

Инвестиционный бизнес



Инвестиции в ипотечные ценные бумаги: за и против

8 октября 2008 г.

Российские ипотечные ценные бумаги

Основные факты о российских ипотечных ценных бумагах (ИЦБ)

- ИЦБ обращаются на бирже почти 2 года
- Создана и работает легальная и финансовая инфраструктура
- Собрана статистика по ипотечным активам, появились аналитические модели ИЦБ и Fixed Income Research
- До кризиса большая часть ИЦБ продавалась иностранным инвесторам
- После кризиса западный рынок капитала закрылся
- Необходимо развивать внутренний рынок ИЦБ

Российские ИЦБ, как инвестиции, не «хуже» российских голубых фишек

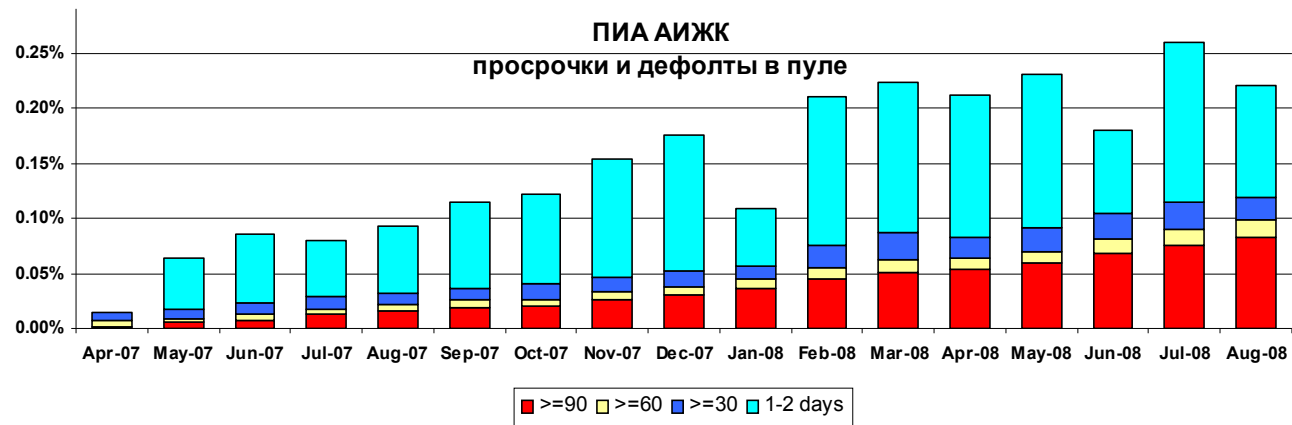
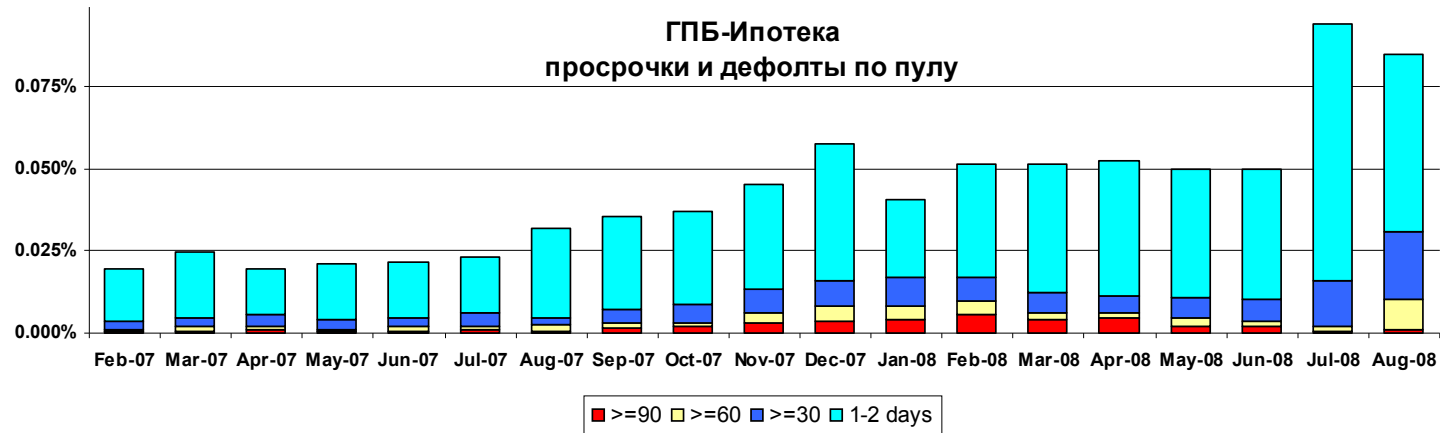
Особенности ипотечных ценных бумаг

- Обеспечены залогом недвижимости
- Амортизация плановая и досрочная
- Месячные или квартальные купоны
- Активы отделены от кредитного риска originатора

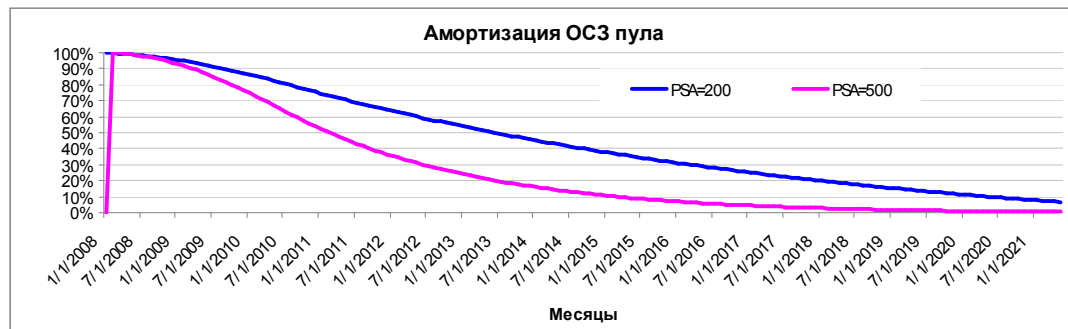
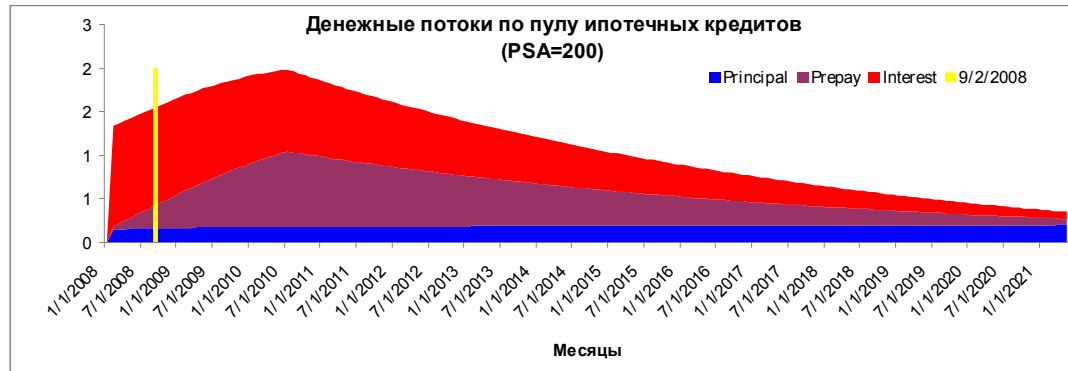
Риск	Последствия
Дефолт заемщика	<i>Прекращение платежей и потери по кредиту</i>
Дефолт originатора	<i>Прекращение обслуживания и замораживание активов, потери при ликвидации</i>
Досрочные погашения	<i>Неопределенность денежных потоков и срока обращения*, риски реинвестирования</i>
Низкая ликвидность	<i>Трудности закрытия позиции в ИЦБ</i>
Флуктуации фин. рынка	<i>Колебания рыночной цены ИЦБ</i>

* Легальный срок погашения кредитов – до 30 лет. Эффективный срок обращения ИЦБ – 4-5 лет

Дефолты и просрочки по кредитам



Влияние досрочных погашений



Структурирование ИЦБ: распределение рисков и кредитное усиление

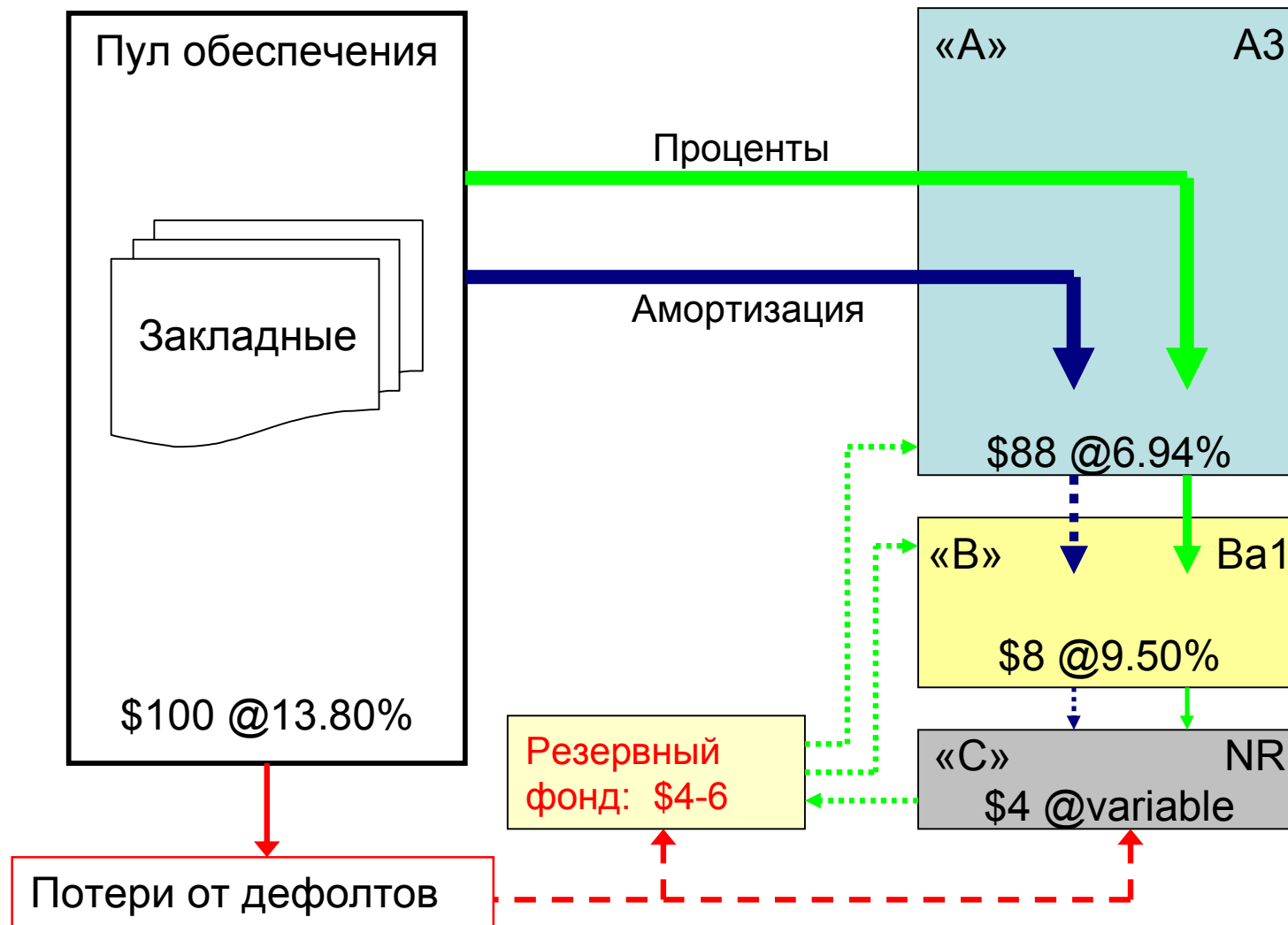
Риск дефолта originатора (сервисера)

- SPV (Special Purpose Vehicle)
- Backup сервисер
- Резервный фонд

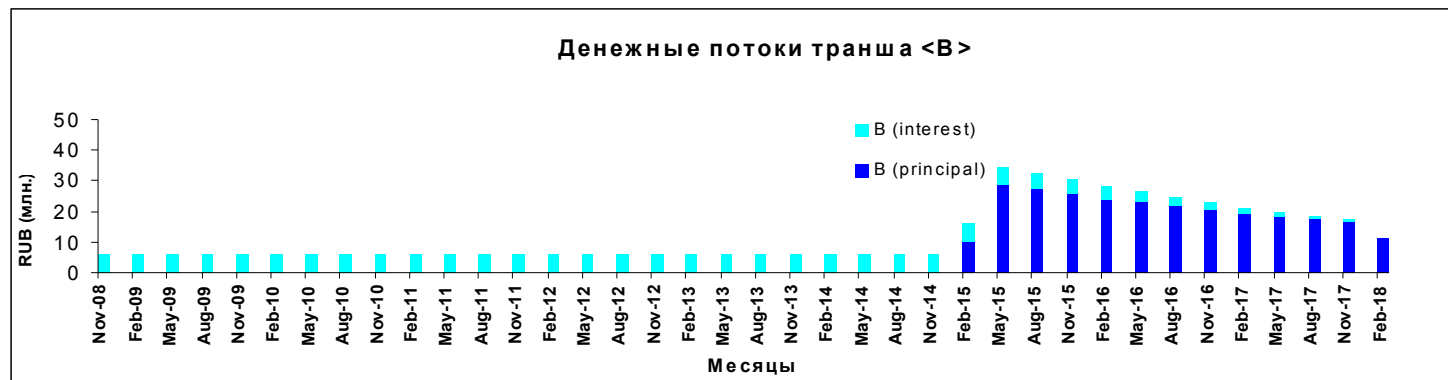
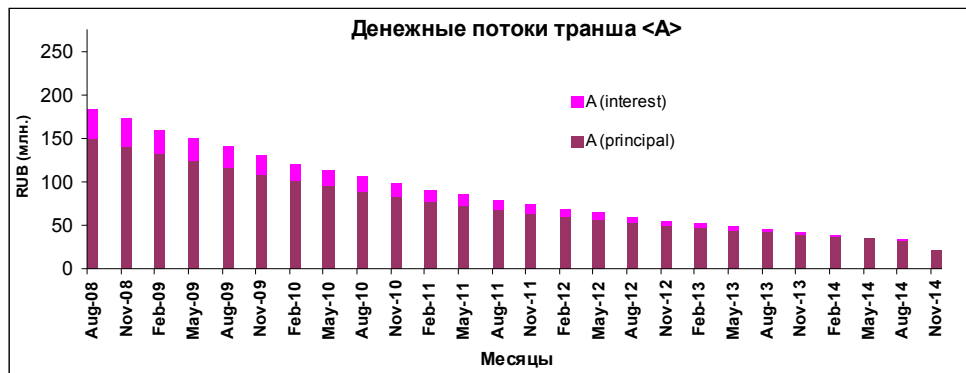
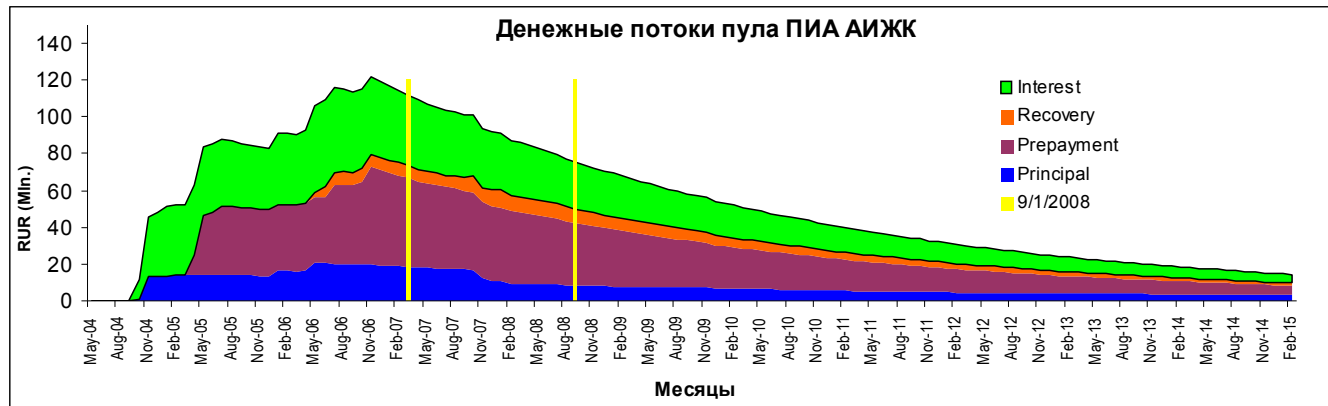
Риск дефолта заемщика и качества активов

- Последовательная структура траншей: старшие и младшие
- Анализ и рейтинг международного кредитного агентства
- Перераспределение денежных потоков между траншами

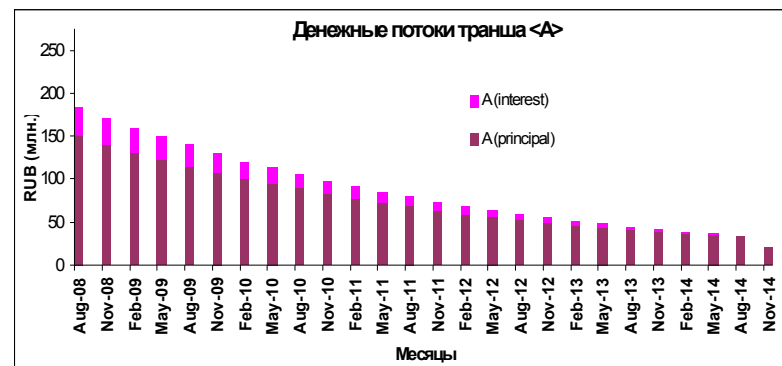
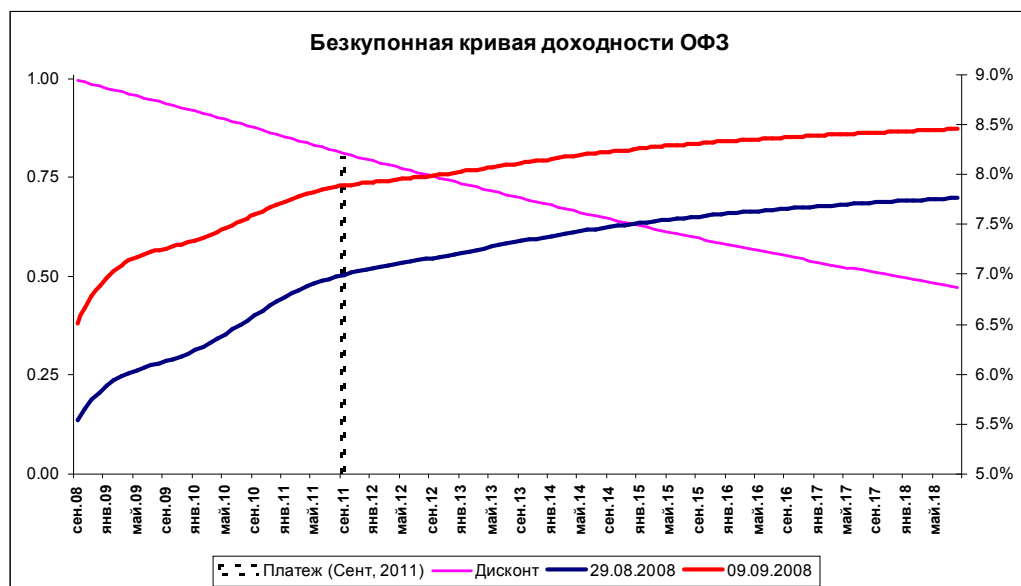
Пример структуры сделки ПИА АИЖК



Денежные потоки по ПИА АИЖК



Справедливая цена ИЦБ



Durations	Tranche/Spread	Duration (canonical)	Partial Durations		
			Parallel	Short	Long
PIA AHML	A / 250	1.95	2.24	0.98	0.60
PIA AHML	B / 500	4.33	6.13	1.56	1.34
GPB-Ipoteka	A / 500	1.74	2.18	1.01	0.60

Влияние дефолтов на справедливую цену ИЦБ

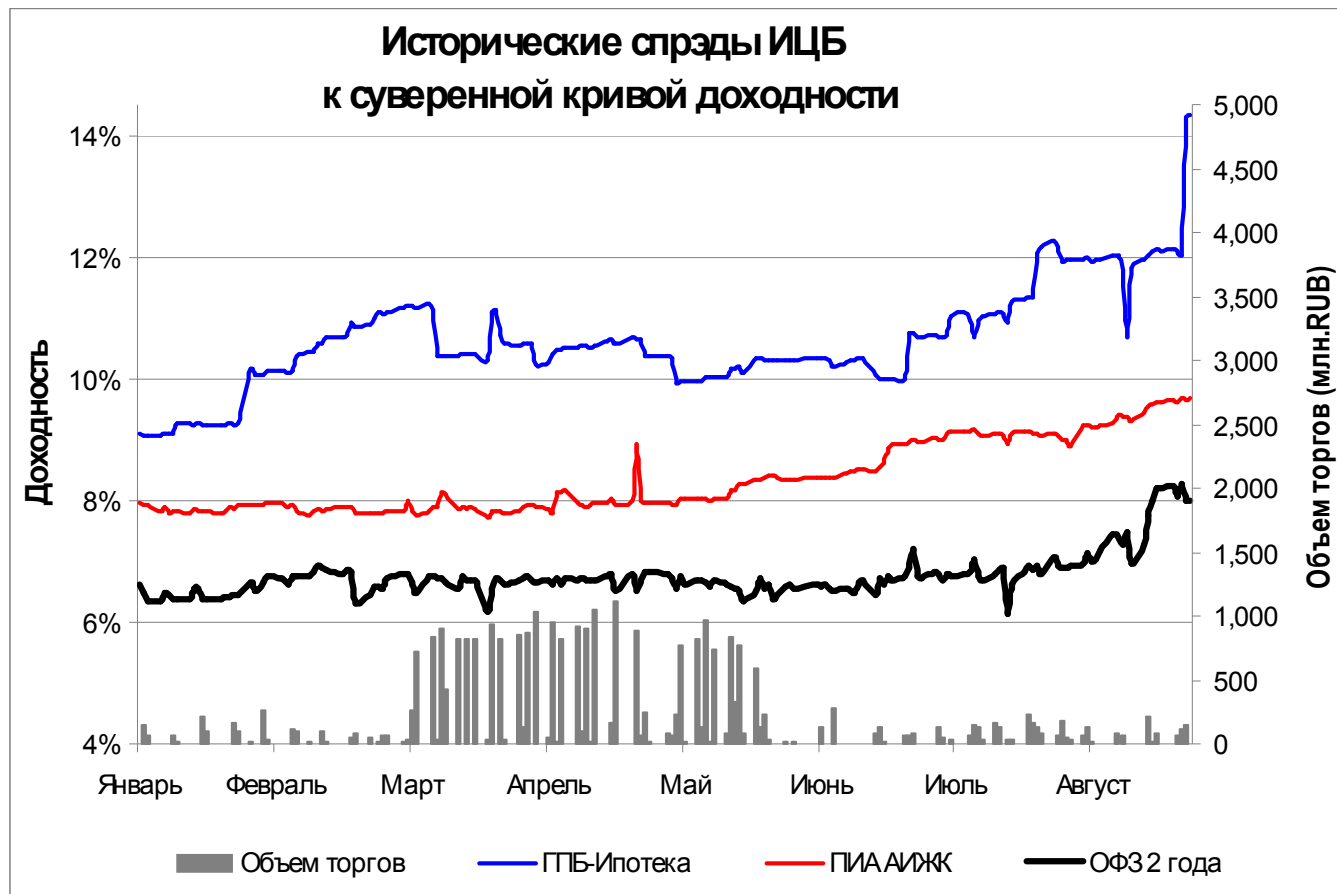
Default rate: годовой % баланса пула кредитов, которые «уходят» в дефолт

MTR (Months Till Recovery): время на обращение взыскания на залог

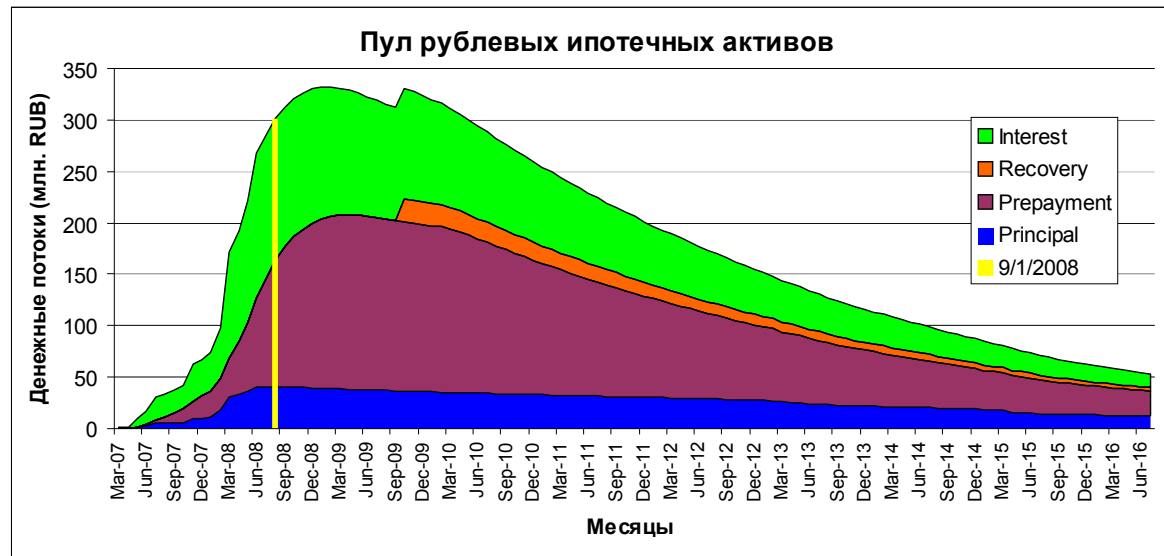
Severity Rate: процент потерь банка после реализации залога

Default rate=1.0%		MTR = 12 months			MTR = 24 months		
		Severity Rate			Severity Rate		
ИЦБ	Транш/Спрэд	0%	25%	50%	0%	25%	50%
ПИА АИЖК	A / 250	96.58	96.21	95.64	96.05	95.77	94.49
ПИА АИЖК	B / 500	90.68	86.83	66.93	90.11	85.01	66.73
ГПБ-Ипотека	A / 500	96.84	96.50	96.12	96.25	95.97	95.68
Default rate=5.0%		MTR = 12 months			MTR = 24 months		
		Severity Rate			Severity Rate		
ИЦБ	Транш/Спрэд	0%	25%	50%	0%	25%	50%
ПИА АИЖК	A / 250	97.59	93.46	78.22	96.00	88.53	74.30
ПИА АИЖК	B / 500	94.20	56.15	47.08	89.13	55.42	47.89
ГПБ-Ипотека	A / 500	97.84	97.08	81.09	95.66	92.54	77.91

Сравнительный анализ различных ИЦБ



Денежные потоки по пулу ВТБ



Агрегированные данные по пулу			
Параметр	Средневзвешенная величина	Минимум	Максимум
Совокупный остаток ссудной задолженности	13,591,791,808 RUB	-	-
Количество кредитов	10,614	-	-
Текущее значение K/3	49.39%	3.11%	70.00%
Текущий размер кредита	1,280,553.21	103,738.90	10,000,000.00
Фиксированная ставка процентов	12.25%	11.00%	16.00%
Начальный срок кредита (в месяцах)	185	62	350
Оставшийся срок кредита (в месяцах)	174	36	362
Баланс просроченных платежей (30+ дней)	0.00	0	0
Возраст заемщика	35	20	60
Соотношение Платеж/Доход	42.55%	0.98%	69.98%
Процент просроченных платежей (30+ дней)	0.00%		

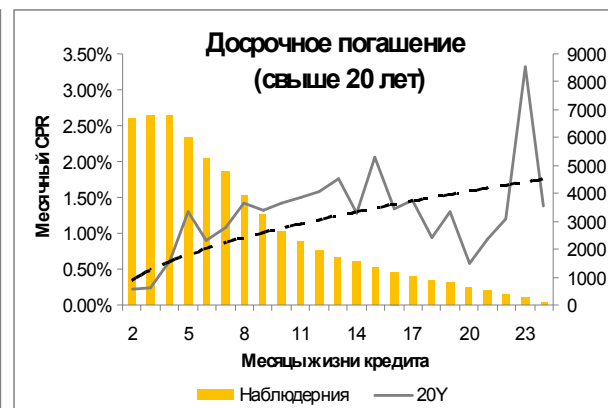
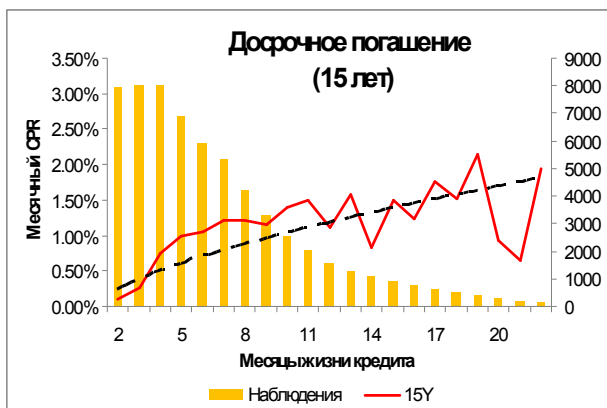
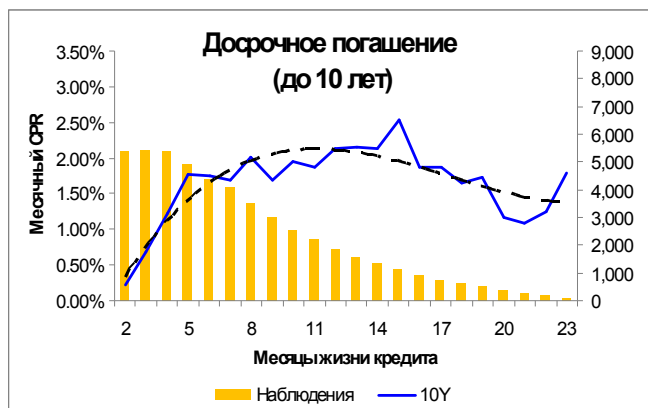
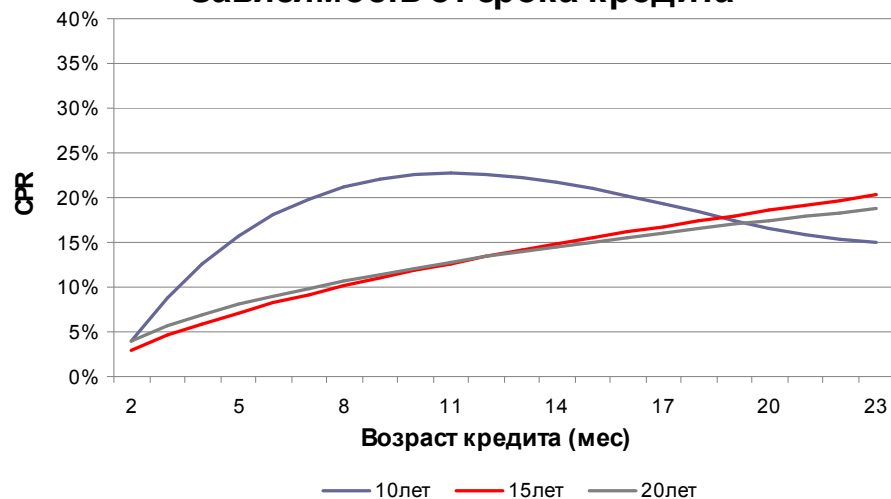
Перераспределение рисков в сделке ВТБ

Если бы ВТБ секьюритизировал пул закладных 21 августа 2008, то старший транш должен бы иметь доходность не меньше **11.75%**

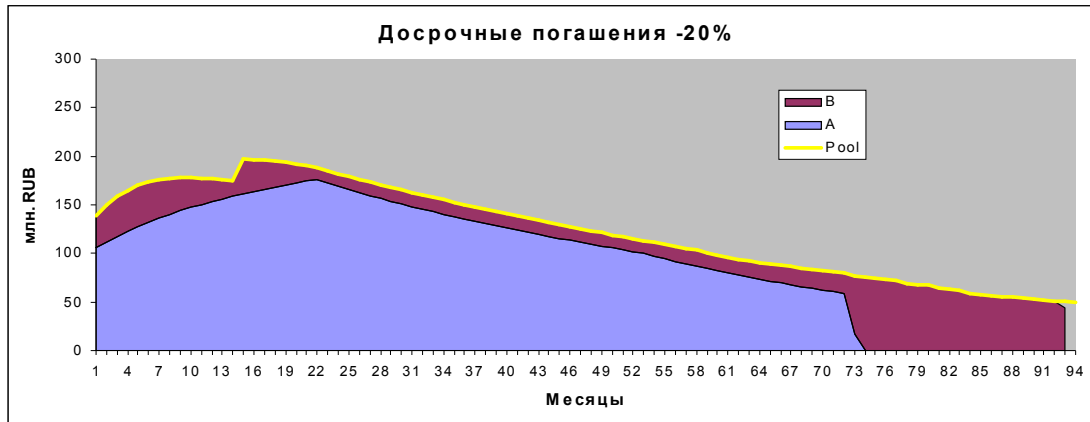
Риск	Средство снижения	БП
Дефолты заемщиков	Младший транш и резервный фонд	0
Дефолт сервисера	SPV и backup сервисер	0
Колебания финансового рынка	Индивидуальное хеджирование отдельных инвесторов/портфелей	0
Ликвидность	ВТБ предоставит репо ВТБ будет market-maker по этой ИЦБ	-25
Досрочные погашения	Перераспределение досрочных погашений между траншами А и В	?

Модели досрочных погашений

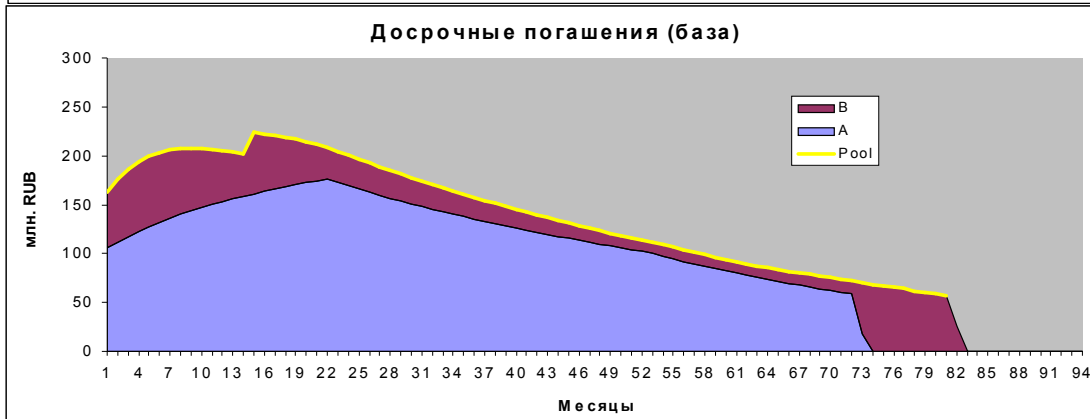
Зависимость от срока кредита



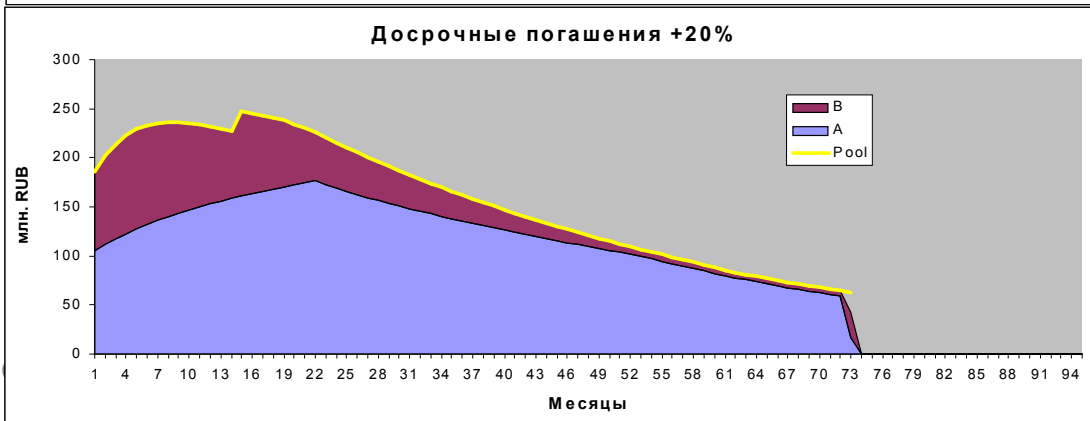
Транш с приоритетным графиком погашения



-20%	A / 500	B / 750
	100.62	95.69



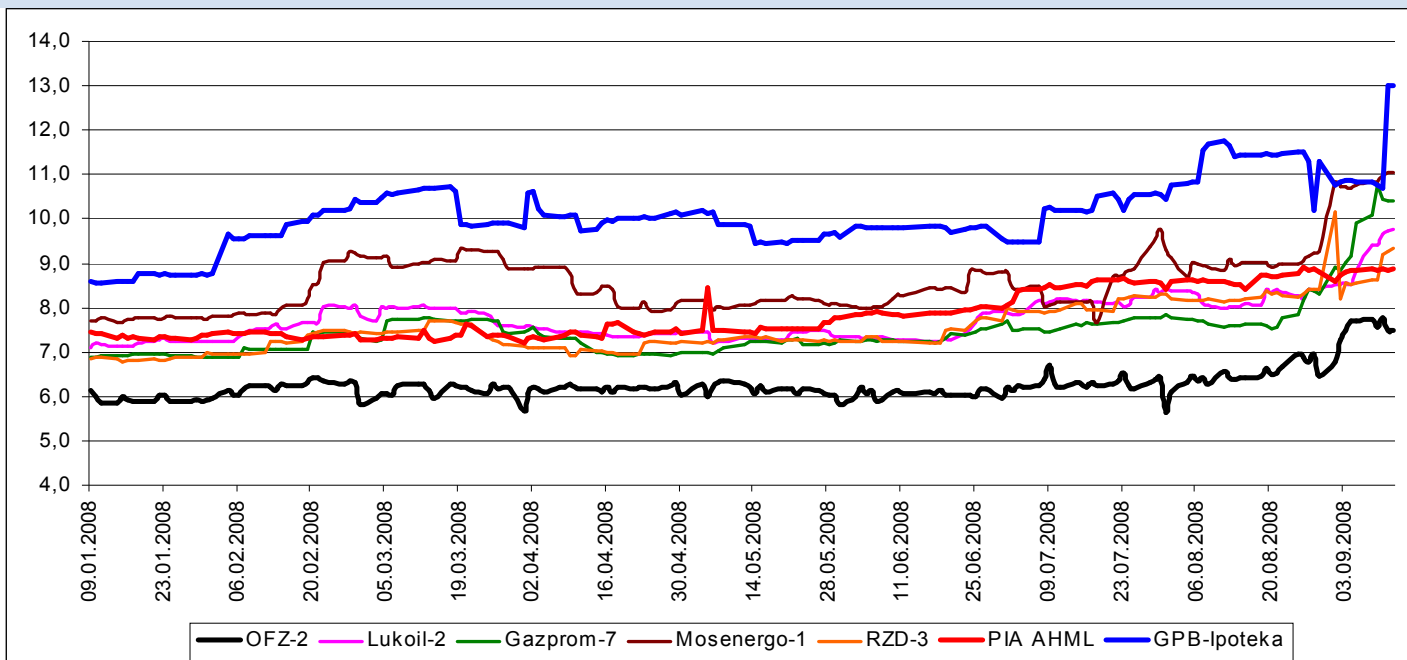
0%	A / 500	B / 750
	100.62	97.87



+20%	A / 500	B / 750
	100.62	99.60

-50 бп ?

Спрэды и доходность ИЦБ



Облигация	Купон	Периодичность (в год)	Дата погашения	Рейтинги		
				S&P	Moody's	Fitch
ОФЗ 25060	5.80%	4	29.04.2009	BBB+	Baa2	BBB+
Газпром, 7	6.79%	2	29.10.2009	BBB		BBB
РЖД, 3	8.33%	2	02.12.2009	BBB+	A3	BBB+
Лукойл, 2	7.25%	2	17.11.2009	BBB-		BBB-
Мосэнерго, 2	7.65%	2	01.03.2012	BB		
PIA АИЖК	6.94%	4	15.02.2039		A3	
ГПБ Ипотека	8.00%	4	29.12.2036		Baa2	

ИЦБ с точки зрения инвесторов

Для консервативного инвестора

- Рейтинг ИЦБ сопоставим или превышает рейтинг голубых фишек
- Доходность ИЦБ высокая (рынок их пока недооценивает)
- Структурирование ИЦБ позволяет гибко перераспределять риски
- Параметры ИЦБ могут быть подогнаны под требования инвесторов
- ВТБ может оказать аналитическую поддержку инвестирования в ИЦБ
- ВТБ может выстроить схемы хеджирования портфелей ИЦБ
- ВТБ намерен предоставлять репо по своим ИЦБ

Для агрессивного инвестора

- Может воспользоваться недооценкой справедливой стоимости ИЦБ
- Рынок ИЦБ еще не устоялся: существует арбитраж между ИЦБ и ОФЗ
- Можно также заработать на разнице цен ИЦБ vs. ИЦБ и голубых фишек

ИЦБ с точки зрения инвесторов

Стратегии консервативного инвестора

- Увеличить доходность консервативной части портфеля:
продать часть ОФЗ и купить ИЦБ
- Улучшить кредитное качество консервативной части портфеля:
продать часть голубых фишек и купить ИЦБ такой же доходности
- Купить сегодня ИЦБ с самой высокой доходностью и заработать на поднимающемся рынке гибко реинвестируя амортизационные выплаты ИЦБ

Стратегии агрессивного инвестора

- Арбитраж ИЦБ vs. ОФЗ
сделать короткие позиции в ОФЗ против длинной позиции в ИЦБ
- Арбитраж ИЦБ vs. голубых фишек с низкой доходностью
сделать короткие позиции в корп. облигациях vs. длинной позиции в ИЦБ
- Сыграть на разнице доходностей между различными ИЦБ



Спасибо!

Контакты:

Геннадий Суворов

gsouvorov@vtb.ru

+7 985 220-1350 (моб)

+7 495 783-1033 (раб)