Артур ОРЛОВ,
менеджер проекта
по еврооблигациям, Cbonds

Мировой опыт секьюритизации

С периода великой рецессии минуло уже довольно много времени. Финансовые рынки прошли путь серьезных трансформаций: от повсеместного распространения криптовалют до борьбы с загадочной пандемией коронавируса — и вошли в сложную фазу политико-экономических противоречий, сопровождающуюся глобальным обострением военной активности. В такие времена особенно интересно наблюдать за поведением наиболее сложных финансовых инструментов, к которым, без сомнения, относится и секьюритизация. Вооружившись всеми любимой статистикой, попытаемся взглянуть на состояние современного рынка секьюритизации и выделить ключевые факторы, влияющие на его самочувствие.

США

Правильно будет начать непосредственно с родины секьюритизации, для которой этот инструмент остается важнейшим средством влияния на рынок недвижимости. Несмотря на последствия кризиса и периодически всплывающие предложения сократить зависимость от секьюритизации в пользу облигаций с покрытием, ничто не может заставить американцев отказаться от полюбившегося им инструмента. Доказательством тому может быть 2021 год, когда объем новых эмиссий превысил докризисный рекорд аж на 47% (Рисунок 1). Бесспорно, этому способствовали меры поддержки правительства, направленные на смягчение последствий пандемийных ограничений, включающие как понижение ставок, так и программы выкупа ипотечных бумаг. В такие моменты главное — держать себя в руках и не злоупотреблять субстандартным кредитованием. Тем более что искушаться пришлось не так долго. Последние два года ястребиная политика ФРС все больше давит на рынки в попытках обуздать вышедшую из-под контроля инфляцию (по данным портала Cbonds, учетная ставка была увеличена с 0.25% в начале 2022 года до 5.5% в середине 2023 года). Высокие ставки охладили кредитный рынок, что непосредственным образом сказалось на темпах эмиссии секьюритизации.

Если говорить об американском рынке, то одной из его наиболее показательных характеристик является соотношение агент-

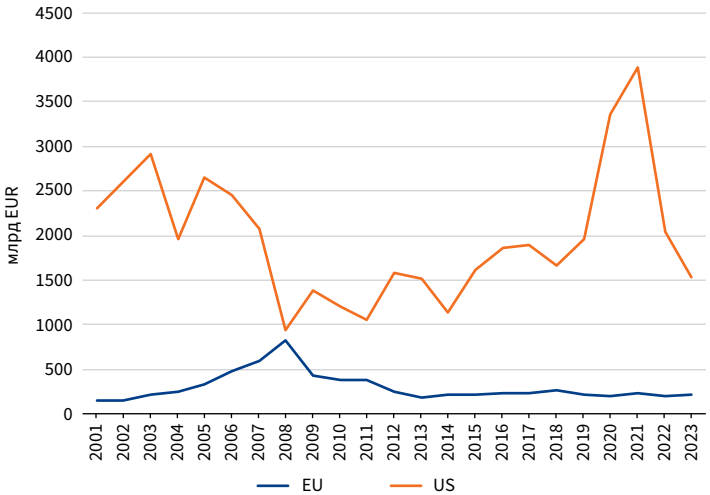


Рисунок 1
Эмиссия секьюритизации в США и Европе в 2001–2023 годах
Источник: AFME

ских и неагентских эмиссий в общей доле ипотечной секьюритизации. Напомню, что именно с увеличением доли неагентских выпусков связано начало великой рецессии. В первые же годы после кризиса их доля рухнула до минимальных значений и еще долго не могла начать восстанавливаться (на 2007 год, по данным SIFMA, доля неагентской ипотечной секьюритизации составляла 26%, рухнув до 0.85% к 2010 году, за 2023 год этот показатель равен 2.5%). Обратимся к Рисунку 2.

Максимальное восстановление неагентской эмиссии составляло 14.4% и пришлось на 2018 год, за которым вновь последовала сдача позиций. Инвестиционные банки вынуждены вести себя как можно более осторожно. Под пристальным взором регуляторов уже не так просто впасть в эйфорию наподобие той, что наблюдалась в начале века. Инвесторы, аналогичным образом, прекрасно понимают, что в случае повторения кризисного сценария лучше быть владельцем именно агентских бумаг, которые так или иначе имеют определенную государственную гарантию. Никому не хочется оказаться в одной лодке с очередным Lehman Brothers. Таким образом, можно сделать вывод, что объем

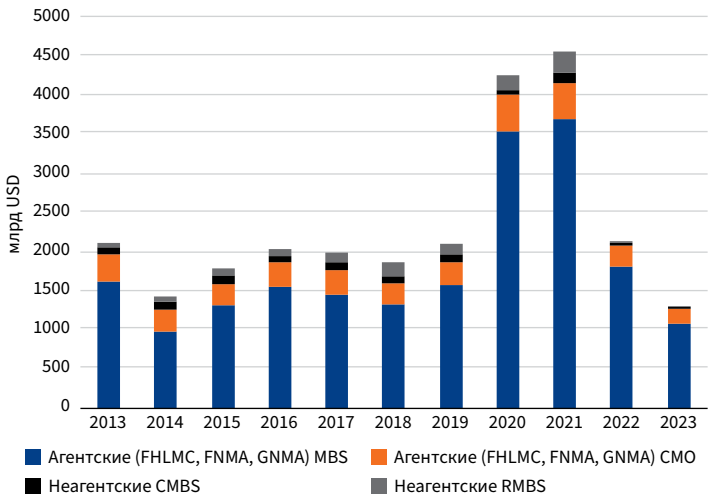


Рисунок 2
Эмиссия ипотечной секьюритизации в США
Источник: SIFMA

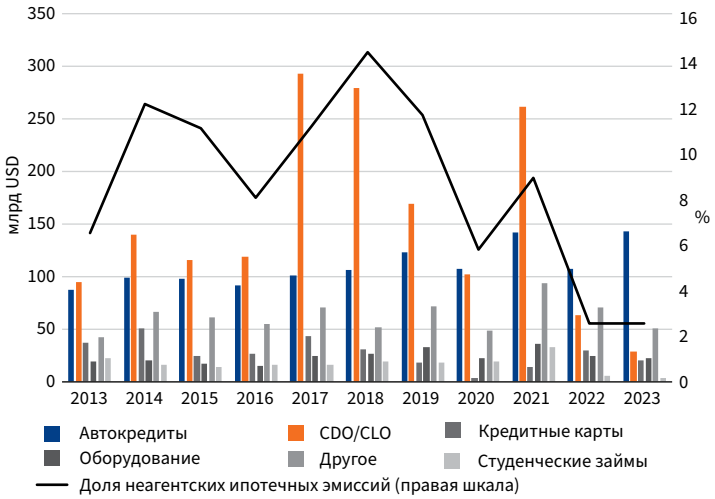


Рисунок 3
Эмиссия неипотечной секьюритизации в США и изменение доли неагентских ипотечных бумаг
Источник: SIFMA

эмиссии, приходящийся на неагентский сектор ипотечной секьюритизации, даже на пиковых значениях последних лет находился на весьма умеренных уровнях.

Не менее полезно будет взглянуть на структуру неипотечных эмиссий (Рисунок 3). Здесь сразу же в глаза бросаются периодические всплески активности CDO/CLO. Эти инструменты считаются одними из наиболее рискованных и сложных видов секьюритизации, а их роль в кризисе была не менее значима, чем вышеупомянутый рост неагентской секьюритизации ипотеки. И особенно интересно, что прослеживается определенная взаимосвязь между этими всплесками и ростом доли неагентских эмиссий ипотечной секьюритизации, колебания которой также можно увидеть на Рисунке 3. Можно предположить, что неагентские эмиссии намного активнее используются в качестве обеспечения для CDO. Часто оказывается и так, что эмитентом CDO и ипотечной секьюритизации, находящейся в обеспечении, является один и тот же финансовый институт.

ЕВРОПА

В отличие от США, расчетливые европейцы не поддались излишне позитивным настроениям, и рынок секьюритизации здесь можно охарактеризовать как стабильный и консервативный. При взгляде на общий объем новых европейских эмиссий, отраженный на Рисунке 1, в голову тут же приходит знакомый всем трейдерам термин «боковик». Но помимо совокупного объема эмиссии, особенностью европейского рынка и одним из главных показателей возвращения интереса к секьюритизации без преувеличения является объем неразмещенных эмиссий (Рисунок 4). Сразу напрашивается вывод, что спрос на секьюритизацию до сих пор не восстановился и остается на низких уровнях. Большая часть эмиссий после кризиса продолжает использоваться в основном как обеспечение для сделок РЕПО с Банком Англии и ЕЦБ в целях привлечения ликвидности. Можно с уверенностью сказать, что на спрос и предложение сильно повлияли ужесточенные требования регуляторов и традиционная для данного рынка популярность альтернативных инструментов, таких как облигации с покрытием (covered bonds).

К слову, различные программы европейских центральных банков по поддержанию ликвидности долгое время работали как сдерживающий фактор для финансовых учреждений в вопросе выпуска секьюритизации. В данный момент эти программы находятся на различных стадиях сворачивания. Помимо этого, на 10-летнем минимуме находится уровень роста депозитов, не так давно ставший отрицательным. Он снижается третий год подряд. Сначала это было связано с нормализацией после пандемии, а позже — с увеличением стоимости жизни. Оба этих фактора с большой вероятностью приведут к активизации банков в качестве

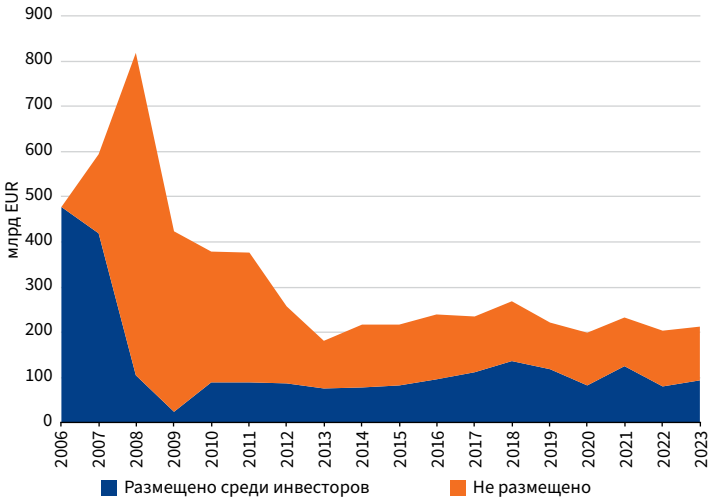


Рисунок 4
Соотношение размещенных и неразмещенных эмиссий в Европе в 2006–2023 годах
Источник: AFME

эмитентов на рынке секьюритизации. Особенно это актуально для Великобритании, где около 150 млрд фунтов, предоставленных по программе долгосрочного финансирования Банка Англии, остаются непогашенными. Своеобразным подтверждением этого служит и то, что в 2023 году доля банковского сектора среди эмитентов секьюритизации стала рекордной за 5 лет, составив 30%[1].

[1] S&P Global Ratings, Global Structured Finance 2024 Outlook, 2024. P. 35–36.

На конец III квартала 2023 года рэнкинг восьми наиболее значимых европейских стран по объему секьюритизации в обращении выглядел следующим образом: Великобритания — 23.3%, Франция — 18.3%, Италия — 14.6%, Нидерланды — 12.8%, Испания — 12.0%, Германия — 8.0%, Бельгия — 5.3%, Ирландия — 2.4% (данные AFME, без учета CDO/CLO). Не лишним будет взглянуть и на распределение активов по странам. В этом нам поможет Таблица 1. Наиболее популярным активом в большинстве случаев ожидаемо

Таблица 1. Объем секьюритизации в обращении в Европе по стране и типу обеспечения (млрд евро)[2]
Источник: AFME

Страна	Авто	Кредитные карты	Кредиты МСП	CMBS	Потреб кредиты	Аренда	RMBS	Другое	Общий
Великобритания	12.1	21.8	0.3	25.1	5.6	0.7	129.3	27.9	222.7
Франция	6.3	1.1	6.0	0.2	21.9	0.3	139.8	0.0	175.6
Италия	9.5	0.0	42.8	1.2	36.2	5.5	34.0	10.1	139.4
Нидерланды	2.0	0.0	25.2	0.7	0.4	0.0	93.7	0.0	122.2
Испания	11.1	0.9	7.0	0.1	10.6	0.9	83.5	1.1	115.2
Германия	29.8	0.0	5.3	2.0	6.3	1.4	31.3	0.0	76.2
Бельгия	0.5	0.0	24.8	0.0	0.3	0.0	25.3	0.0	50.9
Ирландия	0.3	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	19.7	2.8	23.1
Греция	0.1	0.5	4.0	0.0	0.0	0.5	0.2	4.2	9.4
Португалия	1.8	0.7	0.0	0.0	0.8	0.0	5.8	0.1	9.2
Пан-Европа	0.0	0.0	0.1	2.3	0.0	0.0	3.2	0.0	5.5
Остальная Европа	2.7	0.0	0.0	0.6	0.9	0.0	0.2	0.9	5.4
Швейцария	2.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6

[2] Данные на III квартал 2023 года, не включают CDO/CLO.

остается жилищная ипотека. В Германии и Швейцарии можно отметить относительно высокий уровень секьюритизации автокредитов. Для Италии, Бельгии и Греции прослеживается преимущественно ориентация на кредиты малому и среднему бизнесу. В Италии, впрочем, большую долю занимают и обычные потребительские кредиты. Интересно, что в абсолютных значениях по ипотечным бумагам лидером является Франция (139.8 млрд). А в аутсайдеры можно записать Швейцарию, где секьюритизация ипотеки практически не используется, и Грецию, где объемы носят символический характер.

МИРОВОЙ РЫНОК

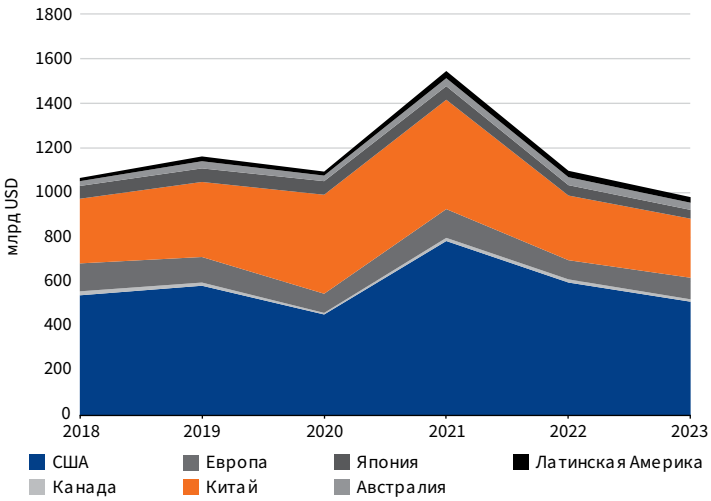
Ничто так не демонстрирует состояние рынка, в особенности в глобальном масштабе, как объемы новых эмиссий. Именно по этой причине их красочная визуализация представлена на Рисунке 5. Невооруженным глазом видно, что в сравнении с 2018 годом объем в 2023 году снизился. Тем не менее отдельные регионы все-таки смогли сохранить положительную динамику. Среди таких можно отметить Латинскую Америку (рост 73%) и Австралию (рост 35%).

Хорошо заметен всплеск активности в 2021 году (41% — к 2020 году), где наиболее взрывная динамика наблюдалась во все той же Латинской Америке (100%) и США (73.5%). Отложенный спрос и снятие коронавирусных ограничений творят чудеса.

Доминирующим рынком в Латинской Америке является Бразилия (более 85% в объеме выпуска за 2023 год, данные S&P). Специалисты S&P ожидают, что и в 2024 году благодаря росту экономики, благоприятной денежной политике и росту инвестиций Бразилия продемонстрирует увеличение объемов эмиссии, а также расширит ассортимент видов секьюритизации. Аргентина и Мексика смотрятся намного скромнее. В случае с Аргентиной ситуация усугубляется непростой экономической обстановкой, которая, впрочем, может измениться при грамотных действиях нового правительства.

Интересная ситуация сложилась на рынке Австралии. Основными эмитентами здесь за последние несколько лет стали небанковские организации, доля которых в общем объеме выпуска поднималась выше 80%. Они же и являются главными спонсорами неугасающей активности рынка. В период пандемии, имея доступ к дешевому финансированию по государственным программам, банки свели к минимуму выпуск как обычных облигаций, так и секьюритизации. В то же время небанковские организации такой возможности не имели. Они активно наращивали свои кредитные портфели в силу высокого спроса на рынке недвижимости, который подстегивал у заемщиков страх упущенной возможности, вынуждая последних отдавать предпочтение именно небанковским организациям из-за более оператив-

Рисунок 5
Объем новых эмиссий в мире[1]
Источник: S&P Global Ratings



[1] Не включает агентские RMBS/CMBS, ABCP, TOB, CRE CLO и рефинансирования CLO.

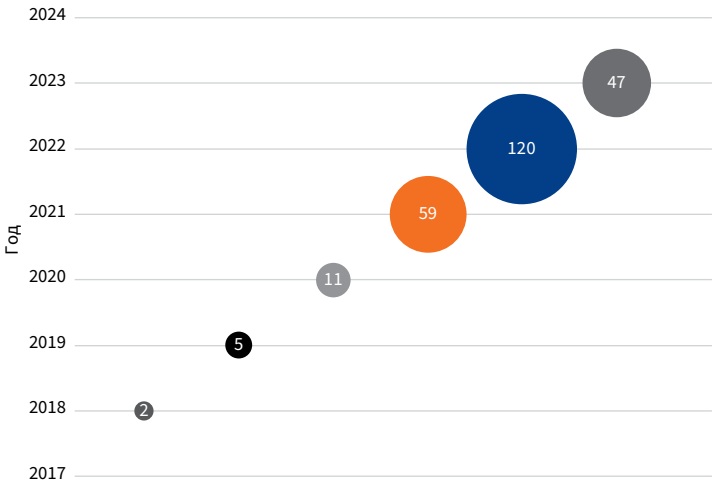


Рисунок 6
Количество первичных дефолтов по эмиссиям компаний, связанных с недвижимостью, Китай
Источник: Cbonds

ного принятия ими решений по кредиту, даже если такой кредит был хуже по условиям. В сложившейся ситуации секьюритизация стала эффективным способом привлечения ликвидности. А для инвесторов при ограниченном присутствии на рынке традиционных банковских облигаций — альтернативой для вложения средств. В настоящее же время, когда рынок жилья уже не так перегрет, небанковские организации сосредоточили свое внимание на кредитовании бизнеса и добились значительных успехов. Отдельно необходимо отметить секьюритизацию автокредитов и оборудования. Эти виды обеспечения являются ключевыми среди неипотечной секьюритизации. И здесь тоже наблюдается растущая экспансия небанковских организаций, и без того доминирующих на протяжении ряда лет[1].

Нельзя оставить без внимания и Китай, где сильный рост рынка секьюритизации наблюдался с 2014 года и привел к тому, что по размерам эмиссии Китай стал вторым рынком после США, обойдя Европу. На пике объемы доходили до уровней выше $450 млрд в 2021 году, а за 2023 год составили около $264 млрд (данные S&P). Значительное сокращение объемов произошло с 2022 года, что хорошо коррелирует с пиком волны дефолтов девелоперов и связанных с ними организаций (Рисунок 6), в результате чего больше всего пострадал выпуск RMBS. Сокращение количества дефолтов в 2023 году свидетельствует о начале восстановления рынка, что не может не радовать.

В целом, подводя итоги, можно предположить, что пик падения после ралли 2021 года уже пройден, и в 2024 году можно ожидать если не роста, то по крайней мере сохранения объемов на уровне 2023 года. Уровни инфляции в большинстве развитых стран стабилизируются, что неминуемо ведет к ослаблению хватки со стороны регуляторов и повышению активности на потребительском рынке. Также в последнее время хотелось бы отметить тенденцию к увеличению количества ESG и социальных эмиссий, что, впрочем, характерно для всего долгового рынка.

Безусловно, геополитическая повестка продолжит оказывать давление, но данный риск никогда не отличался хорошей прогнозируемостью. Театр военных действий все больше переходит в область экономики, порождая иногда весьма экзотические предложения. Так, совсем недавно в новостном пространстве обсуждалась возможность выпуска Украиной облигаций, которые будут обеспечены будущими исками к России. Новшество окрестили «репарационными облигациями».

[1] Schwartz C. Australian Securitisation Markets: Responding to Change // Australian Securitisation Conference 2023. Reserve Bank of Australia. 2023.