Максим ГРЕБЦОВ,
главный аналитик по долговым рынкам, «ОТКРЫТИЕ Капитал»

Работает в «ОТКРЫТИИ Капитал» с февраля 2010 года, специализируется на субфедеральном и муниципальном долге. Начинал работу по направлению DCM-аналитики, с июня 2011 года стал заниматься публичной рыночной аналитикой.

На фондовом рынке с 2007 года. До прихода в «ОТКРЫТИЕ» работал в Связь-Банке, где занимался аналитикой по российскому и зарубежным рынкам акций, валютным и товарным рынкам, макроэкономике.

Ипотечные ценные бумаги: инвестиционные идеи для рыночного инвестора

Ипотечные облигации существенно отличаются от классических бумаг, они более сложны для расчетов и требуют определенных допущений при их проведении, но при этом зачастую предлагают интересные инвестиционные возможности при ограниченных рисках и комфортных сроках инвестирования. Очевидно, что в будущем этот рынок будет расширяться. Однако, несмотря на многообещающие перспективы, до сих пор приходится сталкиваться с проблемой слабого понимания и, как следствие, низкой ликвидности этого класса инструментов, на который приходится значительная доля локального долгового рынка.

Российский рынок бумаг, обеспеченных ипотекой, за последние годы продемонстрировал активный рост, опережающий темпы роста объемов ипотечного кредитования. Так, CAGR роста объема размещения рублевых ИЦБ, находящихся в обращении, с 2006 года составил 68,3% (по состоянию на декабрь 2012 года), тогда как CAGR темпа роста общего объема задолженности по ипотеке составил «всего» 40,6%. Тем не менее относительное изменение, как это часто бывает, скрывает истинную картину. За 11 месяцев 2012 года были размещены облигации с ипотечным покрытием на 68,2 млрд руб. Это крайне мало по сравнению с общим объемом долга по ипотеке, который, согласно данным ЦБ, составлял 1 806 млрд руб. (по состоянию на сентябрь 2012 года), то есть примерно 3,77%.

Согласно стратегии, принятой российским правительством в 2012 году, доля ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) в общем объеме ипотеки должна составить около 50% уже к 2015 году. Это тем более амбициозная цель, если учесть, что на текущий момент доля ипотечных кредитов, финансируемая за счет секьюритизации ипотеки, по оценке АИЖК, составляет около 4–5%.

Тем не менее пока российский рынок ипотеки существенно уступает основным развитым и некоторым развивающимся рынкам. Так, по данным European Mortgage Federation и European Covered Bond Council, объем задолженности по ипотеке в России в 2010 году составлял порядка 29.95 млрд евро, что примерно в два раза ниже уровня Польши и, разумеется, стран G7. Доля ипотечного кредитования составляла в 2010 году всего 2.7% российского ВВП против 19.1% в Польше и 46.5% в Германии. Согласно прогнозам European Mortgage Federation и European Covered Bond

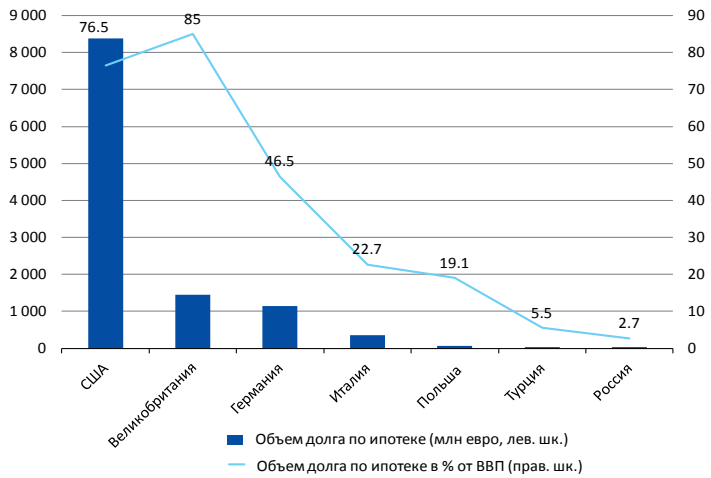

Рисунок 1

Рынок ипотеки в разных странах

Источник: EMF/ECBC

Council, отношение долга по ипотеке к ВВП в России в 2015 году должно достичь 7.2% и, возможно, увеличиться до 15.5% в 2030 году. Сбудутся ли подобные прогнозы, покажет время, но, бесспорно, потенциал роста у рынка ИЦБ есть, и он довольно существенный.

В отличие от рублевого сегмента рынка, который сегодня объективно является более привлекательным и перспективным, сектор международных сделок пока скорее мертв, чем жив.

Расцвет этого сегмента пришелся на 2006–2007 годы. Так, в 2007 году, по данным Cbonds, общий объем выпуска обеспеченных различными активами бумаг (включая задолженность по пластиковым картам, пулы автокредитов и ипотечные пулы, пулы коммерческих кредитов и рублевых облигаций и так далее) достигал $5.2 млрд. После кризиса, который часто ассоциируется как раз с инструментами ABS и MBS, объем новых эмиссий упал почти в 10 раз — в 2012 году были зарегистрированы международные сделки секьюритизации на сумму всего около $500 млн. Этот рынок всегда был достаточно специфическим и низколиквидным, а с учетом падения интереса инвесторов (прежде всего западных) к секьюритизации

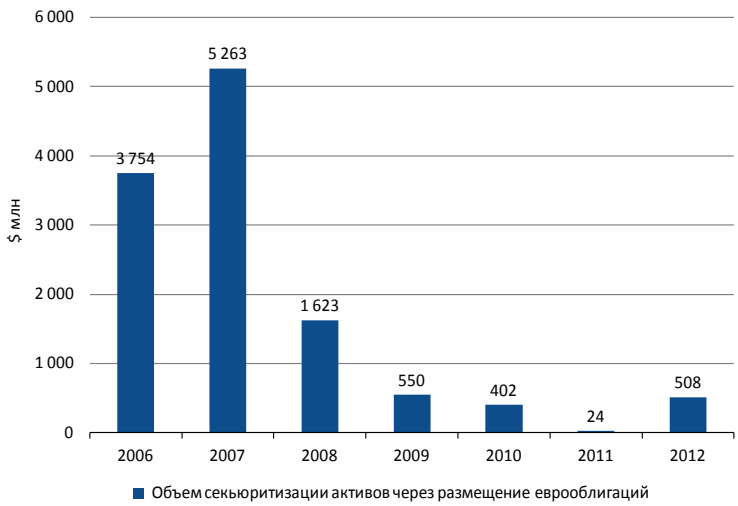

Рисунок 2

Рынок секьюритизации активов через размещение еврооблигаций

Источник: Cbonds

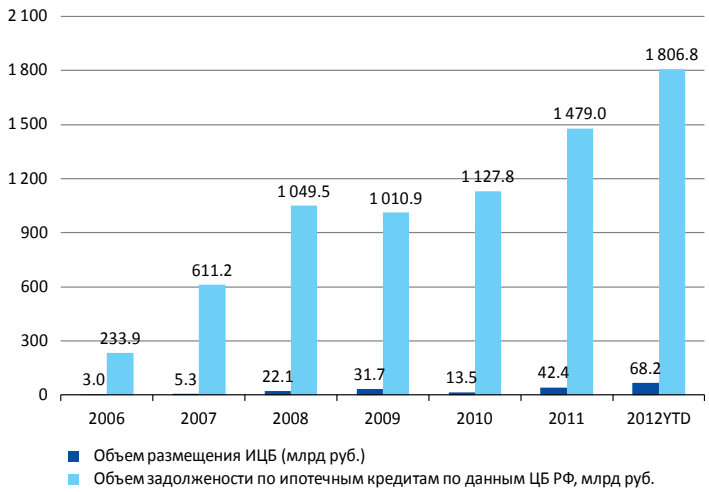

Рисунок 3

Объем размещения ипотечных ценных бумаг и динамика ипотечного кредитования в России

Источники: Cbonds, ЦБ РФ

российского розничного банковского риска говорить о каких-то интересных идеях в этом сегменте не приходится. Каких-либо исторических данных о торгах подобными бумагами и тем более котировок в системе Bloomberg найти нам так и не удалось.

Пока евробондовый сегмент пребывает в стадии летаргического сна, локальный рублевый рынок демонстрирует уверенный рост. На нем представлены два основных типа бумаг, обеспеченных ипотекой. Первый тип, с траншевой структурой и субординацией, мы рассмотрим ниже на примере облигаций ипотечных агентов АИЖК. Второй класс активов — классические банковские облигации с ипотечным покрытием.

Бумаги первого типа существенно отличаются от классических бумаг, они более сложны для расчетов и требуют определенных допущений при их проведении, но при этом зачастую предлагают интересные инвестиционные возможности при ограниченных рисках и комфортных сроках инвестирования. Очевидно, что в будущем этот рынок будет расширяться. Однако, несмотря на многообещающие перспективы, до сих пор приходится сталкиваться с проблемой слабого понимания и, как следствие, низкой ликвидности этого класса инструментов, на который приходится значительная доля локального долгового рынка.

На текущий момент номинальный объем находящихся в обращении бумаг с ипотечным покрытием составляет порядка 280 млрд руб., то есть на них приходится около 5% всего рынка публичного корпоративного долга. При этом доля ипотечных агентов АИЖК составляет примерно 50% всего российского рынка MBS (всего в обращении находится 20 выпусков). Практически все старшие выпуски облигаций ипотечных агентов включены в Ломбардный список ЦБ. Тем не менее большинство из них отличаются низкой ликвидностью. Пустые «стаканы» по выпускам АИЖК и ее ипотечных агентов — привычное явление.

Бумаги ипотечных агентов АИЖК представляют наибольший интерес для инвесторов. Это обусловлено и большим числом выпусков в обращении, и тем, что у самого АИЖК сформирована (несмотря на зачастую невысокую ликвидность большинства выпусков) собственная кривая доходности, которая, с учетом планируемых размещений, продолжит формироваться и в перспективе станет еще более востребованным инструментом. Не стоит забывать и про наличие всесторонней поддержки АИЖК на федеральном уровне, высокую социальную и политическую значимость всего рынка ипотечного кредитования и облигаций, обеспеченных пулами ипотечных кредитов, как одного из важнейших инструментов его дальнейшего развития.

АИЖК в рамках своей деятельности по развитию рынка ипотечного кредитования продолжит выкуп кредитов и их последующую секьюритизацию. Приоритет по-прежнему будет отдаваться рублевым выпускам на внутреннем рынке. По данным агентства,

Таблица 1. **Облигации АИЖК и ее ипотечных агентов**

	Объем, млрд руб.	Купон	Погашение	Дюрация (АИЖК) на 25.10.2012	Дюрация (ММВБ)	Амортизация	Put	Call	Гарантия	Ломбард
АИЖК, 6	2.50	7.40%	15.07.2014		1.17	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 7	4.00	7.68%	15.07.2016		1.90	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 8	5.00	7.63%	15.06.2018		2.77	Да	–	15.03.2014	Да	Да
АИЖК, 9	5.00	7.49%	15.02.2017		1.85	Да	–	15.02.2015	Да	Да
АИЖК, 10	6.00	8.05%	15.11.2018		2.99	Да	–	15.11.2016 – 50%	Да	Да
АИЖК, 11	10.00	8.20%	15.09.2020		3.82	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 12	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.12.2013			Нет	Исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 13	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.04.2018			Нет	Исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 14	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.05.2023			Нет	Исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 15	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.09.2028			Нет	Исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 16	10.00	8.25%	15.09.2021		4.95	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 17	8.00	9.05%	15.04.2022		5.55	Да	–	15.04.2014 – 30% 15.04.2015 – 70%	Да	Да
АИЖК, 18	7.00	8.00%	15.07.2023		3.06	Да	19.04.2016	15.07.2016 – 30% 15.07.2017 – 70%	Да	Да
АИЖК, 19	6.00	7.70%	15.11.2024		2.31	Да	19.05.2015	15.11.2017 – 40% 15.11.2018 – 60%	Да	Да
АИЖК, 20	5.00	8.60%	15.12.2027		–	Да	11.02.2011	–	Да	Да
АИЖК, 21	15.00	8.80%	15.02.2020		3.17	Да	–	15.02.2014 – 55% (+ аморт.) 15.02.2015 – 45% (+ аморт.)	Да	Да
АИЖК, 22	15.00	7.70%	15.07.2024		–	Да	17.01.2013	15.07.2014 – 100% 15.07.2016 – 100%	Да	–
АИЖК, 23	14.00	7.94%	15.12.2029		0.00	Да	18.12.2012	15.12.2022 – 100% 15.12.2025 – 100%	Да	–
ИА АИЖК 2008-1, 1А	7.93	10.50%	20.02.2041	0.66	1.92	Да	15.12.2014	–	Ипотечное покрытие	Да

Таблица 1. **Облигации АИЖК и ее ипотечных агентов** (окончание)

	Объем, млрд руб.	Купон	Погашение	Дюрация (АИЖК) на 25.10.2012	Дюрация (ММВБ)	Амортизация	Put	Call	Гарантия	Ломбард
ИА АИЖК 2008-1, 2Б	3.40	ES	20.02.2041		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	-
ИА АИЖК 2010-1, 01	6.10	9.00%	20.11.2042	0.16	–	Да	30.09.2013	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2010-1, 02	6.10	9.00%	20.11.2042	2.20	–	Да	23.03.2020	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2010-1, 03	1.35	ES	20.11.2042		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, А1/11	2.26	9.00%	15.02.2044	2.33	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, А2/11	1.13	3.00%	15.02.2044	2.62	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, Б/11	0.38	ES	15.02.2044		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-2, А1	7.46	8.25%	15.09.2043	0.69	1.78	Да	15.04.2015	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2011-2, А2	7.46	6.00%	15.09.2043	3.14	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-2, Б	1.66	ES	15.09.2043		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, А1	5.93	9.00%	22.01.2044	1.09	2.26	Да	23.11.2015	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, А2	5.93	5.50%	22.01.2044	3.75	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, Б	1.32	ES	22.01.2044		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Первый ипотечный агент АИЖК, 1А	2.90	6.94%	15.02.2039	0.83	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	Да
Первый ипотечный агент АИЖК, 2Б	0.26	9.50%	15.02.2039	2.84	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Первый ипотечный агент АИЖК, 3В	0.13	ES	15.02.2039		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Второй ипотечный агент АИЖК, 1А	9.44	8.50%	15.03.2040	1.31	2.17	Да	–	15.03.2015 – 100%	Ипотечное покрытие	Да
Второй ипотечный агент АИЖК, 2Б	0.59	9.50%	15.03.2040	3.14	0.00	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Второй ипотечный агент АИЖК, 3В	0.70	ES	15.03.2040		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–

ожидаемый объем рыночных выпусков ипотечных ценных бумаг в 2013 году достигнет порядка 16 млрд руб. При этом объем старших траншей ориентировочно составит 90%. В среднесрочной перспективе ежегодные объемы секьюритизации будут сопоставимы с цифрами, запланированными на 2013 год, с тенденцией к дальнейшему росту.

Основной проблемой для вторичного (а зачастую и первичного рынка) облигаций ипотечных агентов АИЖК является низкая осведомленность инвесторов относительно структуры и логики данных инструментов. Кроме того, нет четкого понимания, каким образом формируются денежные потоки по бумагам, что не позволяет осуществлять расчет доходности/дюрации. Причем даже биржа зачастую не может предоставить адекватный расчет. Наглядный пример всему этому — полупустые «стаканы» с ценами, но без указания соответствующей им доходности.

На самом деле есть два понимания такого рода активов. С одной стороны, это достаточно сложный рыночный инструмент, он до сих пор является своего рода экзотикой для внутреннего рынка. Его денежные потоки представляют собой выплаты по пулу ипотечных кредитов, который является обеспечением по бумаге, для моделирования инструмента необходимо использовать исторические данные и делать некоторые допущения. С другой стороны, это традиционная рыночная облигация с амортизацией.

С точки зрения сущности ипотечная облигация, выпускаемая через ипотечного агента, представляет собой ценную бумагу, обеспеченную пулом закладных, входящих в ипотечное покрытие. Ипотечное покрытие является основным источником средств для выплаты процентов по облигациям и погашения их номинальной стоимости. Фактически ипотечная облигация выступает производным инструментом от пула закладных, который составляет ее ипотечное покрытие. Таким образом, покупая ипотечную облигацию, инвестор покупает часть доходов и рисков по ипотечному покрытию.

Структурированные облигации с ипотечным покрытием предназначены для снижения рисков инвесторов по сравнению с покупкой ипотечных портфелей. В этих целях используется механизм транширования облигаций с ипотечным покрытием.

Стандартная структура выпусков ипотечных облигаций в рамках сделок АИЖК включает в себя три выпуска облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием: два старших транша и один младший. Старшие выпуски имеют равные права в отношении ипотечного покрытия и приоритет по всем выплатам перед младшим. Это означает, что в случае нехватки поступлений по ипотечному покрытию для осуществления необходимых выплат по облигациям имеющиеся денежные средства направляются в первую очередь на выплаты по старшим траншам, а младший обслуживается по остаточному принципу.

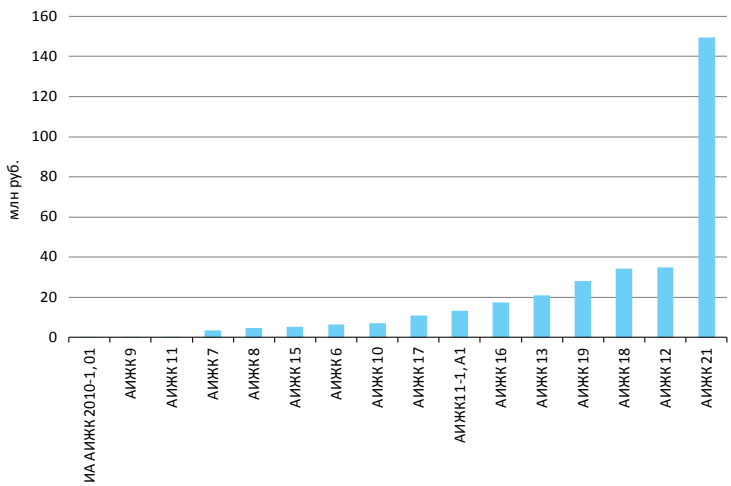

Рисунок 4

Среднедневной объем торгов за август-октябрь 2012 г. по всем бумагам (АИЖК + ипотечные агенты), млн руб.

Источник: Cbonds

Таким образом, в случае дефолтов по отдельным закладным, входящим в ипотечное покрытие, первый риск принимает владелец младшего транша. Доля младшего транша в сделках АИЖК обычно составляет 10% совокупного объема эмиссии. Это значит, что дефолт по 10% закладных, входящих в ипотечное покрытие, никак не отразится на владельцах старших траншей. Дополнительными элементами кредитного усиления являются денежный резерв и финансовая помощь АИЖК. По данным АИЖК, вместе с младшим траншем общий объем кредитного усиления превышает 20%.

Денежные потоки, поступающие по ипотечному покрытию, делятся на процентные поступления и выплаты в счет погашения основного долга по ипотечным кредитам. Процентные поступления направляются на выплату купонов по облигациям, а также оплату расходов на инфраструктуру сделки (специализированный депозитарий, управляющая компания, сервисный агент и так далее). Поступления по основному долгу используются для амортизации номинальной стоимости облигаций. Таким образом, скорость амортизации напрямую зависит от скорости погашения ипотечных кредитов, составляющих ипотечное покрытие.

Таблица 2. **Структура выпусков облигаций ипотечных агентов АИЖК**

Облигации	Номинальная стоимость на дату размещения, млн руб.	Текущая номинальная стоимость, млн руб.	Структура выпуска (первоначальная/текущая)	Кредитная поддержка к первоначальной/текущей стоимости всех траншей, %	Текущий рейтинг (Moody's)
ЗАО «ПИА АИЖК», формальное погашение — 15.02.2039					
Класс А	2900.0	330.7	88%/45.6%	16%/86.2%	A3
Класс Б	264.0	264.0	8%/36.4%	8%/49.8%	Ba1
Класс В	130.8	130.8	4%/18%	(вкл. мл. транши, резерв)	–
ЗАО «ВИА АИЖК», формальное погашение — 15.03.2040					
Класс А	9440.0	2312.0	88%/64.2%	20%/59.6%	Baa1
Класс Б	590.3	590.3	5.5%/16.4%	14.5%/43.2%	Ba3
Класс В	697.3	697.3	6.5%/19.4%	(вкл. мл. транши, резерв)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2008-1», формальное погашение — 20.02.2041					
Класс А	7930.0	1808.1	70%/34.7%	36.7%/80.3%	Baa1
Класс Б	3401.8	3401.8	30%/65.3%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2010-1», формальное погашение — 20.11.2042					
Класс А1	6096.0	807.7	45%/9.8%	20.7%/36.1%	Baa1
Класс А2	9096.0	9096.0	45%/73.8%	20.7%/36.1%	Baa3
Класс Б	1354.7	1354.7	10%/16.4%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2011-2», формальное погашение — 15.09.2043					
Класс А1	7457.0	3614.9	45%/28.4%	22.7%/31.2%	Baa1
Класс А2	7457.0	7457.0	45%/58.6%	22.7%/31.2%	Baa3
Класс Б	1657.2	1657.2	10%/13%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2011-1», формальное погашение — 15.02.2044					
Класс А1/11	2258.0	1898.3	60%/58.9%	10%/11.7%	–
Класс А2/11	1129.0	949.2	30%/29.4%	10%/11.7%	–
Класс Б/11	377.6	377.6	10%/11.7%	(вкл. мл. транши)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2012-1», формальное погашение — 22.01.2044					
Класс А1	5932.0	5.932.0	45%/45%	22.7%/22.7%	Baa1
Класс А2	5932.0	5932.0	45%/45%	22.7%/22.7%	Baa3
Класс Б	1318.8	1318.8	10%/10%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–

Амортизация номинальной стоимости облигаций в сделках АИЖК происходит последовательно: первый старший транш, второй старший транш и после полного их погашения — младший транш.

Создание двух старших траншей, номинальная стоимость которых погашается последовательно, позволяет выделить старший транш A1 с более короткой дюрацией (порядка 1 года). Дюрация второго старшего транша A2 на момент выпуска составляет около 4 лет, но поскольку в рынок он размещается, как правило, через 1.5–2 года после выпуска, то на момент рыночного размещения дюрация становится короче.

Скорость амортизации номинала облигаций и, соответственно, дюрация зависит от двух основных переменных: CPR и уровня дефолтов (CDR).

CPR (conditional prepayment rate) — годовая скорость досрочного погашения кредитов в ипотечном покрытии. Этот показатель включает в себя плановое погашение, частичное и полное досрочное погашение. Если CPR равен 12%, это означает, что в течение года гасится 12% совокупной задолженности по кредитам, входящим в покрытие.

Уровень дефолтов влияет на темпы амортизации облигаций через механизм PDL.

PDL (principal deficiency ledger) — механизм, предусматривающий дополнительное погашение номинальной стоимости старших траншей облигаций на сумму, равную остатку долга по закладным, ставшим дефолтными за отчетный период. Средства для такого дополнительного погашения берутся из процентных поступлений, тем самым снижается размер купона по младшему траншу.

Кроме того, в случае если ипотечный кредит оказывается в дефолте, АИЖК может выкупить его у ипотечного агента на свой баланс для соответствующих действий по взысканию ссудной задолженности, по сути преобразуя актив с будущими денежными потоками в фактический денежный актив. При этом поступления от продажи ипотечным агентом закладных распределяются в процентные поступления.

Таким образом, чтобы самостоятельно определить расчетную скорость амортизации облигаций, инвестору необходимо суммировать прогнозный CPR и прогнозный годовой уровень дефолтов.

Поскольку указанные показатели в значительной степени зависят от состояния экономики, существует риск изменения скорости досрочного погашения (при неблагоприятных тенденциях в экономике скорость досрочного погашения закладных снижается, уровень дефолтов растет). Чтобы исключить риск значительного увеличения срока жизни облигаций с ипотечным покрытием, АИЖК выставляет оферты при размещении старших траншей. Срок оферты наступает после прогнозируемого АИЖК срока полного погашения номинала облигаций. Таким образом, если прогноз не оправдывается и срок жизни облигаций оказывается выше, инвестор несет лишь незначительную часть этого риска.

К примеру, если взять выпуск облигаций A1 ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2012-1», то здесь планируемый срок погашения — начало 2015 года, а дополнительная защита для инвестора в виде оферты выставлена на 23.11.2015.

Мы построили калькулятор, учитывающий такие показатели, как CPR и CDR[1]. В калькуляторе CPR и CDR приводятся к дневным выражениям, и амортизационные выплаты рассчитываются на основе количества дней, прошедших с даты предыдущей выплаты. Далее находится отношение выплат к первоначальной номинальной стоимости транша (класс A1) и полученное значение (столбец AA) записывается как ставка амортизации (в столбец J). Все денежные потоки можно посмотреть в столбце M.

Для упрощения расчетов мы предлагаем использовать исторические данные выплат по бумагам АИЖК 2011-2, A1, АИЖК 2011-1, A1, АИЖК 2010-1, 01, АИЖК 2008-1, 1A, ВИА АИЖК, 1A как среднюю ставку амортизации. В этих бумагах она лежит в диапазоне от 5 до 10% (с учетом уменьшения номинала выпуска) от номинальной стоимости в каждую купонную выплату. Фактически выходит, что отклонение от более сложной методики несущественно. Так, разница в дюрации при использовании CPR+CDR и усредненной ставки составила всего 0.1–0.2 года. Конечно, это справедливо для относительно стабильных экономических условий, а также однородности пула закладных.

Ко второму типу бумаг относятся классические облигации, обеспеченные ипотекой.

[1] http://www.cbonds.info/ru/rus/comments/view_comment.

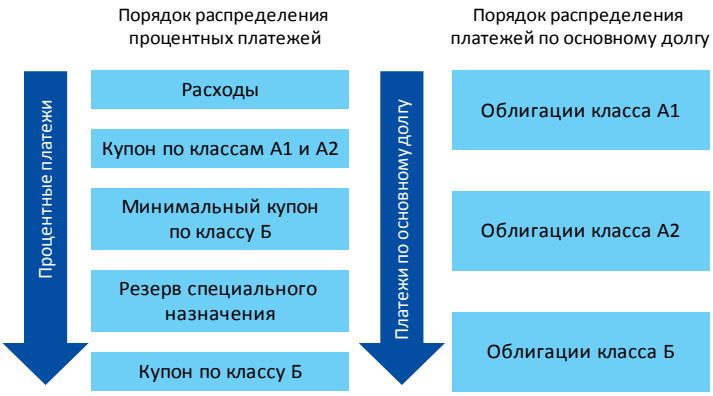

Рисунок 5

Ипотечное покрытие

Технически все достаточно просто — не происходит создания отдельных юридических лиц, эмитентом бумаг выступает банк, облигации отражаются на его балансе.

Залогом ипотечного покрытия обеспечивается исполнение обязательств кредитной организации — эмитента как в части выплаты владельцам облигаций с ипотечным покрытием их номинальной стоимости (суммы основного долга), так и в части выплаты процентного (купонного) дохода по таким бумагам. В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств по облигациям обращение взыскания на требования и иное имущество, составляющие ипотечное покрытие облигаций, осуществляется по решению суда.

На рынке в данный момент обращаются всего три подобных выпуска — бумаги ЮниКредит Банка, КБ МИА и банка «ДельтаКредит». Все выпуски включены в Ломбардный список ЦБ и обладают высокими международными рейтингами, но при этом абсолютно неликвидны.

Поскольку основная цель таких эмиссий — привлечь более длинные пассивы, дюрация данных выпусков выходит за пределы комфортного для большей части инвесторов горизонта инвестирования. Поэтому бумага оседает на балансах управляющих, страховых компаний и ряда крупных банков, в результате продать или купить выпуск становится проблемой.

РЕЗЮМЕ

С одной стороны, рынок предлагает целый набор инструментов — как рублевых, так и евробондов, — обеспеченных ипотечным покрытием, однако на практике у инвесторов нет особого выбора. Или участвовать в первичном размещении и держать бумаги до погашения (далеко не все к этому готовы), или обратить свой взор на бумаги ипотечных агентов АИЖК, предоставляющие приемлемую ликвидность, которая в перспективе должна будет увеличиться.

Сегодня бумаги ипотечных агентов АИЖК — несколько более сложные, но от этого не теряющие своей привлекательности инструменты, незаслуженно игнорируемые основной массой инвесторов. Облигация ИА АИЖК — качественный, поддающийся пониманию и расчету, обладающий рейтингом на уровне суверенного, обеспеченный пулом ипотек, включенный в Ломбардный список ЦБ инструмент, при всем этом предлагающий интересную доходность при приемлемой дюрации выпусков. Единственным слабым местом остается низкая ликвидность — проблема, вполне решаемая и зависящая от нескольких факторов. С одной стороны, от открытости эмитента, готового раскрывать исторические данные по рынку ипотеки, необходимые для расчетов, оперативно информировать рынок о готовящихся офертах и так далее. С другой стороны, от активности организаторов выпусков, которая, к несчастью, пока минимальна.

Само АИЖК готово делать то, что от него зависит, для формирования более устойчивого и прозрачного рынка своих облигаций. В частности, в целях решения проблемы низкой ликвидности выпусков ипотечных ценных бумаг АИЖК планирует принимать меры по поддержанию биржевых котировок как собственных выпусков, так и торгуемых ИЦБ третьих лиц.