Максим ЗЕНКОВ,
аналитик отдела международных долговых рынков, Cbonds

Мировой рынок секьюритизации: тренды 2024 года

Макроэкономическая специфика и особенности регулирования объясняют высокую вариативность структуры рынка секьюритизации в различных странах или регионах, особенно в условиях относительной финансовой изоляции. В то же время секьюритизация традиционно предоставляет широкое поле как для финансового инжиниринга, так и для инноваций на стороне регулятора, а диффузия идей, как известно, превосходит любые границы. Статья откроется обзором динамики рынка за прошедший год в крупнейших развитых и развивающихся экономиках, затем обратится к глобальным трендам рынка и завершится обзором новшеств в сегменте секьюритизации нетрадиционных активов.

США: УДАЧНЫЙ ГОД

Стабилизация инфляции, высокая деловая активность и низкий уровень безработицы при сохранении ставки ФРС на высоком уровне обеспечили благоприятный макроэкономический фон для рынка секьюритизации США в 2024 г.; также позитивную роль сыграла положительная динамика цен на недвижимость. По данным SIFMA, объем выпусков вырос почти для всех типов инструментов: ABS (+43%), агентских и неагентских MBS (+20 и +129% соответственно). Рисунок 1 демонстрирует, что рост затронул все ключевые категории базисных активов ABS, кроме кредитных карт. Возвращения к допандемийным значениям не произошло, но нисходящий тренд 2022–2023 гг. переломлен.

Общая картина роста потребительского спроса скрывает противоречивую реальность. Благонадежные заемщики (prime borrowers) стали активнее приобретать товары длительного пользования, что находит отражение, в частности, в росте объемов автокредитования: секьюритизация автокредитов превы-

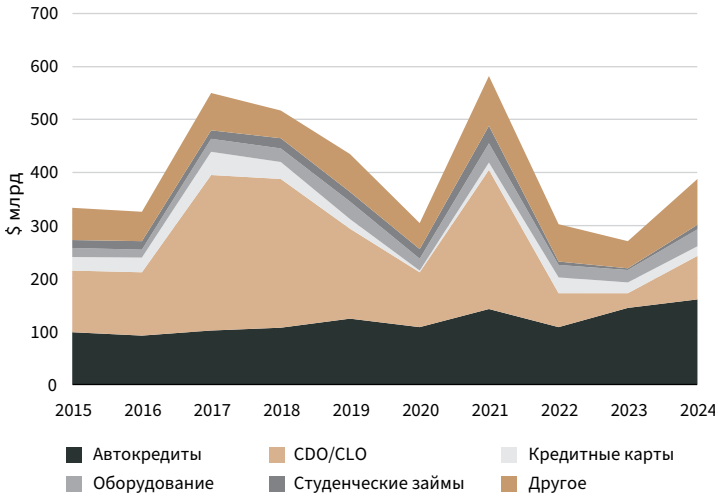
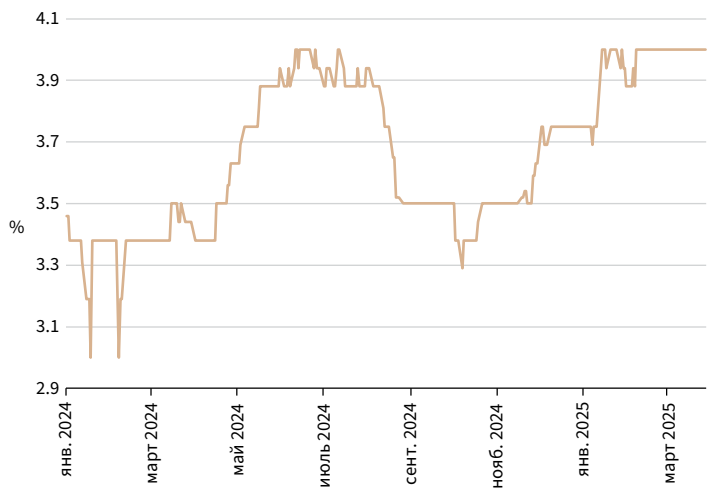


Рисунок 1
Динамика выпуска ABS в США
Источник: SIFMA

сила даже пиковые значения 2021 г. Напротив, заемщики, чьи реальные доходы не выросли или снизились, сталкиваются с необходимостью рефинансировать уже взятые ранее кредиты по высоким ставкам. В результате за счет subprime-сегмента выросло число существенных просрочек (более 90 дней) по кредитным картам (с 6.36 до 7.18%) и автокредитам (с 2.66 до 2.96%) до рекордных за более чем десятилетие значений. Ухудшение качества секьюритизированных продуктов с соответствующими базисными активами вызывает беспокойство консервативно настроенных участников рынка.

Рынок ожидает от ФРС лишь двух снижений ставки в 2025 г. (Рисунок 2), поэтому в ближайшем году вероятно сохранение общей динамики рынка. Эмитенты будут рассматривать секьюритизацию в качестве более дешевого источника финансирования, тогда как для инвесторов с позициями в таких инструментах снижаются риски досрочного погашения. Внимания требует влияние решений новой администрации на состояние делового цикла и кредитования в США.

Рисунок 2
Консенсус-прогноз ставки ФРС США на IV квартал 2025 г.
Источник: Cbonds



ЕВРОПА: УМЕРЕННЫЙ РОСТ, «ГОЛОВНАЯ БОЛЬ» РЕГУЛЯТОРА

В 2024 г. объем выпуска секьюритизаций в Европе вырос на 14.8% (Рисунок 3), достигнув наиболее высокого уровня с начала 2010-х гг. Впервые с 2021 г. размещенный объем инструментов превысил объем, сохраненный эмитентом на своем балансе. Впрочем, расширение, в отличие от США, было более неравномерным: сегмент CDO/CLO стал драйвером роста (+88%), в то время как выпуск RMBS — крупнейшей составляющей рынка — стагнировал (–1%).

Примечательно и соотношение выпусков в рамках и вне рамок регулирования, разработанного под эгидой Европейской комиссии и получившего название «Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация» (STS). Оригинатор вправе самостоятельно принимать решение о том, должен ли продукт претендовать на статус STS. По задумке авторов инициативы, получение статуса должно привлекать к секьюритизированным инструментам более широкий круг инвесторов, одновременно упрощая для регулятора задачу мониторинга тенденций на традиционно сложном и богатом на риски рынке.

В 2024 г. доля STS-секьюритизаций была наименьшей с 2019 г., когда новое регулирование вступило в силу, в абсолютных цифрах — налицо многолетняя стагнация. Вероятные причины — высокая стоимость обеспечения комплаенса и отсутствие у инвесторов, среди которых доминируют институциональные игроки, готовности вознаграждать подобный статус существенно большим спросом. Более 93% находящихся в обращении европейских секьюритизаций с присвоенным кредитным рейтингом относятся к сегменту «A–AAA/A–Aaa» по сравнению с 51% в США (данные Moody's). Для инструментов с подобным кредитным качеством не столь значимы дополнительные меры убеждения инвесторов, тем более обременительные для оригинатора.

Европейские регуляторы сталкиваются с дилеммой обеспечения роста рынка при сохранении достаточного контроля над ним. Вопрос ставится со всей остротой ведущими экспертными голосами. В частности, Марио Драги, бывший председатель ЕЦБ, экс-премьер-министр Италии и знаковая для евро фигура, в докладе «Будущее европейской конкурентоспособности», подготовленном по заказу Еврокомиссии, уделяет существенное внимание наращиванию объемов секьюритизации активов.

Драги подчеркивает, что бремя регулирования, неполный характер интегра-

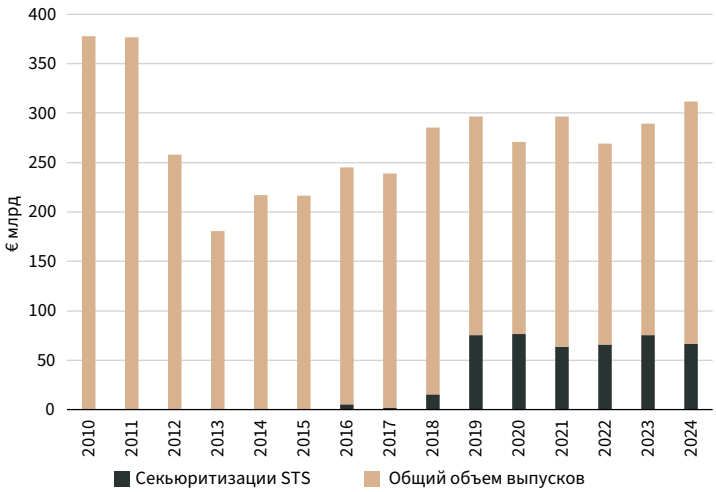
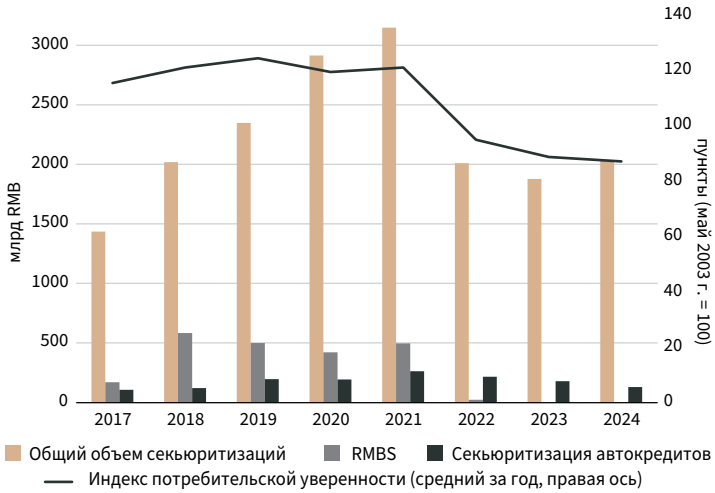


Рисунок 3
Динамика выпуска секьюритизаций в Европе*
Источник: AFME

* STS-секьюритизации за годы до вступления регулирования в силу в 2019 г. — инструменты, получившие статус в порядке *ex post* по желанию оригинаторов.

Рисунок 4
Динамика выпуска секьюритизаций в КНР*
Источники: S&P Global Ratings, Cbonds



* График учитывает только секьюритизации, выпущенные в рамках схемы CAS, управляемой Народным банком Китая и Национальной администрацией по финансовому регулированию.

ции рынков капитала стран Еврозоны и недостаточное развитие рынка секьюритизации существенно ограничивают доступные банковской системе возможности кредитования. В итоге европейские банки проигрывают американским конкурентам, опирающимся на гораздо более глубокий финансовый рынок. Экс-глава ЕЦБ заключает: «В контексте ЕС она [секьюритизация — *прим. автора*] также может заменить недостаток интеграции рынка капитала, позволяя банкам объединять кредиты, выданные в разных государствах-членах, в стандартизированные и торгуемые активы, которые могут быть приобретены и небанковскими инвесторами»[1].

Поскольку более прямые методы обеспечения более тесной интеграции рынков капитала могут столкнуться с усиленным политическим противодействием, секьюритизация представляется перспективным направлением. Уже в июне 2023 г., например, было принято решение о временном (до 2032 г.) снижении коэффициента риска как для STS-секьюритизаций, так и для инструментов, не имеющих такого статуса. В октябре прошедшего года Еврокомиссия начала консультации по секьюритизации. Европейским регуляторам предстоит изобретать новые эффективные решения для старой головоломки: как увеличить глубину рынка, но не попасть в опасный водоворот?

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ: РАЗНОНАПРАВЛЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Рассмотрим ситуацию на трех крупнейших развивающихся рынках секьюритизации — Китая, Индии и Бразилии.

Китай

Общий выпуск секьюритизаций в Китае за 2024 г. продемонстрировал умеренный рост (+8.3%, Рисунок 4), но его структура указывает на проблемные точки экономики Поднебесной. Подъем был обеспечен, прежде всего, ABS с такими базисными активами, как потребительские кредиты и кредиты малому и среднему бизнесу, а также секьюритизациями, связанными с квази-фондами недвижимости (*quasi-REIT*). При этом в ряде значимых сегментов рынка наблюдаются негативные тенденции, связанные с двумя ключевыми вызовами.

Первый — продолжающийся кризис на рынке недвижимости. Снижение цен на жилье и трудности в его реализации объясняют полное отсутствие новых выпусков RMBS в 2023–2024 гг. Государственные меры поддержки застройщиков и ипотечного кредитования во вто-

[1] Европейская комиссия. The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe. — Брюссель: Европейская комиссия, 2024. — С. 66.

рой половине 2024 г. дают основания предполагать, что прошлый год обозначил дно падения, за которым последует восстановление сектора. Восстановление будет медленным и неравномерным, и новые выпуски RMBS, вероятно, остаются за границами краткосрочной перспективы.

Второй вызов для китайского рынка — это низкая потребительская активность, которая после обвала в апреле 2022 г. стабилизировалась на самом низком уровне с начала 1990-х гг., когда начали вестись наблюдения. Видимое следствие — снижение потребительского аппетита к товарам длительного пользования, в частности, автомобилям, что заметно на Рисунке 4. Развитие рынка в ближайший год будет во многом зависеть от стимулирования государством спроса на такие товары не только монетарными, но и фискальными методами. Развернутая Пекином в августе 2024 г. программа *trade in*, позволяющая получить субсидию на замену товаров длительного пользования, привела к оживлению потребительской уверенности в последние месяцы минувшего года. Это хороший знак и для китайского рынка секьюритизации, хотя неизвестной величиной остается влияние торговых пошлин Трампа на экономику КНР.

Бразилия

Среди развивающихся экономик по объему ежегодных размещений на рынке секьюритизации Бразилия уступает только Китаю. Представлены разнообразные инструменты различной степени сложности, наиболее типичными для рынка являются бумаги CRI (MBS) и CRA (бумаги, обеспеченные финансовыми потоками агропроизводителей). Объем выпусков за последний год, по оценкам S&P, составил 32 млрд долл. США (+15%).

В 2024 г. активно эмитировались так называемые инвестиционные фонды дебиторской задолженности (*receivables investment funds, FIDCs*), в основе которых лежат финансовые потоки от экспортной деятельности. Обладая высокой ликвидностью и привлекательностью как для оригинаторов, так и для инвесторов, они в то же время создают риски, связанные со снижением стандартов кредитования: оригинатор ощущает стимул сместиться в сторону модели «*originate and distribute*»[1], доказавшей свою ненадежность во время глобального финансового кризиса. Здесь следует добавить, что факторинговые секьюритизации в Бразилии, как правило, основаны на обязательствах лишь одного должника, а значит, в целом более уязвимы к его финансовым трудностям.

Индия

Индийский рынок секьюритизации в своем развитии прошел путь от первоначального доминирования RMBS до превалирования в его структуре ABS на основе необеспеченных потребительских и коммерческих займов. Составляя на данном этапе лишь 0.04% ВВП страны, рынок перешел к быстрому росту с CAGR 30% в последние три года. Поддержку его расширению оказывает экосистема небанковских финансовых институтов, активно осуществляющих кредитование населения и мелких предпринимателей. Также в экспертной среде надежды возлагаются на секьюритизации как средство финансирования инфраструктурных проектов.

Регулирование рынка отличается повышенной сложностью, порождая инновации со стороны участников. Пример — реинвестирование доходов от досрочных погашений обязательств должниками в те же фонды секьюритизации, что делает пул лежащих в их основе кредитов возобновляемым на постоянной основе.

ТРЕНДЫ: ОТ CLO ДО ЭЗОТЕРИКИ

Активность в CLO

В 2024 г. сегмент CLO показал убедительный рост как в США, так и в Европе. Этому способствовали два ключевых фактора: частичное восстановление ди-

[1] Originate and distribute — стратегия финансового учреждения, суть которой состоит в том, чтобы удерживать на балансе лишь минимальный возможный объем выдаваемых займов, быстро производя секьюритизацию кредитов и продавая их на рынке.

намики M&A-сделок и сжатие кредитных спредов, благоприятствующее компаниям с высокой долей долговой нагрузки.

Расширение географии синтетических CDO

Синтетические CDO, предусматривающие альтернативный способ передачи риска по пулу долговых обязательств от оригинатора третьей стороне с сохранением пула на его балансе, изначально преимущественно применялись на европейском рынке. Однако с течением времени круг базисных активов, лежащих в основе таких инструментов, всё чаще стал выходить за пределы ЕС (Рисунок 5), нередко сочетая в одном выпуске синтетических CDO активы из нескольких регионов.

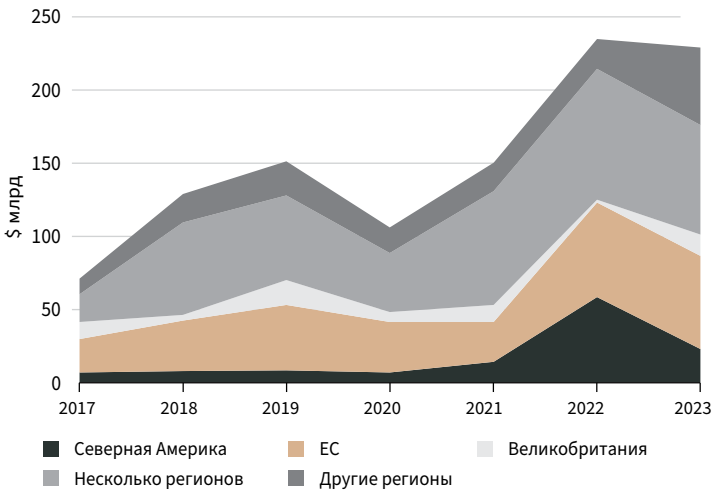
Период повышенной турбулентности мировой экономики и геополитической атмосферы форсировал развитие процесса: в 2023 г. скачкообразно возросла доля неевропейских и неамериканских активов в основе синтетических CDO. Примечателен и общий рост объема использования инструмента в 2022–2023 гг. Тему не обошел стороной МВФ, напомнив в «Global Financial Stability Report» от октября 2024 года о рисках для финансовой стабильности, исходящих от чрезмерного использования механизма переноса рисков.

Секьюритизация нетрадиционных активов

Сочетание повышенного уровня процентных ставок и здоровой деловой активности в экономике создает климат, благоприятствующий инновациям в области секьюритизации: с одной стороны, появляются или развиваются новые типы активов с перспективными финансовыми потоками, с другой — из-за высокого уровня ставок для оригинатора особенно насущно встает вопрос привлечения как можно более дешевой ликвидности. Один из путей решения этой задачи — секьюритизация нетрадиционных активов, известная также как эзотерическая секьюритизация (esoteric securitization или esoteric ABS).

Например, в апреле 2024 г. аукционный дом Sotheby's разместил секьюритизацию 89 кредитов, выданных им коллекционерам на приобретение картин, оцениваемых в 2.85 млрд долларов США, включая полотна Рембрандта, Пикассо и Уорхола. Объем размещения составил 700 млн долл. США, все картины при этом физически остались у своих владельцев. Подобные сделки представляют в качестве потенциально более приемлемой формы заимствования средств для музеев, галерей и коллекционеров, поскольку они не требуют болезненной продажи предметов искусства или угрожающей их сохранности транспортировки в места временного хранения.

Рисунок 5
Новые выпуски синтетических CDO*
Источник:
Financial Stability Board



* В категорию «другие регионы» входят Латинская Америка, Азия и Океания, Европа вне ЕС и Великобритании.

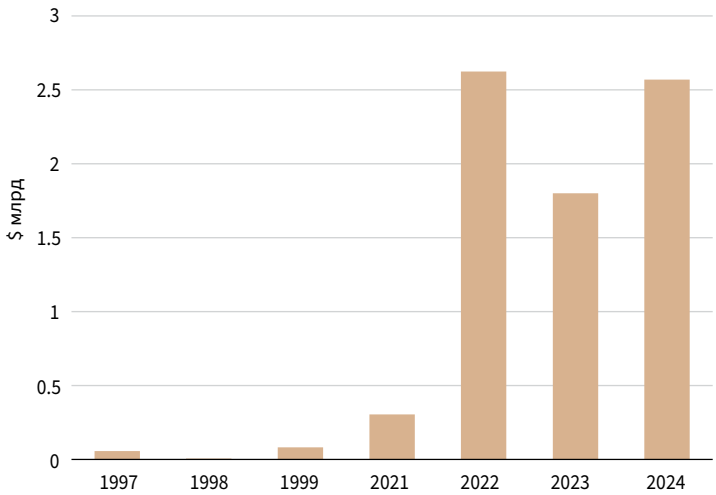


Рисунок 6
Объем выпуска секьюритизаций, обеспеченных музыкальным роялти

Источники:
S&P Global Ratings, собственные расчеты

Однако главное изменение заключается даже не в появлении новых типов активов, а в том, что в 2024 г. секьюритизация нетрадиционных активов впервые перешла из разряда лишь одного из сегментов рынка ABS в США в статус драйвера его роста. Самым динамичным сегментом стал выпуск ABS, обеспеченных цифровой инфраструктурой (в частности, центрами обработки данных, волоконно-оптическими линиями передачи) в качестве базисных активов: объем выпуска таких секьюритизаций за год превысил 20 млрд долл. США с потенциалом роста до 70 млрд размещений ежегодно[1]. Новым же направлением стала секьюритизация лизинга IP-адресов. Оправилась от постпандемийного падения секьюритизация самолетов. Секьюритизацию на основе доходов от своей франшизы ресторанов быстрого питания произвела компания Subway. В Европе ряд премий за лучшую сделку года в сфере секьюритизации достался компании Enpal за первую в регионе секьюритизацию кредитов, предоставленных немецким домовладельцам для установки солнечных панелей.

Не осталась в стороне и музыка. Еще в 1990-х гг. первопроходцем на этом поле стал Дэвид Боуи, в честь которого секьюритизацию, обеспеченную будущими роялти от творчества музыканта, окрестили *Bowie bonds*. Теперь подобные инструменты набирают всё большую популярность (Рисунок 6): в прошлом году Hipgnosis, компания, инвестирующая в музыкальные права, успешно разместила секьюритизацию на 1.47 млрд долл. США. Ценная бумага подкреплена портфелем из 45 000 песен. Остается лишь гадать, какую бурю на рынке бы вызвало размещение условных *Swift bonds*.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рассмотренные в статье тенденции рынка секьюритизации при всех различиях между макроэкономическими контекстами и регулирующими нормами подчеркивают главное — высокий потенциал адаптации этого инструмента под специфические потребности финансовой отрасли и другие внешние условия. В конечном итоге секьюритизация — это во многом «то, что мы из нее делаем». В условиях глобальной политической и экономической неопределенности можно быть уверенным в том, что рынок секьюритизации будет давать почву для творчества и неординарных решений и участникам рынка, и инвесторам, и регуляторам.

[1] Подробнее: ABS East 2024: Key Takeaways. — 2024. — URL: https://www.ropesgray.com/en/insights/alerts/2024/11/abs-east-2024-key-takeaways.