ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2019

Аналитический инструментарий рынка секьюритизации

«Сейчас ИЦБ — сложный инструмент для небольших компаний»

Круглый стол по оценке ипотечных ценных бумаг

Представители институциональных инвесторов и НРД обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии секьюритизации — 2019», каким образом можно оценивать ипотечные ценные бумаги, какие проблемы возникают в процессе оценки, существуют ли пути их решения, нужен ли институт маркетмейкера на рынке, а также как собрать необходимые данные для оценки и повысить привлекательность ИЦБ.

Какие основные подходы к оценке ипотечных ценных бумаг существуют? Какие из них вы используете? Оцените практичность каждого подхода.

Равиль Юсипов, заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК ТФГ

— В части оценки доходности финансовая теория предлагает 4 подхода: (1) Номинальный спред (cash flow yield nominal spread, далее — НС); (2) Спред нулевой волатильности (zero volatility spread далее — СНВ); (3) Монте-Карло (далее — МК); (4) Общий доход (total return, далее — ОД).

Метод НС — это самый простой способ, он подразумевает расчет IRR денежного потока через дисконтирование денежных потоков. Самым слабым местом этого подхода является уровень точности прогноза CPR, CDR и доходности реинвестирования полученных месячных / квартальных / полугодовых купонов. Графики погашений и дефолтов могут иметь очень вариативную структуру. На волне рефинансирования в РФ в 2017–2018 годах уровни CPR взлетали выше 35% на несколько кварталов, потом постепенно опускались.

Метод СНВ базово отличается от НС расчетом спреда между двумя потоками с одинаковой структурой выплат на всем сроке жизни. При дисконтировании денежных потоков нужно использовать тот дисконтирующий фактор (доходность), который соответствует дате «выхода» купона. Данный подход более трудоемок, а в условиях небольших углов наклона кривых и быстрого погашения (до 3 лет) дает результат, похожий на итог по методу НС.

Метод МК — трудоемкий, требует многочисленных симуляций и подходит инвесторам, которые держат бумаги «до погашения». Следует заметить, что при попытке оценки ипотечных облигаций (далее — ИО) существуют две крайности. Первая — в ИО есть 6 основных переменных: CPR, CDR, дюрация, угол наклона кривой, процентная ставка и волатильность ставок. Если предположить хотя бы 10 вариантов потенциальных значений для каждой переменной, это приведет более чем к 60 млн комбинаций с разными вероятностями. Вторая крайность — можно сделать предположение о наиболее вероятном значении каждой переменной. Однако даже при вероятности 80% для каждого значения и предположении о независимом распределении для каждой переменной, вероятность наиболее ожидаемого значения доходности ИО будет около 26%.

Решить дилемму этих двух противоположностей и призван метод МК, который можно разделить на 4 этапа: (1) симуляция процентной ставки и ставки рефинансирования; (2) расчет денежного потока для каждого варианта ставок; (3) расчет текущей стоимости каждого денежного потока; (4) расчет теоретической цены. Метод МК является наиболее точным для ИО с длинной дюрацией на рынках с низкими CPR и невысокой волатильностью ставок. На развивающихся рынках рост волатильности происходит спайкообразно (резко), методы симуляции дают сильную погрешность между расчетами и реальной жизнью.

Метод ОД может подойти больше для спекулятивных инвесторов и является формой экспресс-анализа. Доходность рассчитывается как приведенное к годовой базе соотношение ожидаемого входящего денежного потока (цена продажи + НКД + CPR / CDR) к исходящему денежному потоку (цена покупки + НКД). Метод ОД удобен для ультракоротких сделок, а на длинные периоды данные соотношения должны быть просчитаны в разных сценариях ставок (параллельные и непараллельные сдвиги кривых), и тогда должны использоваться элементы первых трех методов (МК, НС, СНВ).

В силу текущей специфики отечественного рынка ИО — высокого уровня CPR, низкого LTV и высоких купонов — ожидаемая дюрация невысокая, что дает возможность использовать метод НС или в отдельных «коротких» трейдах — метод ОД, оба не дают сильной погрешности для расчетных цен около номинала (сценарий, когда доходность к погашению равна текущей). Эти методы просты и не требуют больших математических знаний и вычислительной мощности. Погрешность возникает в сценариях, когда расчетная цена находится выше номинала в условиях падающих ставок и начинает расти CPR, что в итоге приводит к ситуации негативной выпуклости. Но в процессе взросления рынка, удлинения дюрации и стабилизации процентных ставок необходимо будет переходить на метод МК.

Иван Новоселов, аналитик блока инвестиционного анализа, ИФК «Солид»

— Оценка ипотечных бумаг является трудоемким процессом. Основными вопросами, на которые необходимо найти ответ, являются скорость досрочного погашения в портфеле, распределение и объем дефолтов, а также будущая стоимость денег в экономике, что предполагает прогнозирование ставок.

Существуют два классических подхода к прогнозированию, один из которых основывается на оценке риск-спреда, а второй — на эконометрических регрессионных моделях. Первый из них более сложен, и для его корректного применения необходимо понимать справедливую рыночную цену, определить которую при низкой ликвидности российского рынка ИЦБ довольно проблематично. Второй более прост, однако, как показала практика ипотечного кризиса 2008 года, часто не учитывает возможные риски в полной мере, поскольку основывается на данных стабильных периодов.

Полноценное применение обоих подходов в российских реалиях осложняется труднодоступностью информации для полноценного анализа и сложностью ее обработки. Глубина публичных данных для анализа и построения моделей ограничивается концом 2013 года, когда началась публикация реестров ипотечного покрытия (РИП) в удобном формате таблицы Excel.

Составление баз данных и апробация моделей приходятся на периоды турбулентности на российском финансовом рынке, что на таком коротком сроке рассмотрения может давать серьезные выбросы.

Мы, как правило, используем качественный анализ РИП, основываясь на актуальной информации об уровнях досрочного погашения, ожидаемых уровнях ставок в экономике и таких параметрах самого РИП, как LTV, срок до погашения, расчет уровней дефолтов и региональная структура кредитов в портфеле. По сути, это комбинация двух описанных способов.

Лидия Борисенко, руководитель направления по развитию продуктов Ценового центра НРД

— Для оценки ипотечных ценных бумаг можно независимо анализировать все закладные и их кредитное качество, статистически моделировать поведение конкретного кредита и вероятности дефолта по отдельным закладным на различных горизонтах времени. Другой вариант — оценивать общую динамику поведения обеспечения, ориентируясь на консолидированные показатели выпуска (CPR, CDR, WAM и т. д.).

В конечном счете оба подхода помогают оценить кредитное качество конкретного выпуска, спрогнозировать поток платежей. Первый подход позволяет точно оценить конкретный выпуск, но сложно масштабируется на весь рынок. Кроме того, индивидуальное моделирование закладных часто требует ручной настройки параметров или участия аналитика. Консолидированные показатели — удобные инструменты для сравнения нескольких выпусков, они позволяют достаточно просто интерпретировать результаты оценки.

В Ценовом центре НРД автоматически анализируются отчеты по ипотечному покрытию для расчета CPR и прогнозирования платежей. Затем информация по бумагам встраивается в общую трехуровневую модель оценки облигаций. На первом уровне каскада используются рыночные цены (при наличии сделок), затем мы переходим к модели коинтеграции и коррекции ошибок или к фундаментальной оценке.

С какими проблемами вы сталкиваетесь в процессе оценки ИЦБ?

Лидия Борисенко

— Обычно трудности в оценке ИЦБ возникают при сборе и обработке отчетности по ипотечному покрытию. Есть операционные сложности (например, изменяющиеся формы отчетов или нередактируемые форматы) и вопросы с качеством данных в реестрах. В результате оценка ипотечных ценных бумаг требует значительных затрат на инфраструктуру и поддержку.

Отдельным вопросом является оценка в соответствии с МСФО 13, в силу отсутствия активного рынка по большинству бумаг или признанных котировок от нескольких участников.

В Ценовом центре НРД большинство реестров ипотечного покрытия загружаются и обрабатываются автоматически. Так мы поддерживаем актуальные базы данных по всем оцениваемым выпускам. Кроме того, за счет каскадной оценки справедливая цена рассчитывается вне зависимости от наличия сделок и биржевой статистики.

Равиль Юсипов

— С точки зрения кредитного анализа можно выделить две проблемы: (1) сбор данных и их систематизация; (2) отсутствие стандартизированной эмиссионной документации.

Во-первых, кредитный анализ ИО базируется на анализе больших массивов данных по пулу ипотеки. Каждый ипотечный кредит обладает десятками и десятками количественных и качественных характеристик, при этом в пуле 5–10 тысяч кредитов, и все это превращается в громадный массив данных, который нужно систематизировать и проанализировать. Основным источником информации является реестр ипотечного покрытия, и его формы отчетности надо уметь трансформировать, а единообразной таксономии данных нет.

Во-вторых, эмиссионная документация разных ИО похожа, но каждый выпуск имеет свои юридические особенности; это создает необходимость вычитывать

сотни страниц, что, в свою очередь, удорожает процесс анализа.

С точки зрения оценки справедливой стоимости, сложность представляет оценка спреда над ОФЗ. В ИО практически отсутствует кредитный риск, а значит, сложившийся спред над ОФЗ является премией за ликвидность. Исторический спред ИО в условиях нормального состояния находится выше 120 б.п., что выше спреда квазисуверенных корпоративных облигаций более чем на 40 б.п., и это является премией за низкую ликвидность. Ситуация усложняется, когда волатильность растет и ликвидность на рынке падает. Участники начинают требовать большую премию, а круг потенциальных покупателей мал, что вынуждает продавцов «зажиматься» и пережидать.

Другую сложность в оценке денежного потока ИО представляет прогноз CPR. Амортизация может происходить по сложным графикам — с резкими всплесками и падениями. Требуется большое искусство, чтобы правильно прогнозировать. К сожалению, метод Монте-Карло здесь малоэффективен, остается брать риск и ждать.

Иван Новоселов

— Основные сложности связаны с глубиной данных и форматом их представления. Хотя данные в удобном для машинной обработки виде начали формироваться с 2013 года, отсутствие единых форматов и наличие значительного числа ошибок в первичных данных приводят к необходимости строить модели загрузки и обработки, отталкиваясь от каждого конкретного РИП, что удлиняет процесс и повышает риски низкого качества оценки инструмента.

Ипотечные ценные бумаги котирует мало участников рынка. Вы готовы стать маркетмейкером, почему его до сих пор нет на рынке? Какие препятствия стоят на вашем пути?

Андрей Буш, начальник управления инвестиционно-банковских услуг, ИФК «Солид»

— По большому счету, на широком рынке ИЦБ существует один-единственный крупный маркетмейкер — ДОМ.РФ. Как институт развития, он осуществляет котирование бумаг. По некоторым выпускам отдельные организаторы или оригинаторы выставляют цены. На наш взгляд, этого на настоящий момент более чем достаточно.

Хотя от рыночных участников часто звучат вопросы относительно ликвидности ИЦБ и секьюритизируемых активов, это даже не проблема маркетмейкинга, а вопрос знаний инвесторов о бумагах. Экспертизу в оценке настолько сложного актива приобретать дорого, к тому же ее на рынке мало, а осуществлять инвестирование в непонятный инструмент для разумных инвесторов нехарактерно. Вот и получается, что наличие маркетмейкеров не является панацеей.

Наша команда, в свою очередь, имеет соответствующие компетенции и могла бы выступать одним из маркетмейкеров при наличии заинтересованных в этом сторон.

Равиль Юсипов

— Причиной малого количества игроков является сложность и ресурсоемкость анализа рыночного и кредитного рисков. В задачи УК функция маркетмейкера не входит, но нам всегда интересно купить или продать по справедливым ценам. В силу короткой дюрации и высокой текущей доходности ИО рассматриваются скорее как «защитный» инструмент и помогают формировать риск-бюджет на процентный риск в портфелях облигаций на случай повышенной волатильности и волн распродаж.

Лидия Борисенко

— К сожалению, как инфраструктура мы не можем быть маркетмейкером, то есть напрямую формировать рыночную цену и обеспечивать ликвидность. Однако мы оцениваем справедливые стоимости старших траншей ипотечных ценных бумаг, чтобы показать коридор справедливых цен даже при отсутствии маркетмейкеров.

Неоднократно упоминается, что сбор первичных данных по динамике ипотечного покрытия затруднен. Как собрать все исходные данные для оценки? Какие проблемы по раскрытию информации должны быть решены, нужны ли изменения в регулировании?

Андрей Буш

— Главной технической проблемой является необходимость приведения всех данных к общему знаменателю. Существует несколько десятков разных видов предоставления РИП в зависимости от того, кто является оригинатором пула и расчетным агентом. Набор полей, их вид, структура и последовательность заполнения сильно различаются, создавая этим проблемы при обработке информации.

По нашему мнению, создание общего формата данных либо консолидация существующих и предоставление их рынку таким институтом, как ДОМ.РФ, значительно упростило бы задачу входа на рынок новых инвесторов. Мы видим, что работа в данном направлении ведется. Это та задача, в решении которой локомотивами должны быть институты развития.

Лидия Борисенко

— Сбор всех исходных данных для оценки ИЦБ — трудоемкий и часто ручной процесс. Платформа для информационного обмена между специализированными депозитариями и участниками или введение обязательных стандартизованных форм отчетности по реестрам ипотечного покрытия могут значительно упростить работу с ипотечными ценными бумагами. Такое решение снизит операционные расходы инвесторов на анализ ипотечных выпусков и «порог входа» для новых участников.

В Ценовом центре НРД мы автоматизировали получение значительной части информации по ипотечным выпускам и ежедневно оцениваем около 70 выпусков.

Как изменилась ваша методика оценки ИЦБ после ее апробации рынком?

Лидия Борисенко

— По результатам апробации методики Ценового центра НРД рынком мы видим, что простая структура методики — важный фактор для клиентов. Так, сотрудники депозитариев и бэк-офисов не просто получают цену, а понимают принципы формирования оценки. По пожеланиям клиентов мы рассматриваем возможность учета ОТС и РПС сделок для формирования справедливой стоимости на первом уровне оценки, а также расчет CPR с присвоением большего веса недавней статистике.

Равиль Юсипов

— В настоящее время российский финансовый рынок переходит на внутренние рейтинги от АКРА и Эксперт РА, и всем участникам предстоит калибровать методологии под шкалы и вероятности дефолтов российских агентств.

Андрей Буш

— Наши методики оценки стоимости и риска ИЦБ оформлены и постоянно модернизируются в соответствии с рыночными условиями, так как наша экспертиза в этом вопросе сформирована за длительное время работы с этими инструментами.

Как влияют сложности с оценкой ИЦБ на инвестиционную привлекательность этих бумаг?

Равиль Юсипов

— Отрицательно. У потенциальных инвесторов не хватает ресурсов времени, желания. Часто встречаешь позицию: «Ипотека — это так опасно, вы же знаете, что случилось в США 10 лет назад». Люди руководствуются не цифрами, а своим эмоциональным представлением, и за такими сло-

вами прячут свое нежелание разбираться. Сложного ничего нет, но пока рынок живет по принципу «лучше подождать».

Андрей Буш

— Объем рынка ИЦБ и секьюритизации в 2018 году составил 9.9 млрд руб. без учета бумаг «Фабрики ИЦБ», объем которых достиг 136.5 млрд руб. От общего размера рынка корпоративного и государственного долга это составляет 0.37%. Инвесторам требуются значительные ресурсы для оценки бумаг. При соотнесении затрат с указанной долей облигационного рынка без должной экспертизы желание участвовать в этом рынке не появляется. Простая экономика показывает, что для маленьких инвестиций это экономически нецелесообразно, так как специалисты стоят денег, а на большие инвестиции морально не готовы управляющие, рынок пока мал. Поэтому возникает вопрос, что будет раньше: яйцо или курица — объем рынка или инвесторы на нем. К сожалению, данная ситуация затянулась, на что повлияли как законодательные изменения, так и кризисные явления в экономике.

Недавно ДОМ.РФ совместно с Bloomberg представили рынку очень широкий функционал по оценке своих ипотечных бумаг, который позволяет не только получить доступ к высокоуровневым параметрам выпусков, таким как непогашенный остаток основного долга и процентные выплаты в ежемесячном формате, но и опуститься на уровень каждого индивидуального кредита: есть возможность оценивать темпы досрочного погашения в региональном разрезе, показывать периоды, когда изменялись параметры кредита, а также гибко задавать свои предположения о будущем поведении бумаги. Полагаем, что на фоне подобных усилий произойдет увеличение количества инвесторов на этом рынке, что неизбежно приведет к росту объемов размещения облигаций. И чем быстрее подобный функционал будет доступен не только для «фабричных» бумаг, но и для прочих размещений, тем быстрее рынок получит новый импульс.

Лидия Борисенко

— Сейчас ИЦБ — сложный инструмент для небольших компаний. Но справедливые цены и коридоры, которые ежедневно публикует Ценовой центр НРД, снимают проблему с оценкой. Надеемся, что традиционно большие затраты и операционные расходы на оценку ИЦБ по внутренним моделям больше не будут стоп-фактором для участников.