«Сейчас созданы все условия и инфраструктура для комфортного инвестирования в ИЦБ»

Круглый стол инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

В рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2021» представители инвесторов в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) обсудили структуру покупателей, включая последствия массового притока частных инвесторов на фондовый рынок, ликвидность ИЦБ, необходимость параллельного существования облигаций с поручительством государственного института развития и классических многотраншевых облигаций, рассказали о том, какие метрики для оценки премии по ИЦБ используют участники рынка, а также обозначили шаги, которые могли бы способствовать повышению интереса к ипотечным бумагам.

Как сейчас выглядит структура инвесторов в ипотечные бумаги? Прогнозируете ли вы изменение этой структуры?

Артем МАЙОРОВ, управляющий активами, УК «Ингосстрах-Инвестиции»

— Сегодня основной инвестор в ИЦБ — банки, в силу естественных причин. Мы считаем, что в будущем доля институциональных инвесторов может увеличиться за счет упрощения оценки и анализа ИЦБ. Сегодня не все участники рынка знают, что есть калькулятор оценки ИЦБ по конвенции. ДОМ.РФ и индустрия многое делают для популяризации ИЦБ как класса, и это в конце концов даст свои плоды. Сегодня на этот рынок пришли мы, завтра придут многие.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ, руководитель департамента анализа финансовых рынков, Совкомбанк

— Банки — до 80% holdings. Остальное — в основном УК.

Изменение структуры возможно в зависимости от политики государственных

преференций. Так, банки стали активнее инвестировать вследствие включения ИЦБ в высоколиквидные активы (ВЛА), понижения RWA по таким бумагам. Регуляторные стимулирования страховым компаниям, НПФ могут привести к форсированию изменения их доли на рынке.

Станислав ПОНОМАРЕВ, **старший портфельный управляющий, управление фондовых операций, УК ТФГ**

— Ожидаю открытия лимитов от других УК и банков и увеличения числа участников. Возможен даже приток частных инвесторов.

Конвертируется ли массовый приток розничных инвесторов на фондовый рынок в покупку в том числе ипотечных бумаг? Что определяет интерес розничных инвесторов?

Станислав НЕЧАЕВ, **дилер, операции со структурными кредитными продуктами, ВТБ Капитал**

— В последние месяцы ВТБ наблюдает положительную динамику притока розничных инвесторов по нашим совместным выпускам на платформе ипотечного агента ДОМ.РФ: объем небольших по номиналу сделок, заключаемых по нашим двусторонним котировкам в рамках процесса маркетмейкинга, доходит до нескольких миллионов рублей в течение одной торговой сессии.

Однако стоит отметить, что, несмотря на положительную динамику, ликвидность рынка ИЦБ остается низкой — в последние кварталы средний объем сделок на Московской бирже не превышал 10 млрд рублей в месяц. В связи с этим для развития данного рынка считаем необходимым введение стимулирующих мер поддержки для потенциальных инвесторов в ипотечные бумаги — данный подход действует во многих странах по всему миру. Также считаем, что хороший импульс дальнейшему развитию рынка ИЦБ дадут меры, которые сделают его максимально похожим на рынок корпоративных облигаций / субфедеральных выпусков, а именно:

- запуск полноценных операций РЕПО через центрального контрагента с дисконтами, отражающими реальное кредитное качество бумаги;
- трансляция доходностей в биржевом «стакане» на основе утвержденной модели оценки ИЦБ.

ВТБ со своей стороны разработал удобный инструмент для оценки доходности ипотечных бумаг, позволяющий потенциальным инвесторам оценивать ИЦБ без погружения в анализ пула закладных, обеспечивающего конкретную бумагу, и моделирования поведения клиентов (подробнее об инструменте — в ответе на вопрос об инструментах расчета показателей ипотечных бумаг).

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Действительно, розничные инвесторы стали появляться и в ИЦБ, однако это точечная история — как правило, речь идет о high-net-worth individuals с персональными советниками, так как для инвестиций в такие бумаги нужна экспертиза. Для обычного инвестора сложен расчет плавающей амортизации, предпочтительнее бонды plain vanilla — с фиксированным купоном и фиксированной амортизацией.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— По последним данным, которые я слышал на семинаре по ипотечному рынку в октябре 2020 года, доля физлиц на вторичном рынке ИЦБ несущественна — 2% оборотов.

Розничных инвесторов должна отпугивать сложная природа инструмента, неизвестный график погашения, очень далекая заявленная дата погашения. К тому же физлица ищут доход побольше, а ИЦБ дают очень умеренный купон. Не прогнозирую существенного прироста их доли в рынке ИЦБ.

Артем МАЙОРОВ

— В последних выпусках ИА ДОМ.РФ было отмечено присутствие массового инвестора за счет активной поддержки

ряда брокеров. Интерес инвесторов определяет премия актива к аналогам и прозрачность расчета этой премии. Мы считаем, что массовый приток розничных инвесторов на рынок может конвертироваться в спрос на ИЦБ через институт коллективных инвестиций, так как управление денежным потоком по ИЦБ находится в компетенции профессионального управляющего.

Какие метрики вы используете для оценки премии по ИЦБ? G-спред, Z-спред, OAS — в чем преимущества каждого? Какие инструменты для расчета показателей есть у инвесторов сегодня?

Станислав НЕЧАЕВ

— Главное в оценке премии ИЦБ — это умение предсказывать поведение заемщиков в части рефинансирования / досрочного погашения действующих кредитов. Для этого в свою очередь необходимо иметь качественные исторические данные о поведении заемщиков, которые доступны только в реестрах ипотечного покрытия (РИП). К счастью, ситуация за последние 2 года улучшилась — формат данных сейчас одинаковый у большей части оригинаторов. Однако есть и свои сложности: некоторые оригинаторы выкладывают отчеты в несчитываемом формате (например, pdf), другие выпускают отчеты не на конец месяца, а, например, на 20-е число, причем никак не указывая эту информацию в отчете — все это значительно усложняет работу по построению качественных прогнозов.

Если говорить об инструментах расчета, то для инвесторов и других участников рынка ВТБ разработал и внедрил инструмент оценки доходности ипотечных бумаг, который на текущий момент доступен по подписке корпоративным клиентам ВТБ на нашем портале (по ссылке https://research.vtbcapital.com/ в разделе Fixed Income — Mortgage-Backed Securities). Теперь инвесторам нет необходимости анализировать каждую бумагу, самим оценивать поведение заемщиков, предсказывать досрочные погашения и рефинансирования — достаточно только ввести желаемую доходность, и наш инструмент рассчитает соответствующую цену на основании встроенных в инструмент моделей.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Мы применяем собственную модель для прайсинга бумаг. Оцениваем каждый кредит в обеспечении ИЦБ, строим по каждому прогноз cash flow, исходя из заданного нами сценария движения ипотечной ставки.

Ориентируемся больше на Z-спред: важно понимать экстрадоходность на всей длине кривой, поскольку ИЦБ — инструмент, усиленно амортизирующийся. G-спред в этом смысле — расчет менее релевантный.

OAS — очень computationally intensive процесс оценки и, на наш взгляд, излишне модельно-математический. Мы больше привыкли оперировать конкретными сценариями.

У инвесторов есть возможность рассчитывать параметры по конвенции ДОМ.РФ и Московской биржи. Штука очень удобная. Но надо понимать, что расчет очень упрощенный, поскольку закладывает константную амортизацию. Впрочем, недавно добавили возможность задавать пользовательские сценарии CPR.

Пользователям Bloomberg также стали доступны калькуляторы по русским MBS в терминале. Этот инструмент более продвинутый. Так, используя калькулятор Bloomberg, можно сделать разбивку кредитов в обеспечении ИЦБ по заданным критериям и для каждой группы кредитов задать собственный сценарий будущей амортизации.

Наконец, еще есть калькулятор ДОМ.РФ по их модели оценки. Но, на мой взгляд, приложение очень нестабильное, приходится очень долго ждать результатов расчета. И для инвестора расчет все-таки является black box.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Обычно мы оцениваем через G-спред, для прогноза денежного потока используем свою экспертную оценку. Сейчас можно использовать калькулятор ДОМ.РФ и их данные — благодаря накопленному статистическому ряду прогноз CPR весьма точен.

Артем МАЙОРОВ

— К сожалению, мы вынуждены использовать G-спред для оценки ИЦБ в силу контроля фидуциарной ответственности. Хотя и не существует четкой методики для оценки справедливой стоимости бумаг в целях контроля фидуциарной ответственности, ЦБ в своей презентации использует именно эту метрику в качестве оценки справедливого уровня цен. Конечно, OAS более точно отражает реальную доходность ИЦБ, и мы также ориентируемся на эту метрику в своей оценке привлекательности данных ценных бумаг.

Насколько важным для рынка является одновременное развитие облигаций с поручительством государственного института развития и классических многотраншевых облигаций?

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Многотраншевые бумаги точно будут очень полезны. Поскольку привлекут большее разнообразие инвесторов к рынку ИЦБ. Многотраншевые бумаги способны обеспечить разный risk-return-профиль.

Станислав НЕЧАЕВ

— На любом финансовом рынке диверсификация является одним из самых эффективных методов управления рисками (если не самым эффективным). В связи с этим, если говорить о рынке ипотечных бумаг, развитие многотраншевых бумаг поможет сократить и перераспределить нарастающие кредитные риски, на текущий момент по большей части лежащие на плечах государственного института ДОМ.РФ. Поэтому считаем, что развитие классических многотраншевых облигаций является важной задачей как для регулятора, так и для других участников рынка.

Артем МАЙОРОВ

— К сожалению, поддержание собственных моделей по многотраншевым бумагам не окупается для небольших игроков, и это точно не инструмент для розничного инвестора. В силу этих причин данные выпуски будут неликвидны, а это ключевая характеристика для большинства участников рынка. Индустрия сегодня должна думать над тем, как не концентрировать риск на одном институте развития.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Во-первых, есть проблема лимита на имя, и в скором времени мы с ней столкнемся. Во-вторых, траншевая секьюритизация сложнее для понимания, у нее меньше ликвидность, и она не учитывается в ВЛА. К тому же для эмитента это дорогие сделки — младший транш давит на капитал, а содержание ипотечного агента стоит денег.

Сохранится ли ситуация «регуляторного арбитража», делающего ценные бумаги ДОМ.РФ более привлекательными по сравнению с классической ипотечной секьюритизацией?

Артем МАЙОРОВ

— Мы считаем, что вопрос не в регуляторном арбитраже, а именно в упрощенной оценке. Для индустрии управления активами ликвидность рынка — ключевой параметр для попадания ценных бумаг в периметр оценки управляющего. Далее уже строятся модели и совершаются сделки.

Станислав НЕЧАЕВ

— Пониженные значения коэффициентов риска, установленные Банком Рос-

сии осенью 2020 года, свели к минимуму эффект от высвобождения капитала при секьюритизации через платформу ДОМ.РФ (если принимать во внимание затраты на осуществление сделки). Поэтому, по нашему мнению, новой нишей для разгрузки регуляторного капитала могут стать ипотечные кредиты с повышенными риск-весами (высокий LTV ипотечного кредита, высокая долговая нагрузка заемщика).

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— По положению 647-П банки могут достигать довольно низкого RWA и по классическим секьюритизациям. Не такого низкого, как у ИЦБ ДОМ.РФ, конечно, но все же. Но классическая секьюритизация — инструмент еще менее ликвидный, чем Фабрика ИЦБ ДОМ.РФ на данный момент, к сожалению, и поэтому не такой привлекательный. В РЕПО тоже тяжелее сдать.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— В траншевой секьюритизации много нюансов. Например, неплатеж по страховке 180 дней признается как дефолт по закладной, несмотря на отсутствие просрочек платежей по основному долгу, — такие кейсы оказывают дополнительное давление на младший транш. Можно сказать, что траншевая секьюритизация сейчас умерла, так что признание ВЛА не на повестке дня.

В 2020 году Банк России выделил ИЦБ из 10%-ного лимита рискованных вложений НПФ и определил для них отдельный 5%-ный лимит. Каким образом это сказывается на рынке ИЦБ?

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Так как мы являемся одним из крупнейших инвесторов на рынке ИЦБ, то беспокоились о регуляторных ограничениях и работали над выделением отдельного лимита. Для НПФ, которые ранее не инвестировали в ИЦБ, отдельный лимит важен, можем в скором времени увидеть увеличение числа участников.

Артем МАЙОРОВ

— На текущий момент большинство НПФ имеют проблемы с учетом ИЦБ в силу невозможности применения оценки НРД и отсутствия активного рынка. Мы заполнили данный лимит уже в 2020 году за счет ИЦБ с фиксированным денежным потоком с привлекательным спредом по отношению к балансовым бумагам банков с инвестиционным рейтингом и самого ДОМ.РФ. Надеемся, что крупные участники рынка используют наш пример для приобретения ИЦБ в свои портфели.

Каких еще шагов вы бы ждали от регулятора и представителей инфраструктуры рынка для повышения интереса к ипотечным бумагам?

Станислав НЕЧАЕВ

— На наш взгляд, хороший импульс дальнейшему развитию рынка ИЦБ дадут меры, делающие его максимально похожим на рынок корпоративных облигаций / субфедеральных выпусков, а именно:

- запуск полноценных операций РЕПО через центрального контрагента с дисконтами, отражающими реальное кредитное качество бумаги;
- трансляция доходностей в биржевом «стакане» на основе утвержденной модели оценки ИЦБ.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Сейчас созданы все условия и инфраструктура для комфортного инвестирования в ИЦБ — постоянно появляются новые выпуски, ДОМ.РФ ставит двусторонние котировки, ценовой центр НРД дает справедливую оценку, а регулятор выводит

бумаги в отдельный лимит. А вот для секьюритизации ГЧП / концессии / кредитов МСП надзор пока идет по принципу «лучше перестраховаться, чем разрешить». У бумаг есть рейтинг, кредитное усиление, а купить мы не можем. Складывается впечатление, что секьюритизацию смешали со структурными нотами и ИОС, которые действительно требуют отдельной регуляторики.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Думаю, что постепенное движение выпусков к большей стандартизации обеспечения было бы благоприятно воспринято участниками рынка. Сейчас обеспечение в одном и том же выпуске зачастую очень разнородно. Огромное изобилие процентных ставок по кредитам, сроков и так далее — все это делает многие ИЦБ малопредсказуемыми.

Улучшение доступа и стандартизация информации по обеспечению тоже пойдет на пользу рынку. Сейчас реестры можно скачивать в формате Excel с сайта Центра раскрытия корпоративной информации «Интерфакса». Это влечет за собой много ручной работы по их обработке.

ДОМ.РФ дает возможность скачивать CSV реестров по своим бумагам (Фабрика ИЦБ) на своем портале, в том числе программно, через API. Но сервис пока работает не самым стабильным образом: не всегда оперативно обновляется информация по реестрам. К тому же информацию по нефабричным сделкам там не отыскать.

Артем МАЙОРОВ

— Сегодня мы уже готовы к увеличению лимита на ИЦБ для НПФ, хотелось бы увидеть встречные шаги от регулятора по увеличению максимальной доли ИЦБ в портфелях пенсионных фондов.

Некоторые инвесторы высказывают опасения, что ликвидность на вторичном рынке ИЦБ может так же быстро уйти, как она появилась. По вашему мнению, достаточно ли ликвидности в текущий момент? Компенсирует ли премия неликвидность некоторых выпусков?

Станислав НЕЧАЕВ

— ВТБ не разделяет опасения в части ухудшения ликвидности на вторичном рынке ИЦБ:

1) Во-первых, ДОМ.РФ на регулярной основе предоставляет двусторонние котировки на большой список ИЦБ, по сути являясь маркетмейкером.

2) Во-вторых, ВТБ также является и будет являться маркетмейкером по совместным выпускам на платформе ипотечного агента ДОМ.РФ.

Таким образом, по большей части всех существующих выпусков у розничных (и не только) инвесторов есть возможность в любой момент купить/продать существенное количество бумаг.

В части премии по оценке аналитиков ВТБ Капитал ИЦБ выглядят интересно — спреды некоторых ИЦБ к кривой ОФЗ составляют порядка 180–200 б. п. при сроке до ожидаемого погашения 2–3 года. По нашему мнению, учитывая поручительство ДОМ.РФ по большинству бумаг, данный спред с легкостью компенсирует не самую высокую ликвидность, присущую на текущий момент некоторым выпускам.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Вопроса ликвидности в выпусках ИА ДОМ.РФ нет, сам ДОМ.РФ ставит двусторонние котировки на объемы, при этом двигается в ценах вместе с рынком, плюс выполняет функции маркетмейкера в «стакане».

«Бесконечный» лимит по РЕПО и возможность размещения под эти бумаги средств Федерального казначейства также положительно сказываются на ликвидности.

Артем МАЙОРОВ

— Ключевой риск заключается в уходе с рынка единственного маркетмейкера в лице ДОМ.РФ. Мы бы хотели увидеть механизм, создающий интересные условия для сторонних маркетмейкеров.