

Присвоение рейтингов российским сделкам RMBS: особенности работы на неустойчивом рынке

Джерард Брин
Ведущий аналитик
Standard & Poor's

11 октября 2007 г.

Основные темы

- **Особенности рынка**
 - *В чем специфика присвоения рейтингов ипотечным сделкам, осуществляемым на российском рынке?*
- **Процесс присвоения рейтингов российским сделкам RMBS**
 - *Есть ли в этом процессе какие-либо изменения, связанные с текущими рыночными условиями?*
- **«Суверенный» фактор**
 - *В какой степени юрисдикция активов ограничивает рейтинги российских сделок?*
- **Последние данные о рынке**
 - *Оказывает ли нынешняя неопределенность на мировом рынке ABS (ценных бумаг, обеспеченных активами) какое-либо влияние на российские сделки RMBS и какова вероятность такого влияния?*

Особенности рынка

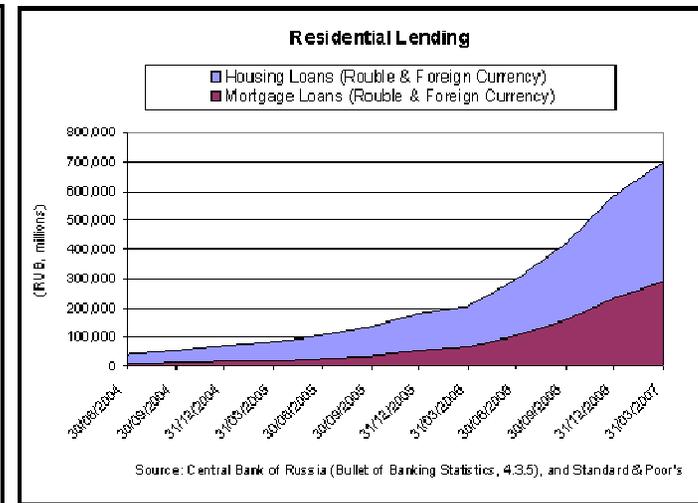
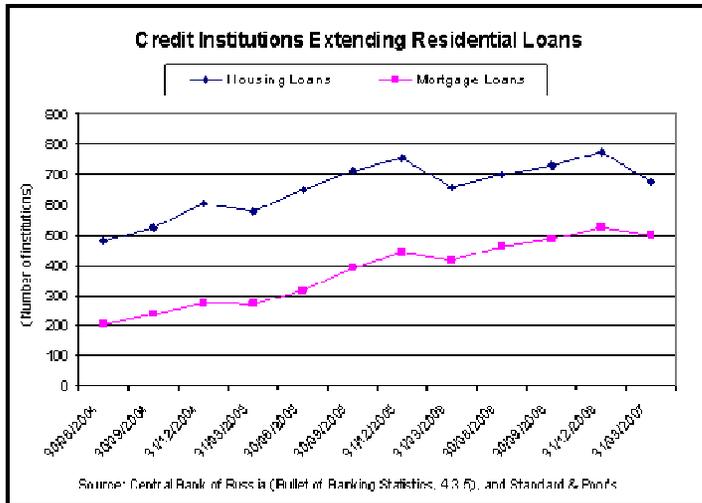
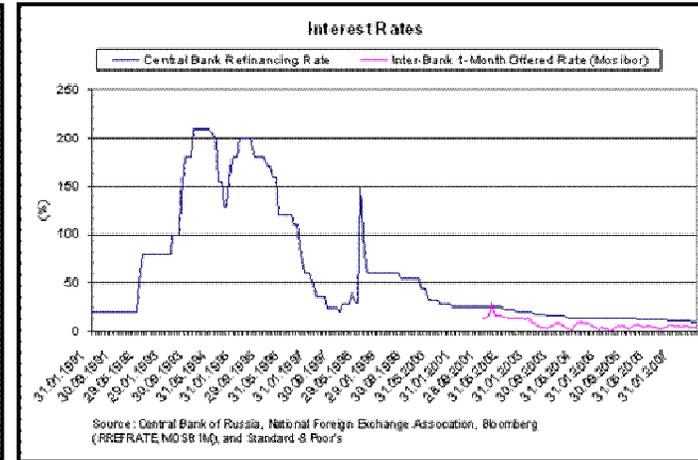
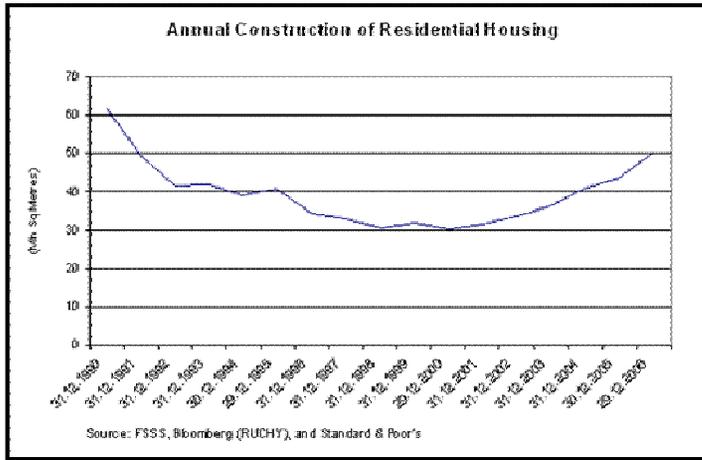
3.

Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

STANDARD
& POOR'S

Рост рынка жилья и объемов ипотечного финансирования в России

Основные факторы, определявшие бум ипотечного кредитования, отмечавшийся в России до середины 2007 г.



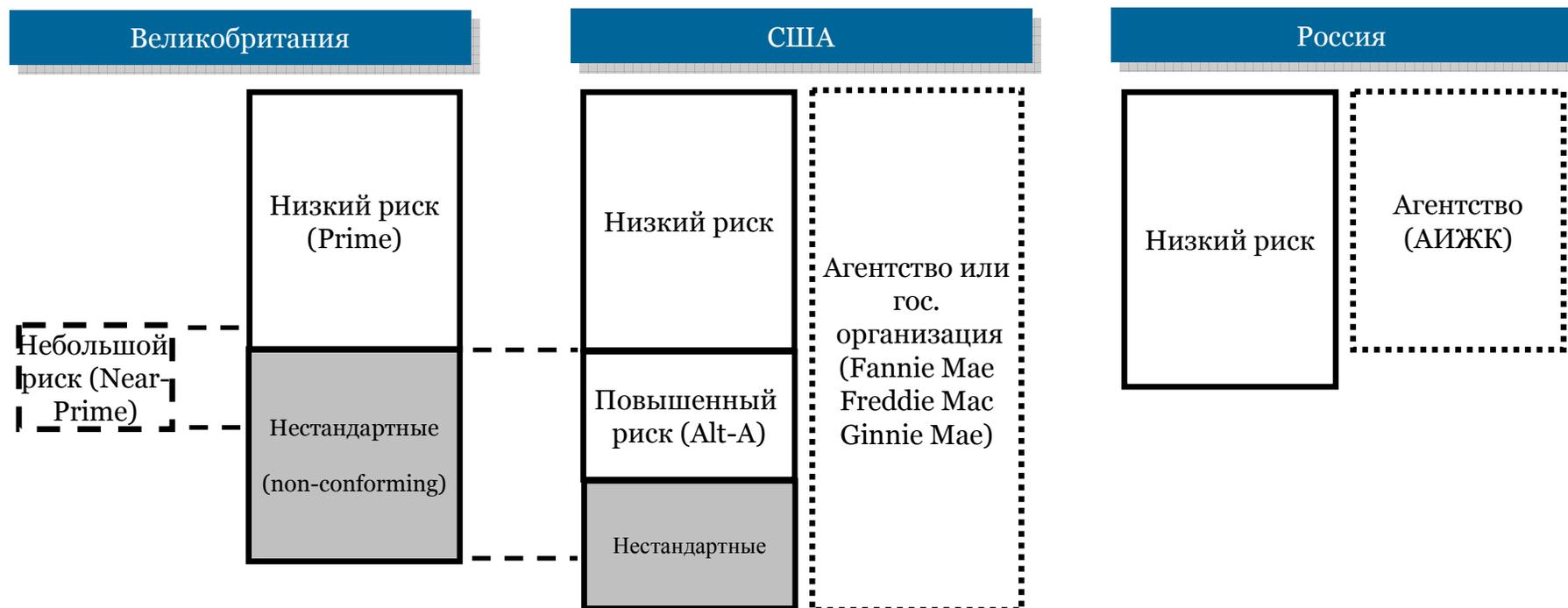
Российские сделки секьюритизации с использованием RMBS

В 2006 г. и до середины 2007 г. в России отмечался быстрый рост объема сделок по выпуску ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой

<i><u>Transaction</u></i>	<i><u>Originator</u></i>	<i><u>Year</u></i>
CityMortgage MBS Finance BV	CityMortgage Bank	2006
Closed Joint Stock Company "First Mortgage Agent of AHML"	AHML	2007
Gazprombank Mortgage Backed Securities Series 2006-1	Sovfintrade	2006
Gazprombank Mortgage Backed Securities Series 2007-1	Sovfintrade	2007
Moscow Stars B.V.	Moskommertsbank	2007
Red & Black Prime Russia No 1 Ltd	DeltaCredit Bank	2007
Russian Mortgage Backed Securities 2006-1	VTB	2006
Specialised Mortgage Agent GPB - Mortgage	Sovfintrade	2006

База заемщиков: выше доля категории “prime”, меньше степень сегментации

В России база заемщиков отличается более высокой долей категории “prime” (заемщики с хорошей кредитной историей) и меньшей степенью сегментации в сравнении в более зрелыми рынками (США, Великобритания)



Более единообразные и менее сложные продукты

На российском рынке диапазон ипотечных продуктов расширяется, но в структуре предложения по-прежнему преобладают наиболее простые и низкорисковые продукты

Великобритания

Ставка:

- дисконтная
- плавающая
- фиксированная
- распространены начальные наиболее привлекательные ставки

График амортизации

- аннуитет
- страховой+ инвестиционный планы
- исключительно процентные кредиты
- гибкие планы

Штраф за досрочное погашение

- Обычная практика, зависит от продукта

Валюта

- только национальная

Цель кредита

- покупка, общие нужды, рефинансирование

Другие особенности продуктов

- иногда – вторичное требование
- преобладают кредиты, в которых
- заемщик сам подтверждает свой доход

США

Ставка:

- фиксированная
- плавающая
- гибридная регулируемая
- распространены начальные наиболее привлекательные ставки

График амортизации

- аннуитет
- исключительно процентные кредиты
- отрицательная амортизация
- прогрессивные выплаты и пр.

Штраф за досрочное погашение

- Используется нечасто, зависит от продукта

Валюта

- Только национальная

Цель кредита

- покупка, общие нужды, рефинансирование

Другие особенности продуктов

- в 2005-07 гг. участилось использование вторичного требования
- чаще всего заемщик сам подтверждает свой доход

Россия

Ставка:

- в основном фиксированная
- иногда – плавающая
- наиболее привлекательные ставки редки

График амортизации

- аннуитет
- исключительно процентные - редки

Штраф за досрочное погашение

- применяется на коротком периоде, зависит от продукта

Валюта

- национальная и иностранная

Цель кредита

- в основном – на общие нужды

Другие особенности продуктов

- вторичные требования очень редки
- практика подтверждения дохода самим заемщиком – крайне редка

**STANDARD
& POOR'S**

7. Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

Какие вопросы, касающиеся российских сделок RMBS, интересуют инвестора?

Вопросы:

- Связан ли рейтинг сделки с рейтингом банка?
- Какой объект недвижимости можно купить в России за 1 млн руб.?
- Можно ли считать этих заемщиков subprime (имеющими неблагоприятную кредитную историю)?
- Почему зависимость досрочного погашения ипотечных кредитов от фактора процентной ставки в России намного ниже, чем в США, хотя кредитные продукты так похожи?
- Можно ли рассматривать резкое увеличение цен на жилье и бурный рост ипотечного кредитования в России как тревожный симптом?
- Чем отличается кредит с рейтингом «BBB», выданный в России, от не удовлетворяющего требованиям (non-conforming) кредита с рейтингом «BBB», выданного в Великобритании?

Процесс присвоения рейтингов российским RMBS

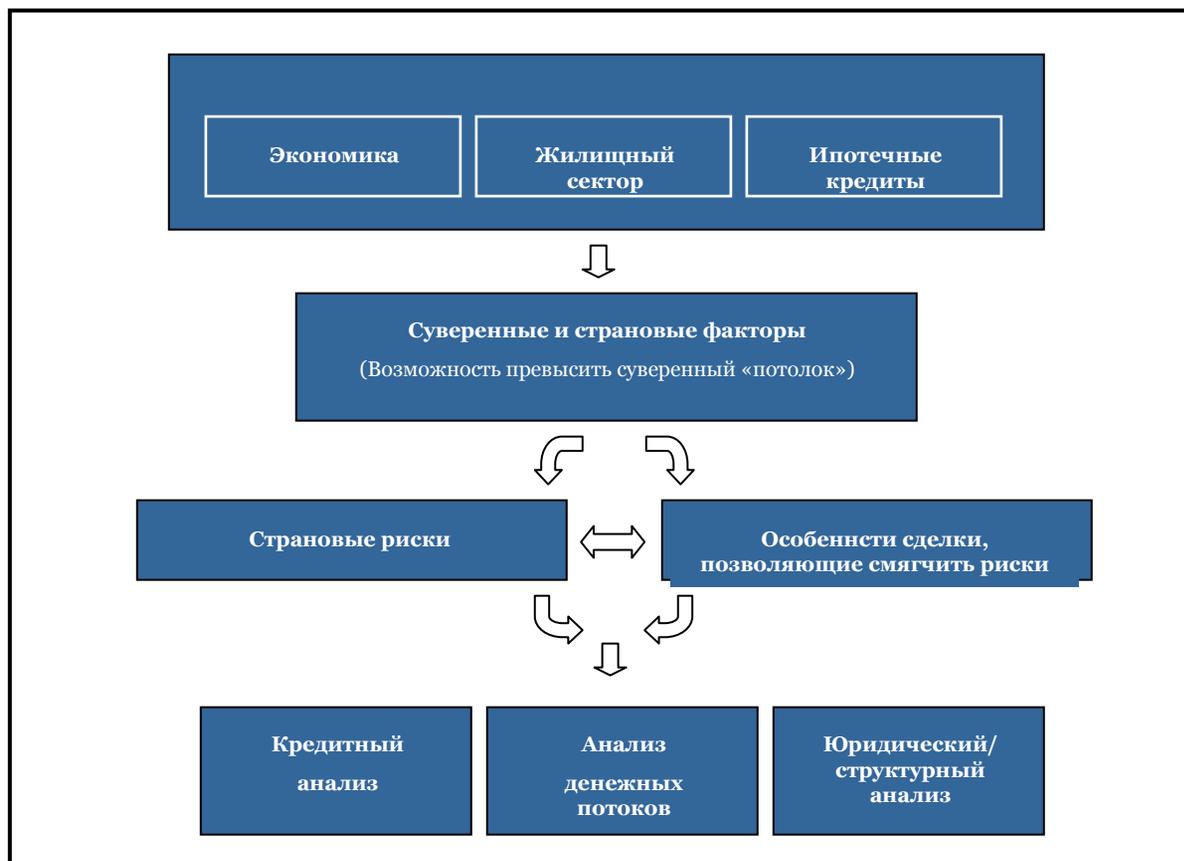
Процесс присвоения рейтингов сделкам RMBS в России

Процесс присвоения рейтинга новой сделке может занимать от 4 месяцев до года с лишним



Подход Standard & Poor's к присвоению рейтингов российским RMBS

Рейтинговый процесс охватывает самые разные факторы, способные повлиять на активы, обеспечивающие исполнение сделки

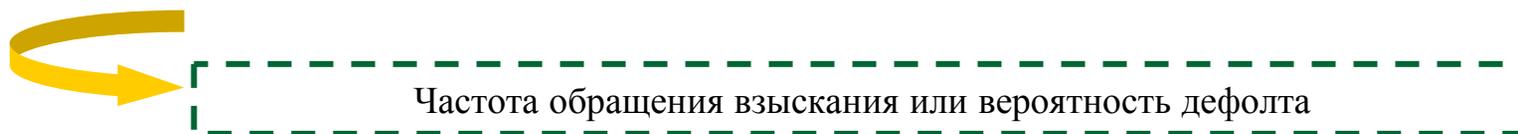


Кредитный анализ

Оценка кредитного риска по портфелю RMBS

Как количественно определить кредитный риск?

- Какова вероятность невозврата долга или нарушения порядка осуществления платежей, предусмотренных кредитным договором?



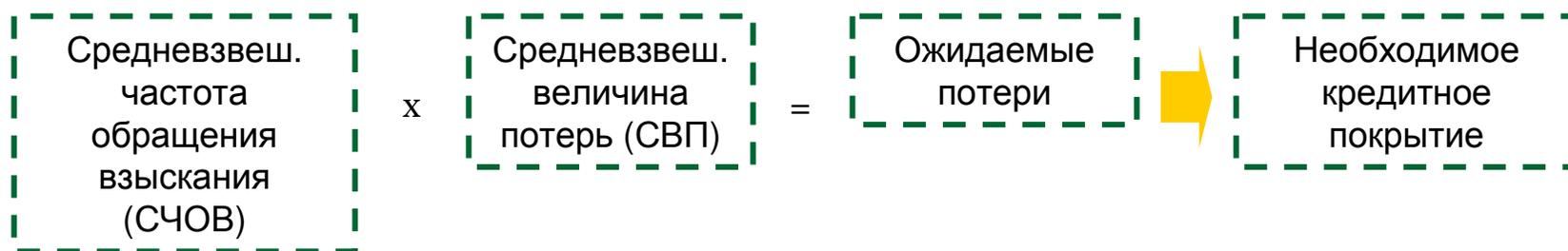
- Если должник не сумеет исполнить свои обязательства, то какую часть от первоначальной суммы кредита составят потери?



Оценка кредитного риска по портфелю RMBS

Для чего нужно количественное определение кредитного риска?

- Чтобы рассчитать размер кредитного покрытия, необходимого для данной категории риска



Кредитный анализ – частота обращения взыскания

Базисная частота обращения взыскания (БЧОВ) - Россия:

- Не хватает статистических данных по просрочкам и дефолтам.
- Имеющиеся данные относятся к благополучному экономическому периоду – они не позволяют определить эффективность обращения взыскания на залог в течение полного экономического цикла.
- Поэтому оценивать вероятную частоту обращения взыскания приходится консервативно и опираясь на сравнение с другими странами, имеющими данные по просрочкам платежей, собранные по более широкому диапазону заемщиков и за более длительные периоды времени.
- Чем выше БЧОВ на сравнительно высоких уровнях, тем выше риск того, что в стрессовых экономических условиях обращение взыскания окажется неэффективным.
- Значительная величина изменения БЧОВ на интервале между рейтинговыми категориями «BBB» и «A» отражает «точку перехода», на которой происходит дефолт национального правительства (Российская Федерация имеет рейтинг «BBB+»).
- По всей видимости, для российских сделок RMBS характерны следующие показатели частоты обращения взыскания...

Base Foreclosure Frequency Assumptions	
Rating	Base foreclosure frequency (%)
A	24.0
BBB	12.0
BB	9.5
B	7.0

Кредитный анализ – корректировки на уровне индивидуальных кредитов

Типичные корректировки на уровне индивидуальных кредитов для российских портфелей RMBS :

Характеристики, влияющие на БЧОВ и соответствующие корректировки	
Характеристика	Корректировка частоты обращения взыскания
«кредит/стоимость обеспечения» (LTV)	Если LTV > 80%, БЧОВ умножается на 1,0 – 5,0. (Множитель тем больше, чем выше LTV, при LTV= 100% он равен 5,0.). Если LTV < 50%, БЧОВ умножается на 0,9.
Стоимость кредита	Если стоимость кредита > 1,4 млн руб., БЧОВ увеличивается на 1-20% (т.е. чем крупнее кредит, тем выше БЧОВ).
Стоимость имущества	Если стоимость имущества > 2,0 млн руб.
Фактор «выдержанности»	Если дата завершения >18 месяцев (без просрочек), то БЧОВ уменьшается на 10-15%. (увеличивается по мере увеличения срока «выдержанности» и достигает максимума при сроке «выдержанности» порядка 6 месяцев).
Географическая концентрация	Если более 10% портфеля составляют кредиты из одного региона, то БЧОВ увеличивается путем прибавления 10% общей суммы кредитов, создающих географическую концентрацию .
Наличие жильцов	Для объектов недвижимости, покупаемых в целях сдачи в аренду БЧОВ умножается на 1,7-2,0. Если объект недвижимости является вторым (третьим и т.д.) домом, то БЧОВ увеличивается на 30%.
Самозанятые заемщики	Применительно к таким заемщикам БЧОВ увеличивается на 25% .
Небольшое коммерческое использование	Для объектов недвижимости, используемых как жилье, а также (в небольшой степени) в коммерческих целях, БЧОВ умножается на 2,0 .
Тип процентной ставки	Для кредитов с плавающим процентом (в России не распространены), возможно увеличение БЧОВ (все зависит от конкретного случая).
Особенности амортизации	Для исключительно процентных кредитов (в России не распространены) возможно увеличение БЧОВ (все зависит от конкретного случая).
Просрочки	В зависимости от конкретного случая, от эффективности управления задолженностью и показателей погашения БЧОВ может быть увеличена на величину до 75%.

Кредитный анализ – корректировки на уровне индивидуальных кредитов

Особые факторы: валютные риски

- Ипотечные кредиты, номинированные в иностранных валютах: заемщики подвергаются риску падений курса рубля (увеличение кредитного риска – коэффициент «долг-доход» чувствителен к движениям валютного курса)
- Когда доходы заемщиков привязываются к иностранной валюте, может ли такая индексация сохраниться во время экономического кризиса?
- При стресс-тестировании предполагается, что риск дефолта по активам, номинированным в иностранных валютах, выше, чем по рублевым активам во всех рейтинговых категориях, особенно в стресс-тесте, предусматривающем дефолт национального правительства.
- Для каждой рейтинговой категории применяется свой сценарий падения курса рубля. Чем выше категория, тем выше уровень стресса.
- Таким образом, по нерублевым кредитам частота обращения взыскания будет выше, а величина потерь – значительнее, чем по аналогичным рублевым кредитам.

Кредитный анализ – величина потерь

Фактор снижения рыночной стоимости:

- предполагается, что поступления от продажи объекта недвижимости – меньше первоначальной оценочной стоимости этого объекта в связи с тем, что со временем рыночная стоимость обычно снижается. Уровень снижения рыночной стоимости (CPC), учитываемый Standard & Poor's при анализе российских сделок RMBS, зависит от категории рейтинга: чем выше рейтинг, тем выше CPC;
- данные предположения основываются на результатах изучения цен на российскую недвижимость в течение довольно непродолжительного времени, а также на
- тенденциях движения цен на недвижимость в сопоставимых с Россией странах (развитых и развивающихся), по которым накоплено больше данных;
- по всей видимости, для российских сделок RMBS характерны следующие показатели CPC...

Market Value Decline Assumptions	
Rating	Market Value Decline (%)
A	n/a*
BBB	50
BB	40
B	30

* See below under "Recoveries under Indirect Interference"

Кредитный анализ – величина потерь

Расходы, связанные с обращением взыскания:

- Предполагается, что фиксированные расходы, связанные с обращением взыскания, составляют 15% непогашенного остатка кредита.
- Эта сумма включает все расходы и выплаты, связанные с взысканием задолженности, судебными разбирательствами, а также административные и эксплуатационные расходы и затраты, связанные с продажей объекта недвижимости.
- Кроме того, анализ расходов, связанных с обращением взыскания, предполагает, что при моделировании последующих денежных потоков будут учитываться накопленные проценты по кредиту.

Кредитный анализ – величина потерь

Возвращение долга в условиях косвенного вмешательства государства:

- При уровне рейтинга «ВВВ+» и выше расчетная сумма возвращаемого долга уже не зависит от фактора снижения рыночной стоимости жилья и расходов на обращение взыскания, связанных с восстановлением поступлений по кредиту.
- При расчете суммы возвращаемого долга для таких категорий рейтинга учитывается возможность двух вариантов развития событий в случае резкого ухудшения экономических условий.
 - Возможность обращения взыскания может ухудшиться либо из-за неэффективности судебного разрешения споров, либо в результате политического вмешательства.
 - Не исключено применение схем реструктуризации задолженности. Например, возможны: снижение процента по кредиту, увеличение срока погашения, изменение валюты кредита (если кредит номинирован в валюте с растущим курсом), деиндексация валюты кредита (если кредит привязан к валюте с растущим курсом), а также временные освобождения и амнистии для заемщиков (освобождение их от обязанности производить платежи в течение всего времени, пока правительство пытается восстановить стабильность в национальной экономике).

Анализ денежных потоков

Анализ денежных потоков

Дефолты

- Считается, что дефолты происходят в течение 3-летнего периода рецессии.
- Как указывалось выше, кумулятивная частота дефолтов по портфелю ипотечных кредитов зависит от присущего этому портфелю показателя СЧОВ.
- Этот показатель СЧОВ применяется к непогашенному остатку основной суммы долга на момент начала рецессии.
- Предполагается, что дефолты происходят периодически, а их число рассчитывается в процентах от СЧОВ.
- В зависимости от скорости развития дефолты делятся на «быстрые» и «медленные».
- Предполагается, что возвращение долгов происходит спустя 36 месяцев после дефолта.

Анализ денежных потоков

Просрочки

- Когда заемщики, временно испытывающие финансовые трудности, не производят платежи в течение какого-то периода, но затем закрывают образовавшуюся задолженность и продолжают платить своевременно.
- При моделировании эффекта просрочки предполагается, что задерживаются выплаты процентов, соответствующие 1/3 СЧОВ.
- Такая модель применима в течение первых 18 месяцев с начала рецессии. Предполагается, что долг по пропущенным процентным выплатам будет полностью погашен спустя 18 месяцев.

Анализ денежных потоков

Процентные ставки

- Моделируются три варианта движения процентных ставок – повышение, падение и стабилизация.
- При моделировании движение процентных ставок всегда начинается с текущего уровня.
- При моделировании повышения процентная ставка растет на 2% в месяц, достигает предела - 20% и остается на этом уровне до окончания срока сделки.
- При моделировании понижения процентная ставка падает на 2% в месяц, достигает минимального уровня - 2% и остается на нем до окончания срока сделки.
- При моделировании стабильной процентной ставки берется текущее значение ставки LIBOR и оставляется без изменения до окончания срока сделки.

Анализ денежных потоков

Досрочное погашение

- Моделируются высокие и низкие уровни досрочного погашения.
- Устанавливаемые уровни досрочного погашения: высокий - 30% в год, низкий - 0,5% в год.
- Моделируются ежемесячно применительно к уменьшающейся сумме остатка долга по ипотечным кредитам.
- Предполагается, что частота досрочных погашений статична на протяжении срока сделки.
- Предполагаемый высокий уровень досрочного погашения может быть увеличен, если в прошлом частота досрочных погашений была высокой, если сделка особенно «чувствительна» к высокому уровню досрочных погашений (напр., если это сделка, сильно зависящая от уровня избыточного спреда) или если в силу особенностей ипотечного продукта, originатора или базы заемщиков можно ожидать высокого уровня досрочных погашений.

«Суверенный» фактор

Что включает в себя понятие «суверенный» фактор

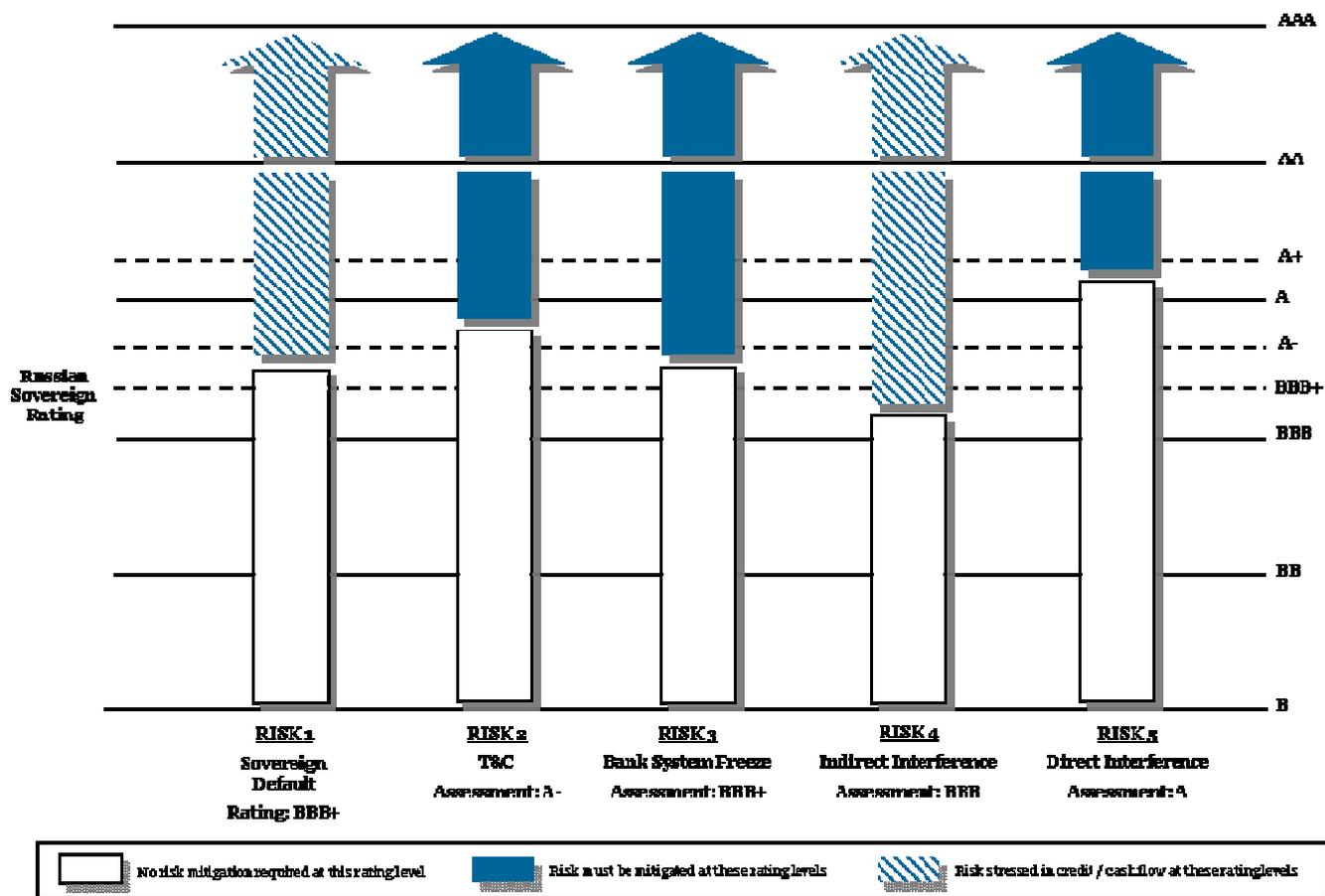
Принимаются во внимание 5 ключевых рисков:

- дефолт национального правительства;
- риск ограничения перевода и конвертируемости валюты;
- риск замораживания банковской и платежной системы;
- риск косвенного вмешательства государства в активы эмитента;
- риск прямого вмешательства государства в активы эмитента.

«Суверенный» фактор

Влияние «суверенного» фактора на рейтинговый анализ

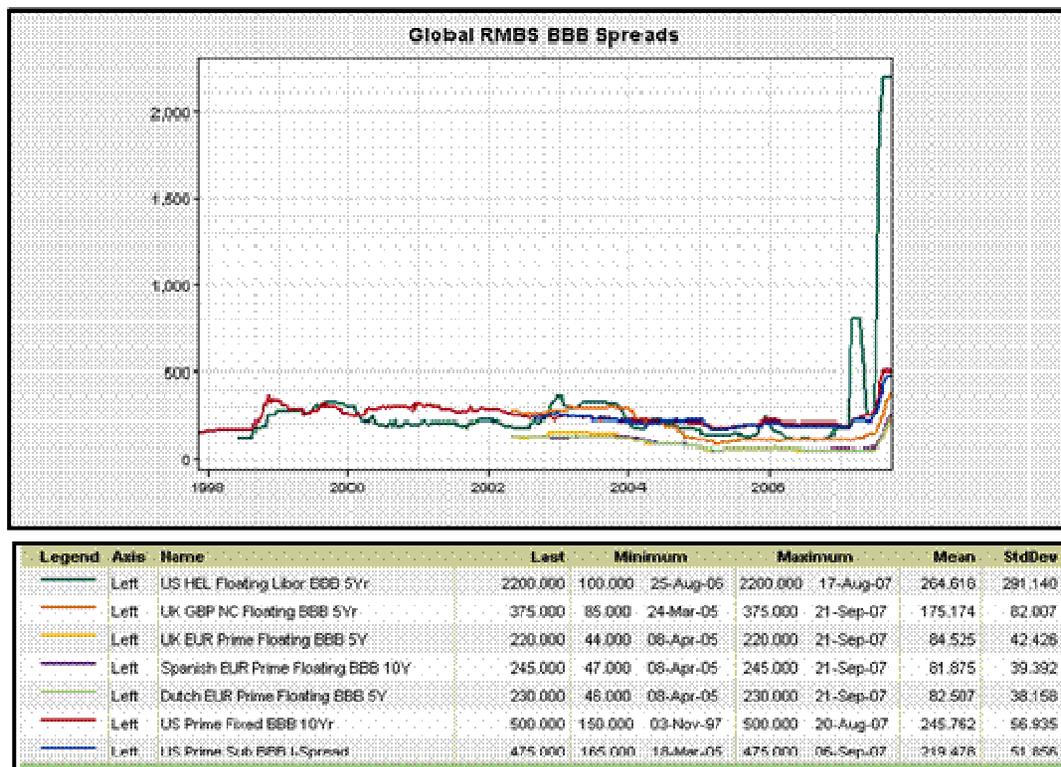
- Суверенный рейтинг не задает «потолок» ... он лишь создает барьеры.
- Теоретический пример влияния суверенного фактора на рейтинги российских RMBS ...



Последние данные о рынке

Последние данные о рынке

Как меняются спреды на мировом рынке RMBS?



Source: LehmanLive

Последние данные о рынке

Оказывает ли нынешняя неопределенность на мировом рынке ABS какое-либо влияние на российские сделки RMBS и какова вероятность такого влияния?

- Тревожные настроения на британском и американском рынках нестандартных ипотечных кредитов категории subprime с плавающей ставкой следует отделять от ипотечных кредитов prime с фиксированной ставкой, выданных в России ...
- Типичные рейтинги старших траншей российских RMBS («BBB» и выше) находятся на уровне, для которого характерны наиболее широкий спред по RMBS и наибольшее смещение торговой активности в сторону деривативов.
- Рейтинг RMBS не учитывает вторичный рынок ликвидности и спреда на вторичном рынке; он учитывает своевременность процентных выплат и вероятность полного погашения основного долга. Повлияли ли последние события на своевременность выплаты процентов и погашение основного долга по российским RMBS?

Что происходит с запланированными российскими сделками по выпуску RMBS?

- Может быть, originаторы и организаторы ждут, когда на рынке произойдет более четкое разделение различных видов риска (рыночный риск, кредитный риск), различных видов ипотечных продуктов (кредиты с фиксированной и плавающей ставками) и различных категорий заемщиков (prime, non-prime)?

STANDARD & POOR'S

www.standardandpoors.com

Analytic services and products provided by Standard & Poor's are the result of activities designed to preserve the independence and objectivity of each analytic process. Standard & Poor's has established policies and procedures to maintain the confidentiality of non-public information received during each analytic process.