Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент, старший аналитик, Moody's

Российские ИЦБ: ухудшение показателей кредитного качества портфелей в 2016 г.

После фазы стремительного роста в 2012–2014 гг. объем выпуска ипотечных ценных бумаг значительно сократился в 2015 г. По сравнению с рекордным 2014 г., когда агентство присвоило рейтинги 14 выпускам российских ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (ИЦБ), в 2015 г. рейтинг Moody's получили только две сделки с ИЦБ. Ослабление российской экономики из-за падения цен на энергоносители и санкций, введенных ЕС и США, привело к росту неплатежей по ипотечным кредитам в секьюритизированных портфелях, несмотря на некоторые признаки стабилизации показателей кредитных портфелей, отмечавшиеся в начале 2015 г. Если дальнейшее снижение цен на нефть продолжит давить на экономику страны, доля просроченных кредитов начнет расти ускоренными темпами. Падение реальных доходов заемщиков и рост безработицы неминуемо приведут к ухудшению способности заемщиков обслуживать долги по кредитам. В наибольшей степени пострадают сделки, в которых были секьюритизированы кредиты более слабых оригинаторов с точки зрения качества процессов андеррайтинга и сервисного обслуживания ипотечных кредитов. В результате различия в качестве кредитных портфелей станут более очевидными. Хотя наблюдаемые уровни дефолтов и прогнозы по уровню будущих убытков для большинства транзакций все еще находятся в рамках наших текущих допущений по ожидаемым убыткам, значительное ухудшение показателей в сделках более слабых оригинаторов может заставить нас пересмотреть исходные модельные допущения.

СОКРАЩЕНИЕ ОБЪЕМОВ РАЗМЕЩЕНИЯ В 2015 Г.

В связи со значительным повышением процентной ставки на рынке спрос на ипотечные ценные бумаги со стороны частных инвесторов сильно снизился. Большое влияние на выпуск оказало и сокращение государственных программ по выкупу ИЦБ, а в некоторой степени и планы Центрального банка по переходу на стандарты Базеля III, что значительно повы-

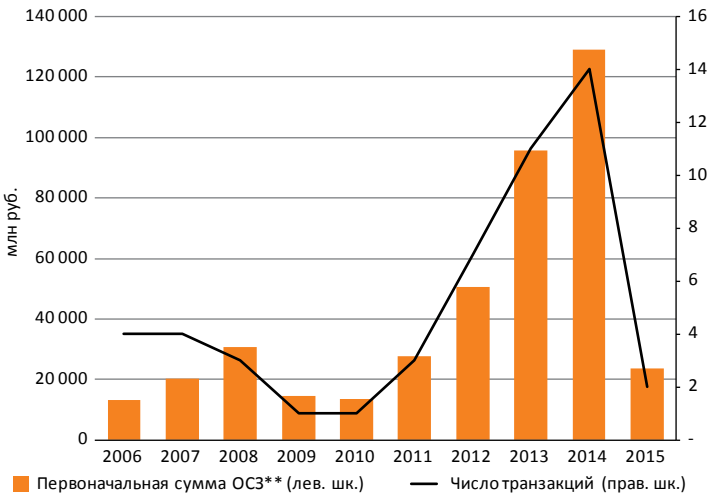


Рисунок 1

Эмиссии ИЦБ, которым был присвоен рейтинг Moody's*

Источник: Moody's Investors Service

* Остаток основного долга облигаций, выпущенных в иностранной валюте, был пересчитан в рубли по курсу ЦБ РФ на 30.12.2013

** Сумма основного долга всех облигаций на дату размещения, включая транши, которым рейтинг не присваивался

шает требования к собственному капиталу банка в случае взятия на баланс младшего транша ИЦБ. Так как в абсолютном большинстве российских сделок с ИЦБ банки оставляли у себя на балансе младшие транши, переход на новые стандарты требует переоценки экономических показателей сделки.

ПОКАЗАТЕЛИ СОСТОЯНИЯ КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ В РОССИЙСКИХ СДЕЛКАХ ИЦБ УХУДШАЮТСЯ

Несмотря на некоторые признаки стабилизации показателей кредитных портфелей, отмечавшиеся в начале 2015 г., неплатежи по ипотечным кредитам продолжили расти во втором квартале 2015 г. Доля просроченной более чем на 90 дней задолженности по рублевым кредитам начала расти в середине 2014 г. и достигла 1.26% от текущего остатка совокупного портфеля в декабре 2015 г. Тем не менее, уровень просрочек пока еще не достиг показателей, которые наблюдались во время предыдущего кризиса 2008–2009 гг. (см. Рисунок 2). При этом стоит оговориться, что число сделок на рынке сейчас гораздо выше по сравнению с периодом до 2008–2010 гг., поэтому такое сравнение может быть не совсем корректным[1].

В настоящий момент самые высокие уровни просроченной более чем на 90 дней задолженности — 8.6% — показывает сделка ИА «ОТКРЫТИЕ 1» (см. Рисунок 2). Но стоит отметить, что в данной сделке не практикуется выкуп дефолтных закладных, в то время как в некоторых других сделках дефолтные закладные активно выкупаются банками-оригинаторами. Поэтому показатели просрочек в других сделках могут быть несколько занижены, как будет показано ниже.

Банки-оригинаторы выкупают дефолтные кредиты, чтобы управлять кредитным качеством ипотечного покрытия и предотвращать возникновение убытков. Такой выкуп уменьшает потенциальный убыток для инвесторов, но может частично скрыть реальные показатели кредитного качества ипотечных портфелей, улучшая статистику по просроченным платежам. До настоящего времени из сделки можно было выкупать только дефолтные кредиты, поэтому более точную картину поведения портфелей дает сравнение дефолтов нарастающим итогом: выкупленные кредиты обычно попадают в категорию дефолтных, что отражено в статистике по дефолтам (см. Рисунок 3). Из графика следует, что показатель кумулятивных дефолтов в российских сделках с ИЦБ начал расти уже во второй половине 2014 г. В начале 2015 г. объем дефолтных кредитов несколько стабилизировался, но продолжил расти уже в мае 2015 г. и в декабре 2015 г. достиг 3.04% от первоначального объема портфеля. Самый высокий показатель дефолтов имеют сделки банка ИТБ со

[1] Так, например, в данные за 2009 г. входят показатели всего 12 сделок, в то время как в настоящее время индекс рассчитан на основе данных по 39 сделкам. Таким образом, данные по 12 сделкам в 2009 г. могут быть менее репрезентативными показателями общего поведения рынка за это время. Кроме того, кредиты, секьюритизированные до 2010 г., могли быть выданы по стандартам андеррайтинга, отличающимся от стандартов, которые применяют банки, вышедшие на рынок за последние пять лет.

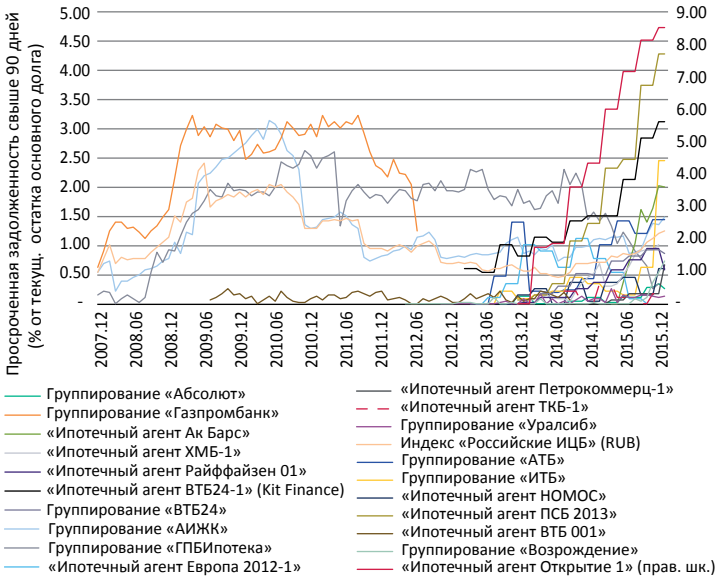


Рисунок 2

Российские ИЦБ: просроченная задолженность более 90 дней

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

средневзвешенными дефолтами 13.02% от первоначального объема секьюритизированного портфеля. При этом у сделок ИТБ не самый высокий показатель просроченных платежей (см. Рисунок 2).

На Рисунке 4 представлены объемы выкупленных кредитов в процентах от первоначального размера портфеля на дату размещения. Из графика следует, что больше всего кредитов было выкуплено в сделках банка ИТБ (в среднем 11.4%). При этом кредиты не выкупались из портфелей сделок «ОТКРЫТИЕ 1», «Ак Барс», «Петрокоммерц-1», «ПСБ 2013» и «Райффайзен 01». Средний объем выкупленных кредитов в российских сделках на конец 2015 г.

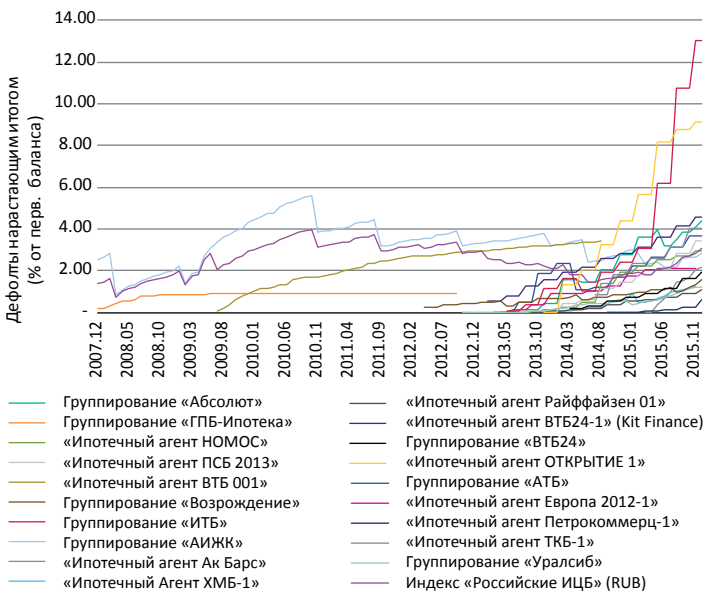


Рисунок 3

Российские ИЦБ: дефолты нарастающим итогом

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

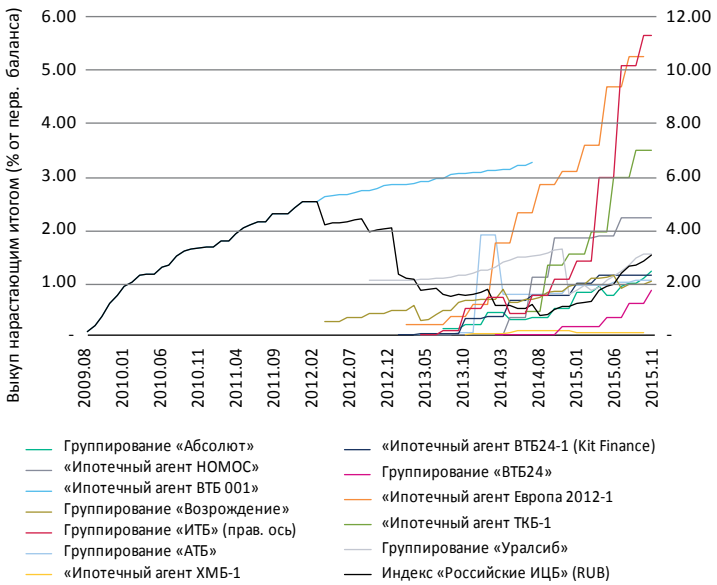


Рисунок 4

Российские ИЦБ: объем выкупленных кредитов нарастающим итогом

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

составляет 1.5% от первоначального размера портфеля.

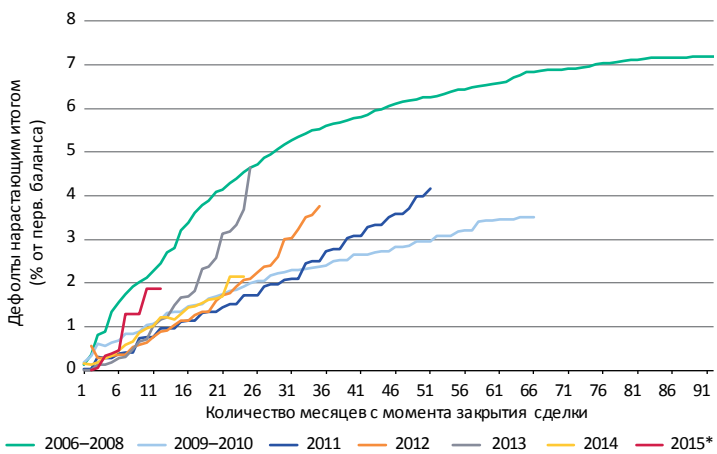
На Рисунке 5 также показаны дефолты нарастающим итогом, но уже в разрезе по винтажам[1] и в динамике по месяцам с момента закрытия сделки. При этом винтаж определяется годом размещения облигаций, а не годом выдачи секьюритизированных кредитов. На Рисунке 5 видно, что большинство новых сделок, закрытых после 2010 г., имеют пока лучшие показатели кредитного качества, чем более старые сделки. Среди более поздних винтажей слабее показатели у винтажа 2013 г., куда вошли такие сделки, как «Ипотечный агент ИТБ 2013» и «Ипотечный агент ОТКРЫТИЕ 1». Они исторически имеют более высокий уровень дефолтов.

[1] Каждая линия на графике представляет собой среднюю величину кумулятивных дефолтов, взвешенных по величине первоначального баланса соответствующих портфелей на дату размещения облигаций.

Рисунок 5

Российские ИЦБ: дефолты нарастающим итогом — динамика в разрезе по винтажам

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов



* В винтаж 2015 г. входят только две сделки: «Ипотечный Агент АИЖК 2014-2» и «Ипотечный Агент Возрождение 4».

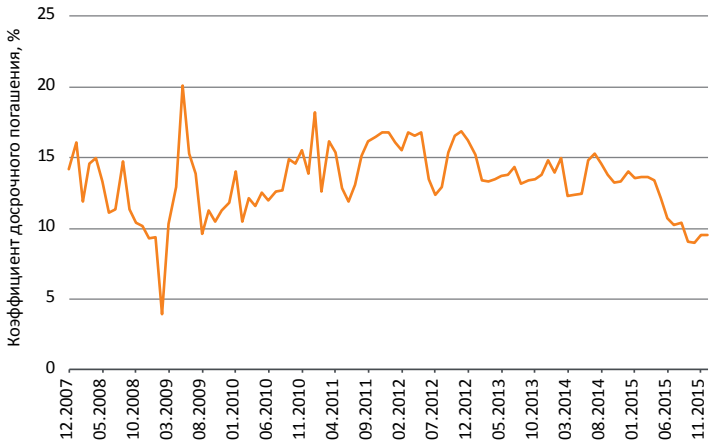


Рисунок 6

Российские ИЦБ: условная ставка досрочного погашения в годовом выражении (CPR)

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

Уровень досрочного погашения кредитов в рублевых сделках составляет приблизительно 9.40%. Рисунок 6 показывает, что условный процент досрочного погашения в рублевых сделках (CPR) резко понизился на пике предыдущего кризиса (осень 2008 г. – весна 2009 г.) и достиг рекордно низкого значения 4% в год. К середине 2009 г. уровень досрочного погашения несколько стабилизировался, долгое время находился в промежутке между 13% и 16% и постепенно начал снижаться в 2014 г. В 2015 г. уровень досрочного погашения кредитов в рублевых портфелях снизился с 13.6% до 9.6%.

В сравнении с западноевропейскими рынками российские сделки с ИЦБ показывают хорошие результаты. Уровень просрочек более 90 дней в российских сделках в настоящее время сравним с уровнем просрочек в британских (1.02%) и испанских сделках (1.23%). Зато просрочки в итальянских (1.7%) и особенно в ирландских (15.8%) секьюритизированных портфелях находятся на более высоком уровне (см. Рисунок 7). Правда, стоит отметить, что общий объем российского портфеля

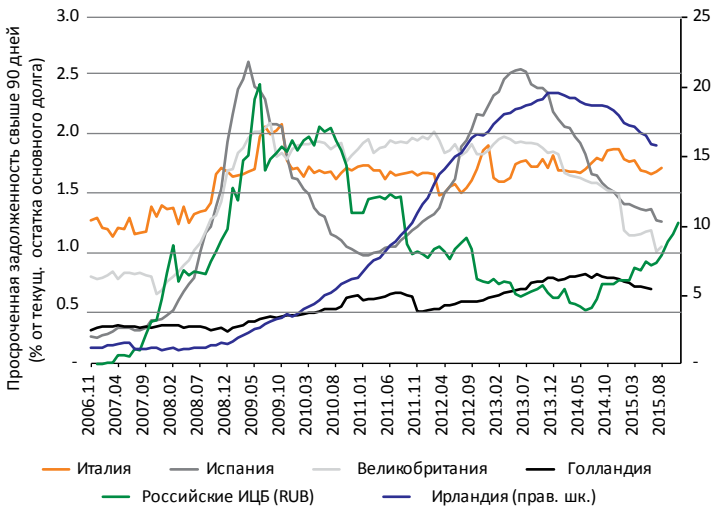


Рисунок 7

Просрочка более 90 дней: сравнение рынков ИЦБ

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

секьюритизированных ипотечных кредитов значительно меньше объема секьюритизированных кредитов в Западной Европе[1].

Учитывая показанный выше высокий уровень выкупленных дефолтных закладных в российских сделках, более корректным было бы сравнение дефолтов нарастающим итогом. Из Рисунка 8 следует, что дефолты в российских сделках с ИЦБ достигли показателей португальских сделок, но все еще находятся на более низком уровне, чем дефолты на рынках ИЦБ Италии, Испании и Ирландии[2]. На движение российского индекса оказывало влияние изменение состава сделок в индексе. До 2011 г., когда число сделок на рынке было небольшим, размещение каждой новой сделки двигало индекс вниз, что объясняет наличие зубцов на графике в этом периоде. Так как число сделок значительно возросло в 2012–2014 гг., движение индекса стало более сглаженным. В 2015 г. состоялись всего две сделки с ИЦБ, которые попали в индекс, поэтому изменение состава сделок в индексе практически не повлияло на общую динамику дефолтов.

Движение индексов других стран более сглажено за счет большего числа сделок на этих рынках, когда каждая сделка в отдельности не оказывает сильного влияния на весь индекс.

ОСЛАБЛЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ВЛИЯЕТ НА ПОКАЗАТЕЛИ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

Ослабление экономики уже привело к увеличению уровня просрочек практически во всех российских сделках с ИЦБ, как было показано выше. Наименее подверженными этой тенденции оказались выдержанные — выпущенные несколько лет назад — сделки с низким уровнем текущего показателя К/З (кредит-залог). Оригинаторами по ним выступали наиболее опытные финансовые институты с более строгими критериями андеррайтинга. А наиболее чувствительными к ухудшению экономической ситуации сделками являются транзакции более слабых с точки зрения организации процессов андеррайтинга и сервисного обслуживания кредитов оригинаторов.

В течение 2015 г. показатели кредитного качества портфелей в сделках с ИЦБ несколько стабилизировались после негативного тренда, наблюдавшегося в течение 2014 г. Тем не менее, этой стабильности теперь угрожают слабые макроэкономические показатели: реальный ВВП сократился на 4.6% во втором квартале и на 4.1% в третьем квартале 2015 г.

[1] В пересчете на евро объем всего российского портфеля секьюритизированных кредитов, по которым у нас есть данные, в настоящее время составляет приблизительно 3 млрд евро, в то время как объем голландского портфеля превышает 180 млрд евро, объемы британского и испанского портфелей превышают 80 млрд евро, а итальянский портфель составляет более 60 млрд евро.

[2] В случае с Ирландией мы используем данные по просроченной задолженности свыше 360 дней как аппроксимацию показателя дефолтов.

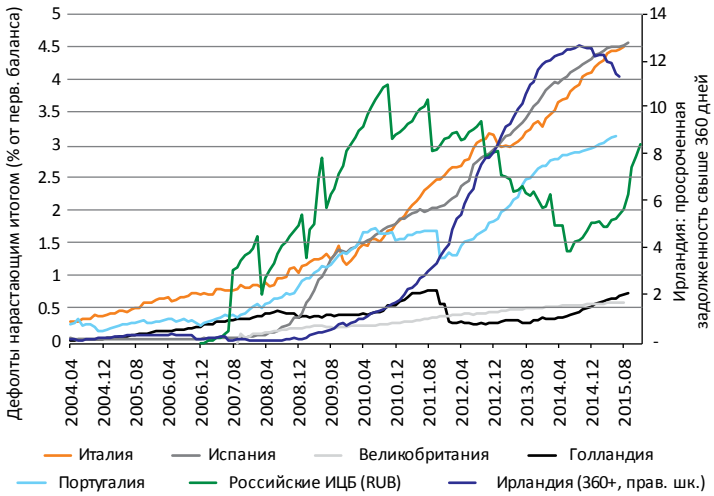


Рисунок 8

Дефолты нарастающим итогом: сравнение рынков ИЦБ

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов

по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

Затяжное падение макроэкономических показателей приведет к ухудшению показателей кредитного качества секьюритизированных портфелей

Если экономика продолжит падать, то уровень просрочек в сделках секьюритизации будет расти и дальше. Хотя рост просроченной задолженности в сделках, имеющих более качественное ипотечное покрытие, скорее всего, окажется не таким стремительным. Несмотря на то что, согласно нашим предположениям, Россия близка к прохождению пика кризиса, мы все же считаем, что показатели портфелей будут и дальше ухудшаться. Это объясняется тем, что мы ожидаем более медленного восстановления экономики по сравнению с предыдущим кризисом. Обычно для того, чтобы восстановление экономики отразилось на поведении кредитов, требуется некоторое время. Последствия текущего кризиса будут ощущаться в течение более длительного периода, так как процесс восстановления будет более продолжительным.

Вместе с тем, мы предполагаем, что влияние текущего кризиса на просрочки будет менее выразительным, чем в 2009 г. Падение ВВП в 2015–2016 гг. будет не таким значительным, как в 2009 г., а уровень безработицы останется ниже уровня 2009 г., хоть и превысит 6% в 2016 г. (см. Рисунок 9).

ДВА ФАКТОРА, ВЛИЯЮЩИХ НА ПОКАЗАТЕЛИ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: РЕАЛЬНЫЕ ДОХОДЫ ЗАЕМЩИКОВ И ФИКСИРОВАННАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТОВ

С одной стороны, реальные доходы заемщиков существенно снизились[1], это ухудшает их способность обслуживать долги по кредитам. На фоне сокращения ВВП увеличение номинального дохода заемщиков маловероятно. Высокие инфляционные ожидания (мы предполагаем, что инфляция достигнет 11% к концу первого квартала 2016 г.) также окажут негативное влияние на размер реальных доходов заемщиков.

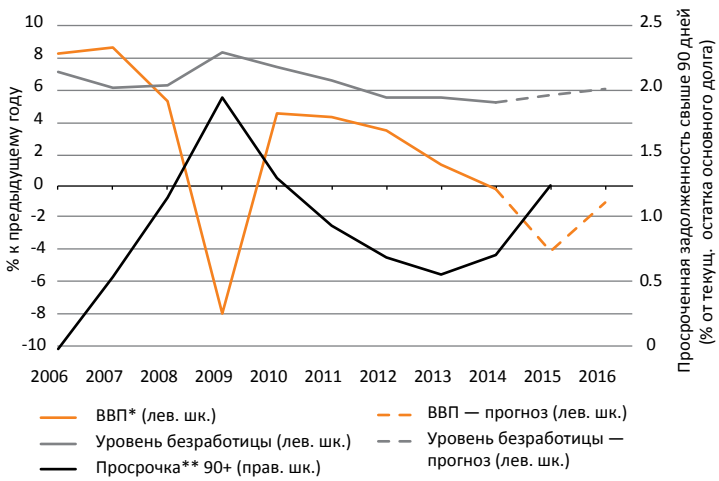
С другой стороны, ипотечные кредиты в российских сделках с ИЦБ имеют фиксированную процентную ставку. Это смягчает негативный эффект, оказываемый инфляцией на показатели поведения кредитов. Фиксированная процентная ставка по кредитам означает, что номинальный уровень ежемесячного платежа по кредиту останется неизменным. Так как остальные расходы заемщиков будут расти вместе с инфляцией, относительная доля расходов по кредиту будет снижаться в общей

[1] Средняя месячная реальная зарплата уменьшилась на 13.9% в марте и на 8.7% в августе 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (источник — Росстат).

Рисунок 9

Рецессия оказывает длительное воздействие на уровни просрочек

Источники: Moody's Investors Service, периодические отчеты сервисных/расчетных агентов



*Реальный ВВП с исключением сезонного фактора

**Данные на конец года

массе расходов. Поскольку доля кредитов, номинированных в долларах США, незначительна, влияние обесценивания рубля по отношению к доллару США будет иметь весьма ограниченный эффект. Мы также считаем, что цены на недвижимость не будут значительно снижаться в пересчете на рубли, хотя цены существенно снизятся в переводе на доллары США из-за падения курса рубля. Это приведет к увеличению потенциальных убытков по кредитам, номинированным в иностранной валюте, но не окажет эффекта на размер убытков по рублевым кредитам.

Менее кредитоспособные и менее опытные оригинаторы обычно имеют менее жесткие стандарты андеррайтинга[1] и слабые процессы по организации сервисного обслуживания кредитов и процедур обращения взыскания. Исходя из этого, мы ожидаем существенного увеличения уровня просрочек в сделках таких оригинаторов. Разница в поведении портфелей кредитов, выданных более кредитоспособным заемщикам, и портфелей с менее качественными кредитами увеличится.

УХУДШЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ В СДЕЛКАХ МОЖЕТ ЗАСТАВИТЬ НАС ПЕРЕСМОТРЕТЬ ИСХОДНЫЕ МОДЕЛЬНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Размер потенциальных убытков в российских сделках с ИЦБ ограничен, во-первых, низкими значениями К/З в секьюритизированных портфелях, а во-вторых, прогнозами стабильных цен на недвижимость. Несмотря на то что наблюдаемые сейчас уровни дефолтов и прогнозы по уровню будущих убытков все еще находятся в рамках наших текущих допущений по ожидаемым убыткам, значительное ухудшение показателей в сделках менее кредитоспособных оригинаторов может привести к пересмотру исходных модельных допущений. При этом стоит отметить, что в большинстве российских сделок с ИЦБ общий размер поддержки кредитного качества старших траншей увеличился в результате их последовательной амортизации. Это может нейтрализовать негативный эффект от увеличения модельных допущений.

[1] Это выражается в более высоких первоначальных значениях таких показателей, как отношение размера кредита к стоимости заложенного имущества (К/З) и отношение дохода заемщика к размеру кредита, а также в менее подробной проверке, например, кредитоспособности заемщиков или оценочной стоимости объекта недвижимости.