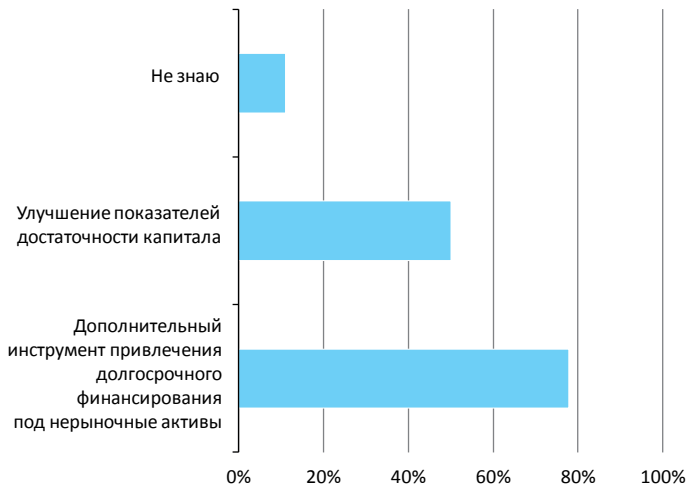

Рисунок 8

Чем привлекательна секьюритизация для банка-оригинатора?

Источник: VTB Capital Research

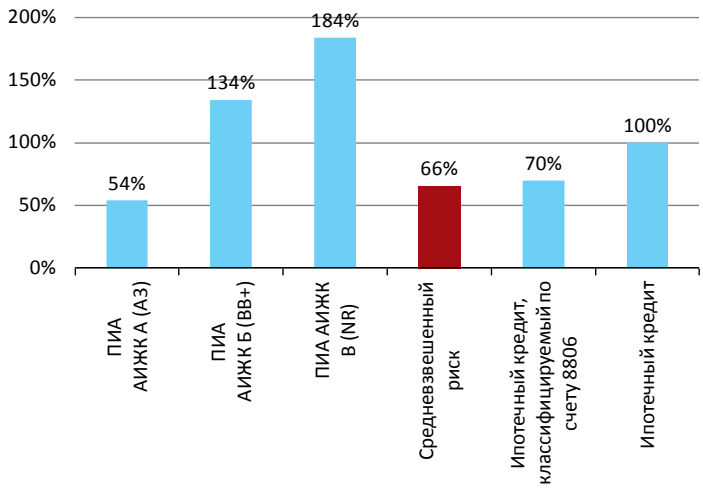

Рисунок 9

Суммарный процентный риск по ипотечным ценным бумагам ПИА «АИЖК»

Источник: VTB Capital Research

срочного погашения в достаточной мере негативно влияет на ликвидность обращающихся бумаг.

ДИСКОНТЫ ПО ОПЕРАЦИЯМ В ЦБ — НЕ ПРОБЛЕМА

По мнению 20% респондентов, дисконты по операциям в ЦБ препятствуют инвестициям в ипотечные бумаги. Действительно, минимальный дисконт по ипотечным ценным бумагам составляет 12% в списке РЕПО ЦБ, а дисконты по корпоративным бумагам не превышают 10% для сопоставимого кредитного рейтинга. Однако этот фактор является менее значимым, поскольку рефинансирование бумаги в ЦБ гарантировано, а при высоком коэффициенте досрочного погашения различие в дисконтах имеет второстепенное значение.

В целом, 2013 год представляется достаточно оптимистичным для рынка ипотечных бумаг. На фоне растущего интереса к этим инструментам со стороны банков темпы роста рынка секьюритизации будут находиться на уровне 30–40%. Пенсионная реформа отложена до 2014 года, поэтому объем пенсионных накоплений, направляемых в ипотечные ценные бумаги, пока не изменится. По состоянию на 31 сентября 2012 года государственная управляющая компания разместила около 30 млрд руб. в ипотечные ценные бумаги. В этой связи объем первичных размещений, скорее всего, превысит 70–80 млрд руб. Более того, интерес со стороны страховых и управляющих компаний к ипотечным ценным бумагам продолжит расти.

Нехватки предложения также, вероятно, не будет. Во-первых, дефицит ликвидности и недостаток фондирования, наблюдающийся в банковской системе, будут усиливаться в первой половине 2013 года и стимулировать банки искать альтернативные источники привлечения денежных средств для поддержания планируемых темпов роста. Во-вторых, секьюритизация ипотеки с выделением пула кредитов на специализированное финансовое общество позволяет снизить нагрузку на капитал банка.

В-третьих, налог на доход в виде процентов по ипотечным ценным бумагам установлен на пониженном уровне в 15%. Поэтому владелец ипотечных ценных бумаг может получить дополнительную экономию на налоговых расходах.

В-четвертых, при наличии кредитных рейтингов от двух рейтинговых агентств ужесточение требований к расчету величины процентного риска с 1 февраля 2013 года не коснется старших траншей рейтингованных ипотечных ценных бумаг. Они будут относиться к группе с низким риском (выше BBB–) и соответствующим весом для расчета процентного риска около 50%. В то же время облигации с рейтингом BB+ и

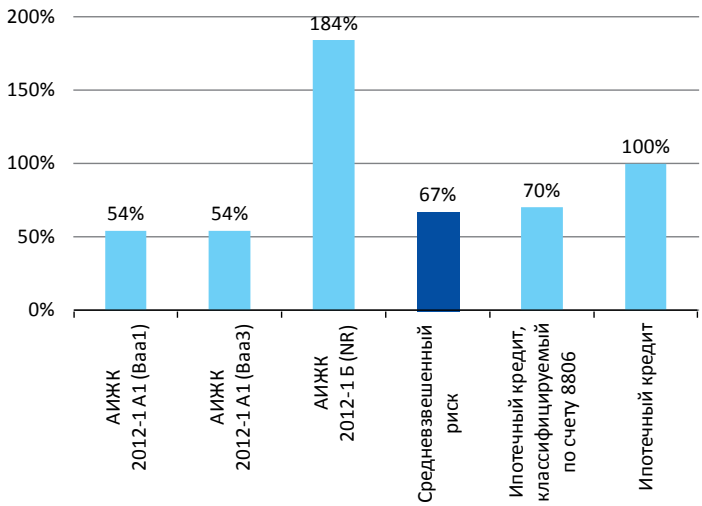

Рисунок 10

Суммарный процентный риск по ипотечным ценным бумагам АИЖК 2012-1

Источник: VTB Capital Research

ниже будут иметь вес в объеме 130% и более. По нашим оценкам, вес для расчета процентного риска по торговому портфелю, составленному из траншей секьюритизированных выпусков, не будет превышать 60–70%. Таким образом, секьюритизация ипотечного портфеля и приобретение траншей ипотечных бумаг (не только старшего) на баланс банка может улучшить показатели достаточности капитала при сопоставимом уровне процентного дохода и риска, связанного с пулом ипотечных закладных. При этом банк — владелец ипотечных ценных бумаг будет иметь возможность привлечения рефинансирования ЦБ с достаточно низким дисконтом.

Текущее положение 387-П, однако, негативно влияет на ипотечные ценные бумаги, обращающиеся на рынке в настоящее время. Большинство таких выпусков имеют только кредитный рейтинг выше BBB– от одного рейтингового агентства, а согласно 387-П, все бумаги, не соответствующие критериям двух рейтингов, должны автоматически попадать в группу с высоким риском. Для этой группы соотношение риск/капитал составляет около 180%, вне зависимости от уровня транша. Такая нагрузка на капитал является запретительной, на наш взгляд. Соотношение риск/капитал в условиях 387-П можно изменить: 1) получением высокого рейтинга от второго рейтингового агентства; 2) или получением гарантии от юридического лица (скорее всего, от эмитента) с высоким кредитным рейтингом.

Глобальная экспертиза, персональный подход

На данный момент примерно 94 000 сделок структурированного финансирования по всему миру имеют рейтинги Moody's – в том числе практически все сделки структурированного финансирования в России.

Наш мировой опыт – это еще одна причина, почему ежедневно более 9 300 клиентов, находящихся в 2 400 организациях по всему миру, полагаются на рейтинги Moody's, присвоенные обязательствам структурированного финансирования, а также на аналитические материалы и новейшие финансовые инструменты моделирования сделок секьюритизации и производных финансовых инструментов.

Более подробную информацию о рейтингах Moody's, а также наших аналитических материалах по сделкам секьюритизации, Вы можете получить, посетив moodys.com или по телефону нашего московского филиал +7 495 228-60-60.

© 2013 Moody's Investors Service, Inc. и/или их лицензиаты и аффилированные лица. Все права сохраняются.

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Независимый кредитный анализ необходим для эффективности рынков