

Анализ сделок RMBS в России: некоторые проблемы

Джерард Брин
Ведущий аналитик
Standard & Poor's

15 ноября 2007 года

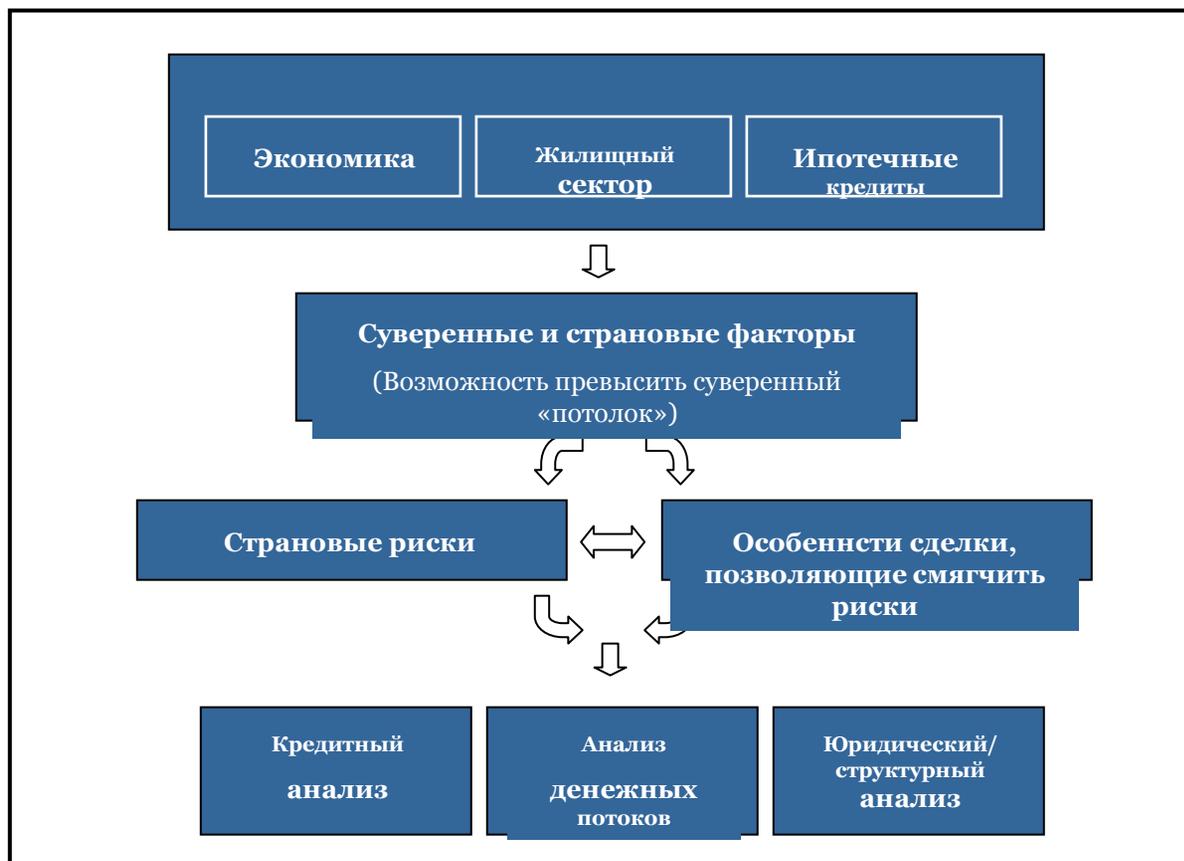
Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.
Copyright (c) 2006 Standard & Poor's, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

Введение

- *“Присвоение рейтингов сделкам RMBS в России: краткий обзор еще не сформировавшегося рынка”*
(Информ-Медиа, конференция «Ипотечное кредитование в России», 11-12 октября 2007 г.)
- *“Быстрый рост российского ипотечного кредитования, или прыжок в неизвестное”*
(Специальный выпуск CreditWeek (Standard & Poor’s): «Тенденции в российской экономике: движение вперед или регрессия?»; будет опубликован 21 ноября 2007 г.)
- Во второй публикации мы не будем повторно рассказывать об особенностях методологии присвоения рейтингов, а обозначим некоторые трудности, связанные с рейтингованием российских сделок RMBS.

Методика Standard & Poor's

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



Методика Standard & Poor's

В этой презентации мы разберем такие факторы, как кредитные риски, денежные потоки и «суверенные» влияния (см. таблицу), которые мы изучаем в ходе кредитного анализа сделок RMBS наряду с другими факторами

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<p><u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u></p> <p>Базовая частота обращения взыскания</p> <p><u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u></p> <p>Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)</p> <p>Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)</p> <p>Размер кредита</p> <p>"Выдержанность"</p> <p>Географическая концентрация</p> <p>Занятость жилья</p> <p>Статус экономически активного лица</p> <p>Бытовое/ коммерческое использование жилья</p> <p>Оценка кредитоспособности</p> <p>Вид процентной ставки</p> <p>Схема амортизации</p> <p>Валюта</p> <p>Просроченные платежи</p> <p><u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u></p> <p>Снижение рыночной стоимости</p> <p>Затраты на обращение взыскания</p> <p>Страхование ипотечной задолженности</p>	<p><u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u></p> <p>Время наступления дефолтов</p> <p>Время до взыскания задолженности</p> <p>Расходы по сделке</p> <p>Процентные ставки</p> <p>Ставки реинвестирования</p> <p>Частота досрочного погашения</p> <p>Контрпретензии</p> <p>Смешение средств</p>	<p><u>Страновые риски:</u></p> <p>Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты</p> <p>Прямое вмешательство в активы эмитента</p> <p>Непрямое вмешательство в активы эмитента</p> <p>Падение курса нац. валюты</p> <p>Банковская система</p>

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

Кредитные факторы. 1 – Базисная частота обращения взыскания (БЧОВ)

Недостаточная статистическая база по просрочкам и дефолтам в России

- 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.
- По всей видимости, для российских сделок RMBS характерны следующие показатели частоты обращения взыскания...

Sample "BBB" Base Foreclosure Frequency Assumptions	
Country	Base foreclosure frequency (%)
Russia	13.2
Poland	12.0
Greece	6.0
UK	4.0

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

Кредитные факторы. 1 – Базисная частота обращения взыскания (БЧОВ)

Какой кредитный портфель следует считать «дефолтным» (нет возможности для наложения определенных штрафных санкций или получения выгод, т.е. портфель подпадает под «базовую частоту обращения взыскания»)?

«Эталонный» российский портфель кредитов	
Характеристика	«Эталонное» значение
Ипотечный продукт	Твердая ставка в течение всего срока обращения, амортизация равными аннуитетными платежами
Обеспечение	Первое право удержания имущества
Валюта кредита	Рубли
Назначение кредита	Покупка жилья
«Кредит/стоимость» (LTV)	< 80%
Размер кредита	< 1,4 млн руб. (в различных регионах – по-разному)
"Выдержанность"	< 18 месяцев
Географическая концентрация	Сумма кредитов, выданных не в каком-то одном регионе > 10% портфеля
Занятость жилья	Проживает собственник жилья
Статус экономически активного лица	Никаких самозанятых заемщиков
Использование жилья	Проживание, никакого коммерческого использования
Просроченные платежи	Просрочки не зарегистрированы

Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Кредитные факторы. 2 – Данные о доходах

Как правило, банки охотнее кредитуют заемщиков с максимальным соотношением payment-to-income (PTI) – порядка 25-40%

- Показатель PTI варьируется в зависимости от финансовых обстоятельств заемщика, от его достатка, дохода и имущества, а также от методологии расчета коэффициента PTI.
- Российские банки, выдающие ипотечные кредиты, часто имеют доступ к данным о доходах заемщиков, но эта информация не всегда может полностью учитываться при присвоении рейтингов, т.к. часть доходов, возможно, занижается и декларируется не полностью.
- Поэтому такие показатели погашаемости кредитов, как PTI, могут быть недостаточно достоверными, и при оценке кредитоспособности заемщиков их следует использовать осторожно.

Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смещение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Кредитные факторы. 3 – Оценки кредитоспособности

Российские кредиторы применяют внутренние системы балльной оценки кредитоспособности заемщиков, а использование информации кредитных бюро распространено пока мало

- Пока для заведения кредитной истории необходимо получить согласие заемщика. Это ограничивает полноту и «глубину» информации, собираемой и хранимой кредитными бюро.
- Многие кредиторы продолжают использовать данные кредитных бюро в основном для получения негативной информации о заемщиках (напр., о фактах невыплаты очередных взносов по кредитам), а информация, необходимая для выяснения соответствия заемщиков определенным андеррайтинговым критериям (типа РТІ), востребована в меньшей степени.

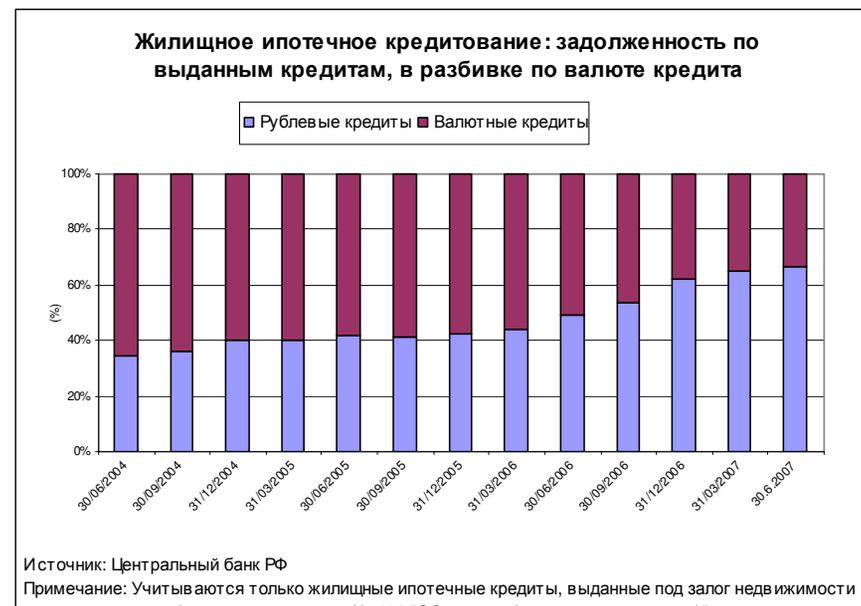
Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Кредитные факторы 4 – Валюта

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.

Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Кредитные факторы. 5 – Снижение рыночной стоимости

Недавний рост цен на недвижимость в России (с начала 2007 г. он замедлился) не отменяет необходимость в меру консервативного моделирования снижения рыночных цен на жилье



Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Фактор денежных потоков. 1 – Время, необходимое для взыскания задолженности

Процедура обращения взыскания сравнительно четко определена в российском законодательстве, но недостаточно протестирована на практике

- Немногочисленные случаи обращения взыскания не позволяют сформировать статистическую базу, которая позволила бы определить примерный типовой срок взыскания задолженности для целей анализа денежных потоков.
- Кроме того, не исключено, что в нынешних относительно благополучных экономических условиях существует много способов досудебного взыскания просроченной задолженности по кредитам, которые позволяют не прибегать к процедуре обращения взыскания.
- Standard & Poor's предполагает, что в России период поступления средств от обращения взыскания и продажи изъятого за неплатеж имущества может составлять до 36 месяцев после дефолта заемщика.

Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Фактор денежных потоков. 2 – Процентные ставки

Анализ денежных потоков включает стресс-тестирование, при котором процентные ставки «опускаются» до 2% и «поднимаются» до 20% и выше, что укладывается в существующий в настоящее время (но, конечно, недолгосрочный) диапазон колебаний процентных ставок...

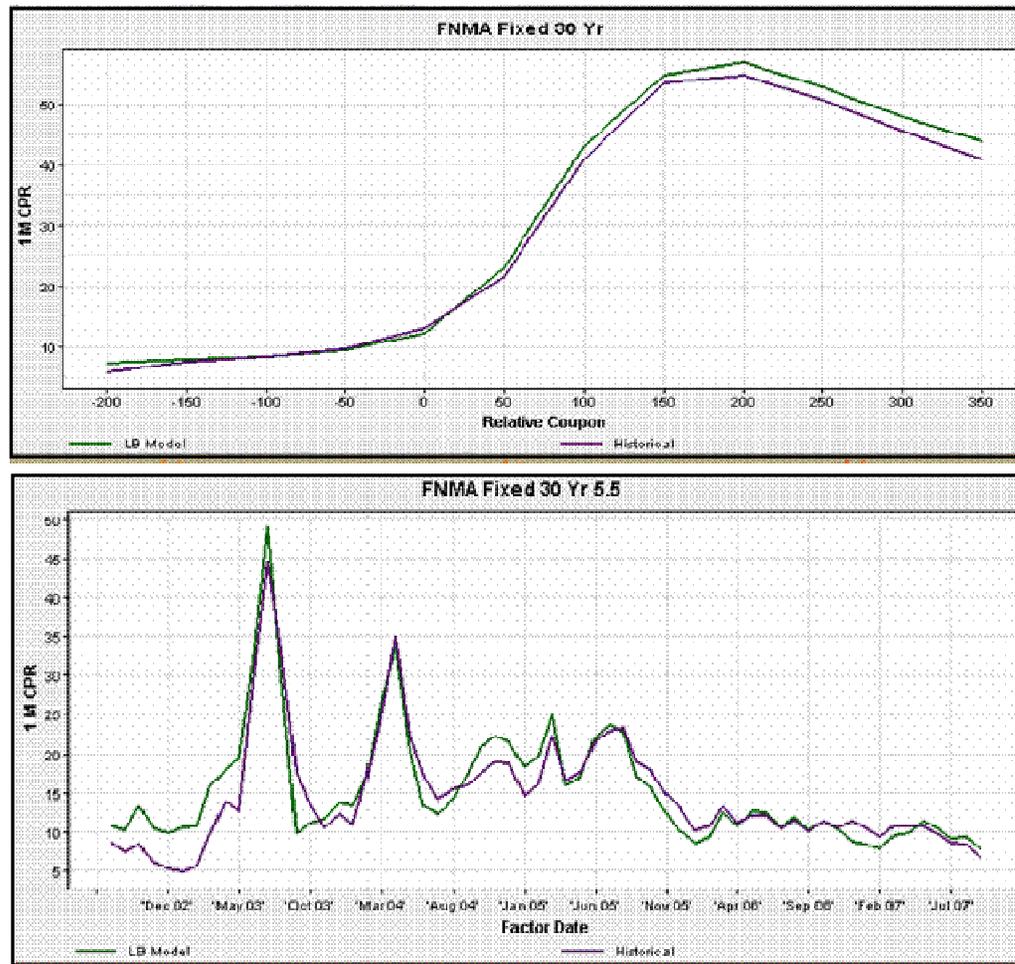


Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Фактор денежных потоков. 3 – Частота досрочного погашения

При стресс-тестировании константа досрочного погашения (constant prepayment rate – CPR) задается в диапазоне от 0,5% до 30% (и выше), но на более развитых рынках с сопоставимым ассортиментом продуктов (но большими возможностями рефинансирования), напр., в США, диапазон колебаний CPR намного выше.



Source: LehmanLive

**STANDARD
& POOR'S**

Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смещение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

Фактор денежных потоков. 4 – Смешение денежных средств

Смешение – денежные средства, принадлежащие спецюрлицу, смешиваются с денежными средствами третьего лица

- В случае банкротства этого третьего лица денежные средства будут потеряны или заморожены.
- В российском законодательстве нет четкого положения, позволяющего использовать счет в качестве залога, поэтому банкротство российского резидента, предоставляющего счет, должно, по-видимому, привести к потере всех денег, находящихся на этом счете.
- Характеристики счета сумм к получению (напр., сроки выплат по кредитам) определяют величину риска смешения.
- Сумма под риском зависит от времени поступления платежей заемщиков и периодичности перевода этих средств на счет сделки.
- В российских сделках RMBS риск смешения обычно определяется в размере потери платежей по основной сумме долга и процентам, совершаемых за 1-2 месяца (в зависимости от рейтинга эмитента, предоставляющего счет сумм к получению, рейтинга облигаций и потока денежных средств, поступающих на счет сделки, принадлежащий спецюрлицу).

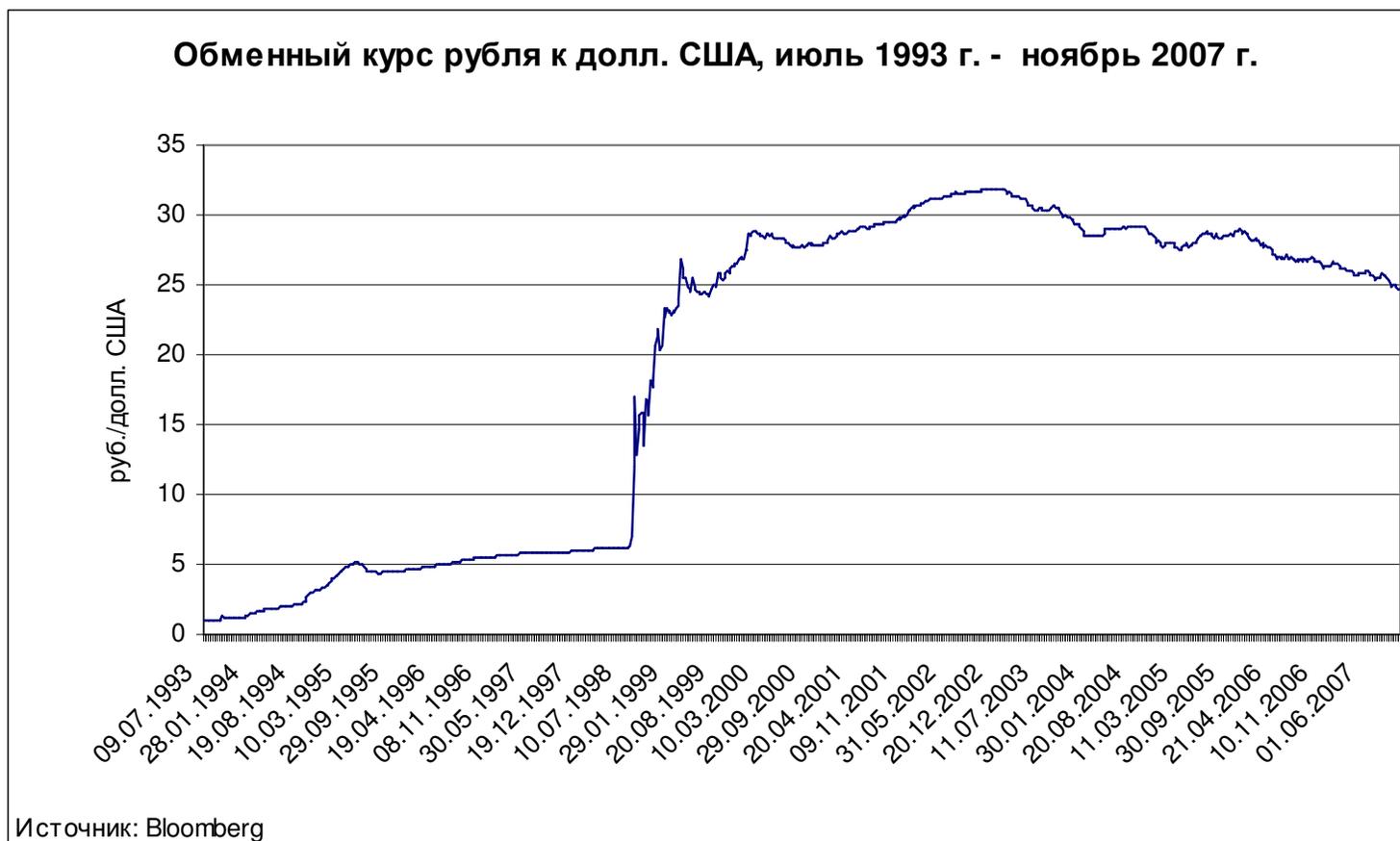
Методика Standard & Poor's

Некоторые факторы, изучаемые при анализе сделок RMBS		
Кредитные факторы	Фактор денежных потоков	"Суверенные" факторы
<u>Допущения, используемые в базовом сценарии:</u>	<u>Факторы, влияющие на денежные потоки:</u>	<u>Страновые риски:</u>
Базовая частота обращения взыскания	Время наступления дефолтов	Риск ограничения перевода и конвертируемости валюты
	Время до взыскания задолженности	Прямое вмешательство в активы эмитента
<u>Факторы, определяющие вероятность дефолтов:</u>	Расходы по сделке	Непрямое вмешательство в активы эмитента
Кредит/ стоимость обеспечения (LTV)	Процентные ставки	Падение курса нац. валюты
Выплаты/ доход (Payment-to-income-PTI)	Ставки реинвестирования	Банковская система
Размер кредита	Частота досрочного погашения	
"Выдержанность"	Контрпретензии	
Географическая концентрация	Смешение средств	
Занятость жилья		
Статус экономически активного лица		
Бытовое/ коммерческое использование жилья		
Оценка кредитоспособности		
Вид процентной ставки		
Схема амортизации		
Валюта		
Просроченные платежи		
<u>Факторы, определяющие удельный вес убытков в случае дефолта:</u>		
Снижение рыночной стоимости		
Затраты на обращение взыскания		
Страхование ипотечной задолженности		

«Суверенные» факторы. 1 – Валюта

Вопрос не только кредитоспособности...

- Колебания курса рубля относительно других валют сейчас уменьшились, но этот фактор по-прежнему важен для анализа нерублевых ипотечных кредитов, а также для обеспечения подходящего свопа (если речь идет о выпуске нерублевых облигаций).



Резюме: проблемы анализа растущего рынка

«Рост – это всегда прыжок в неизвестное" (Генри Миллер)

- Быстрый рост объемов кредитования за период, который нельзя назвать достаточно протяженным (во времени) или разноплановым (с точки зрения экономического климата), неизбежно связан с риском, который заключается в том, что предыдущий опыт управления задолженностью может оказаться недостаточным для решения текущих задач андеррайтинга.
- Никакая оценка кредитных рисков, существующих на российском рынке ипотеки, не может делаться лишь исходя из анализа тенденций на сравнительно благополучном в последние годы рынке потребительских кредитов, а также на основании небольшого пока опыта обращения взыскания на предмет залога. Самым важным предметом изучения должен быть оригинатор сделки по секьюритизации ипотечных активов.



STANDARD & POOR'S

www.standardandpoors.com

Analytic services and products provided by Standard & Poor's are the result of separate 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.