«Нас ожидает поступательный рост количества инвесторов»

«Круглый стол» инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

Представители регулятора и инвесторов в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) в рамках «круглого стола» «Энциклопедии российской секьюритизации — 2020» обсудили, какой будет структура вложений на меняющемся рынке, чем привлекательны агентские выпуски, а также рассказали, какие инструменты и модели оценки ИЦБ используют участники рынка.

Какие маркетмейкеры существуют на рынке ипотечных бумаг? Как они влияют на ликвидность? Обеспечивают ли они достаточно комфортный вторичный рынок?

Никита Елистратов, главный дилер отдела комплексных кредитных инструментов, АО ВТБ Капитал

— Сегодня на рынке ИЦБ активны два основных маркетмейкера — ВТБ и ДОМ.РФ. Для дальнейшего развития рынка мы считаем необходимым более заметное участие других банков в поддержании ликвидности в таких бумагах.

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

— По некоторым траншам «ДОМ.РФ Ипотечный агент» ликвидность находится на удовлетворительном уровне. Существует стабильный спред bid-offer, который может расширяться в период волатильности, но в целом этот спред является рабочим.

Стоит отметить, что ИЦБ на уровне одного выпуска воспринимаются как бумага до погашения. Я оцениваю ликвидность ИЦБ путем формирования субпортфеля из разных выпусков. У ИЦБ есть ежеквартальная амортизация, которая в рамках субпортфеля уже формирует ликвидность, а в совокупности с котировками маркетмейкера можно получить удовлетворительный уровень ликвидности. К тому же в рамках субпортфеля легче управлять таким неприятным риском ИЦБ, как «отрицательная выпуклость» (negative convexity), который, в свою очередь, очень сильно влияет на ликвидность отдельного выпуска.

В 2019 году на вторичном рынке ИЦБ появились физические лица, есть интерес со стороны НПФ. Вы наблюдаете значимое изменение структуры инвесторов? Как расширение количества инвесторов повлияет на привлекательность ИЦБ?

Равиль Юсипов

— Да, мы также наблюдаем растущий интерес со стороны «физиков». Пока это продвинутые «физики» — клиенты частных банков. Спросу способствуют три компонента — работа по повышению финансовой грамотности брокерских подразделений крупных банков, премия к облигациям первого эшелона и более простая структура траншей «ДОМ.РФ Ипотечный агент».

«Физикам» ИЦБ сложны для самостоятельного анализа, особенно в части расчета доходности к погашению при наличии плавающей амортизации.

Никита Елистратов

— На данный момент мы не ожидаем большого эффекта от присутствия физических лиц на рынке ИЦБ. По нашим оценкам, основную долю рынка в 2020 году займут банки, далее, с большим отставанием, будут следовать НПФ и управляющие компании и только потом — физические лица. Несмотря на то что структура значительно не меняется, мы постоянно видим спрос от новых участников и ожидаем продолжения этой тенденции в дальнейшем. Увеличение количества участников положительно сказывается на ликвидности ценных бумаг, а значит, снижает спреды и повышает эффективность сделок для оригинаторов, в конечном итоге способствуя развитию рынка.

Несмотря на улучшение ситуации на вторичном рынке, количество постоянно работающих на рынке инвесторов остается ограниченным. Как привлечь на рынок новых участников? Какие мероприятия по обучению инвесторов необходимы?

Павел Колосов, руководитель экспертной группы стоимостного анализа, департамент коллективных инвестиций и доверительного управления, Банк России

— Если тенденция по снижению процентных ставок, сжатию маржи и спредов на финансовом рынке продолжится, экономическая привлекательность ИЦБ в глазах инвесторов может вырасти.

Задача участников рынка — донести до инвестора эту мысль, сделав продукт более понятным и удобным. Так, в первую очередь необходимо обеспечить адекватный, унифицированный расчет доходности по ИЦБ. Значительный шаг в этом направлении уже сделан: ДОМ.РФ совместно с Московской биржей и участниками рынка разработали ценовую конвенцию для ИЦБ, которой могут следовать участники рынка, в частности провайдеры ценовой информации.

Представляется логичным, чтобы сами эмитенты и объединения, в которые они входят, занимали активную позицию в популяризации ИЦБ как инвестиционного продукта и выступали с инициативами, способствующими развитию данного рынка.

Никита Елистратов

— Как показывает наш опыт, инвесторы сами выходят на рынок, когда понимают, что существует возможность вложить средства с высокой возвратностью на капитал. Текущие спреды по ИЦБ предоставляют такую возможность, но чтобы привлечь покупателей, необходимо упрощать регулирование для определенных классов инвесторов и работать над повышением ликвидности ИЦБ.

Равиль Юсипов

— На текущий момент достичь экспоненциального роста количества инвесторов невозможно, нас ожидает эволюционный, поступательный рост. Работа по повышению финансовой грамотности розничного клиента требует времени. Для институциональных инвесторов нужно создавать регуляторные послабления, так как в данный момен ИЦБ с точки зрения надзорного регулирования не рассматриваются как инструмент пониженного риска в силу сложной плавающей структуры денежного потока.

Иван Новоселов, аналитик отдела рынков долгового капитала, ИФК «Солид»

— Существует один наиболее важный фактор, влияющий на приток инвесторов на рынок ИЦБ, — трудность прогнозирования денежного потока, связанная с частичным досрочным погашением номинала облигаций и изменяющимися параметрами бумаги. Для решения этой проблемы необходим серьезный инструментарий, затрагивающий прогнозирование ипотечных ставок, что для институциональных инвесторов выливается в необходимость несения дополнительных издержек. Для физических лиц задача порой может выглядеть неподъемной в силу отсутствия в открытом доступе количественных научных исследований по российскому рынку. Постепенный переход рынка к модели агентских ИЦБ и снижение нормы резервирования по ним после пояснения ЦБ РФ к Положению № 511-П являются стимулами для развития рынка, унифицируя инструмент и снижая его издержки, но для получения эффекта от этих мер необходимо время.

В 2019 году на рынке размещались только однотраншевые ИЦБ по программе ДОМ.РФ. Отсутствие конкуренции со стороны многотраншевых сделок является «здоровым» состоянием?

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

— Проблема траншей является комплексной, однозначно сказать о «здоровье» рынка лишь по этому параметру сложно. Преимуществом агентской модели можно считать достаточно высокую предсказуемость кредитного риска для инвестора и связанное с этим упрощение привлечения фондирования оригинатором. Положительной стороной модели является более низкое в сравнении с частными сделками резервирование. В то же время многотраншевые сделки позволяют повысить гибкость сторон сделки и более полно удовлетворять потребности инвесторов. Для понимания того, каких инструментов лишен российский рынок, можно изучить статью Stone, Zissu (1994), описывающую поведение таких ценных бумаг, как, например, IO и PO стрипы. Избыточное количество траншей зачастую приводит к повышенному риску для инвесторов, а также к неверной оценке справедливой доходности и дефолтности, что иллюстрируется в работе Ghent, Torous, Valkanov (2017).

Из описанного можно сделать вывод, что российский рынок однообразен, но вряд ли это говорит о его «нездоровье».

Равиль Юсипов

— Я являюсь сторонником многотраншевой секьюритизации, которая позволяет снять нагрузку с государства, минимизировать риски концентрации и поддерживать стандарты ипотечных кредитов в автоматическом режиме. Такой я представляю идеальную модель развития ИЦБ. Но многотраншевые ИЦБ — это удел очень квалифицированных институциональных инвесторов, к тому же они являются дорогими. Модель ДОМ.РФ имеет большой плюс — юридическую простоту. При текущем уровне компетенций эти ИЦБ подходят более широкому кругу инвесторов.

Никита Елистратов

— Сделки по программе ДОМ.РФ имеют простую и понятную структуру для инвесторов, а также определенные регуляторные преимущества. Это позволяет снизить общие затраты на продажу пула для оригинатора. Однако всегда нужна альтернатива, поэтому я надеюсь, что в новом году помимо однотраншевых бумаг мы увидим выпуски с классической многотраншевой структурой.

Что привлекательнее для инвестора: однотраншевые сделки ДОМ.РФ или классическая секьюритизация?

Никита Елистратов

— С точки зрения инвестора, однотраншевые сделки ДОМ.РФ обладают рядом преимуществ: ликвидностью, стандартностью условий и наличием гарантии государственного института. Классические выпуски имеют свои плюсы в виде более высоких спредов, однако ситуация с ликвидностью и возможностью рефинансирования под эти бумаги отпугивает многих инвесторов. Если планомерно работать над этими вопросами, то многотраншевые бумаги смогут составить достойную конкуренцию бумагам с поручительством ДОМ.РФ в портфелях инвесторов.

Иван Новоселов

— Дать однозначный ответ на вопрос нельзя в силу различия потребностей отдельных групп инвесторов. Если говорить об институциональных инвесторах, которым необходимо соблюдать нормативные требования, однотраншевые сделки ДОМ.РФ позволяют им диверсифицировать облигационный портфель без серьезного давления на нормативы. Но для инвесторов с более агрессивным риск-профилем бумаги могут быть неинтересны в силу не самой высокой доходности.

Равиль Юсипов

— В сделках ДОМ.РФ привлекают более высокая ликвидность и простота анализа структуры сделок — в разы быстрее и дешевле проводить анализ. В классической секьюритизации привлекают настоящая обособленность от риска третьих лиц в части кредитного усиления и полная автономность ипотечного пула, что помогает бороться с риском концентрации на одном эмитенте.

Какие модели оценки ИЦБ существуют на рынке? Насколько трудозатратна реализация этих моделей?

Павел Колосов

— В своей работе Банк России сталкивается с неоднородностью подходов участников рынка к оценке ИЦБ: в редких случаях это могут быть сложные стохастические модели, но преимущественно это модели и методы, используемые для plain vanilla облигаций, которые не учитывают специфику ИЦБ. Текущий уровень распространенных методик оценки ИЦБ может являться отражением глубины понимания ИЦБ как продукта и умения оценить риски, сопряженные с инвестированием в данный инструмент.

Равиль Юсипов

— Основная проблема при оценке ИЦБ — это прогноз CPR и CDR. Математические модели являются громоздкими и требуют использовать большую big data по текущим пулам и винтажам, а также прогнозные модели по макроэкономике и процентным ставкам. Сейчас только ДОМ.РФ и несколько крупных банков в состоянии построить подобные модели, так как последние требуют больших IT и человеческих ресурсов, а также доступа к огромному пулу ипотечных кредитов.

Упрощенный подход прогноза CPR и CDR заключается в сценарном моделировании денежного потока (например, 10%, 15% или 25% по CPR), что легко сделать в Excel. В этом случае управлять риском отрицательной выпуклости можно только через создание субпортфеля из нескольких ИЦБ.

Андрей Буш

— Основными способами оценки ИЦБ являются эконометрические модели и опционные методы. Первые более просты в применении, но часто недооценивают эффект кризисных событий, в то время как для адекватного применения вторых требуется ликвидность инструментов, из наличия которой вытекает возможность рассмотрения рыночных цен как справедливых.

Важным элементом для справедливой оценки ИЦБ является прогнозирование уровня досрочного погашения. Для повышения точности желательно использовать данные на уровне отдельных ипотечных

закладных. Это возможно благодаря реестрам ипотечного покрытия, ежемесячно публикуемым с 2013 года в виде Excel-таблиц. Проблема заключается в отсутствии единого формата публикации реестров. Возможно, эта проблема решится естественным образом в случае продолжения тенденции превалирования агентских бумаг ДОМ.РФ

Какую роль в оценке ИЦБ сегодня оказывают регулятор, участники инфраструктуры (Мосбиржа, ДОМ.РФ)? Вы используете их инструменты в процессе оценки?

Равиль Юсипов

— Да, конечно, данные от ДОМ.РФ являются первичными. Важный момент — надо отметить котировки Ценового центра НРД, которые обязательны и важны в части справедливой оценки стоимости и выполнения требований по фидуциарной ответственности. Наблюдается очень большой прогресс в этом направлении — за последние полтора года сумели создать рабочую модель оценки ИЦБ.

Иван Новоселов

— Среди участников инфраструктуры в процессе оценки ИЦБ главную роль играет аналитика ДОМ.РФ. Она позволяет оценивать динамику как в разрезе всего рынка, так и по отдельным бумагам. В первую очередь это касается уровня досрочного погашения, прогнозирование которого становится особенно важным на волне снижения процентных ставок.

Павел Колосов

— В 2020 году представители Банка России продолжат оказывать методологическую поддержку рабочим группам при СРО участников рынка, в рамках которых, в частности, будут рассмотрены вопросы оценки ИЦБ.

Здесь первоочередной задачей представляется устранение явных методологических неточностей используемых моделей. Следующим шагом видится выработка рыночного консенсуса относительно оптимальной модели оценки ИЦБ с точки зрения соотношения Точность/Трудозатраты.

Какой эффект окажет на рынок ИЦБ создание индекса ипотечных бумаг ДОМ.РФ, станет индекс бенчмарком? Будут выпускаться биржевые фонды на этот индекс?

Равиль Юсипов

— Бенчмаркинг для российского рынка облигаций — это непростая тема. Даже на развитом рынке корпоративных облигаций мы постоянно сталкиваемся с проблемой концентрации, ликвидности и дюрации. Рынок ИЦБ находится в начале развития, выпусков мало, дюрация короткая, общепринятой модели прогноза CPR нет. Можно осуществлять попытки создания индекса, но пока в тестовом режиме. Нужно понимать, что официальный бенчмарк может быть использован как механизм контроля фидуциарной ответственности и в этом случае он должен быть лишен «детских болезней» и реально отражать состояние рынка, иначе он может только отпугнуть инвесторов. В биржевые фонды на базе подобного индекса в ближайшее время я не верю.

Андрей Буш

— Нынешний объем ИЦБ в обращении (более 500 млрд рублей), подавляющая доля которого представлена бумагами с поручительством ДОМ.РФ, и увеличение объемов торгов на этом рынке позволяют выпуск биржевых фондов на подобный индекс. Основным вопросом является срок реализации индекса. Доля рынка ИЦБ ДОМ.РФ позволяет уверенно утверждать, что после появления этот индекс сможет стать бенчмарком.