Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
старший менеджер управления секьюритизации, ВТБ Капитал

До прихода в ВТБ Капитал занимал руководящие позиции в финансовых подразделениях «Мой Банк» и группе Банка Жилищного Финансирования. Имеет более 15 лет опыта работы в области торговли, продаж и структурирования ценных бумаг и деривативов в Dresdner Bank, Santander, Goldman Sachs, Salomon Smith Barney. В 2004–2005 годах участвовал в организации первых true sale pass-through сделок секьюритизации в России: для банка «СОЮЗ» и Городского Ипотечного Банка.

Окончил Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, а также Чикагский университет со степенью MBA по специальности «Аналитические финансы».

Мировой рынок ABS: глобальное потепление

Основными факторами развития мирового рынка ABS и MBS за последний год были продолжающиеся программы количественного смягчения ФРС США и неустойчивая динамика европейской экономики, напоминавшей медленно ползущий паровоз, который при малейшем ухудшении ситуации угрожает свалиться под откос. Если же исследовать ценовую динамику отдельных сегментов глобального рынка ABS и MBS, становится очевидным, что технический фактор, коим является покупка ФРС ипотечных ценных бумаг, превалирует над вторым фактором — фундаментальным. Весь спектр обеспеченных активов — от ипотечных жилищных кредитов и автокредитов до SME и более экзотических продуктов — стал бенефициаром невиданной ранее интервенции центральных банков на открытых рынках.

В США главным драйвером ипотечного рынка в последние годы стала так называемая операция Twist — скупка ФРС длинных государственных и ипотечных облигаций и продажа коротких. Так, по данным ФРС, в период с октября 2011-го по октябрь 2012 года Центральный банк США скупил нетто (то есть за вычетом погасившихся) около $410 млрд жилищных MBS.

В октябре ФРС приобрела примерно $73 млрд MBS при общей брутто-выдаче около $130 млрд. С другой стороны, исключительно низкие ставки по всей кривой доходности государственных облигаций США спровоцировали падение ставок по новым ипотечным кредитам до невиданных ранее 3–3.5%. Сочетание низких ставок и многочисленных правительственных программ, побуждающих и облегчающих рефинансирование старых ипотечных кредитов новыми, привело к чрезвычайно высоким скоростям досрочного погашения. В зависимости от сроков и купонов, скорости досрочного погашения держались на уровне 35–50 CPR.

Следствием такого высокого темпа досрочного погашения становится сокращение общего объема рынка MBS в США. Так, по оценкам J.P. Morgan, в октябре 2012 года рынок жилищных MBS в США сократился на $15–20 млрд. Налицо ситуация растущего общего спроса на MBS при сокращающемся нетто-предложении. По всем канонам экономической теории такая динамика спроса и предложения привела к сокращению спреда между MBS и treasuries с 160–180 б.п. до 80–100 б.п. в последние несколько месяцев.

Особенно интересна для нас в этом смысле динамика сектора subprime auto loan ABS. Ведь именно выпуски этого сектора можно использовать в качестве benchmark при выпуске российских ABS (если не с точки зрения кредитного качества, то с точки зрения схожести рейтинга) и при маркетинге этих бумаг среди американских инвесторов.

В последний год объем выпуска таких облигаций даже несколько вырос. Интересно, что и показатели сектора были гораздо лучше, чем в пресловутом subprime MBS. Видимо, предкризисная гонка снижения банками стандартов андеррайтинга не затронула сектор —ожидания относительно кредитного качества заемщиков были изначально невысоки, а оценки рынка достаточно консервативны (средний Weighted Average Coupon — средневзвешенный купон — по subprime автопулам варьируется в диапазоне 15–25%). Но гораздо более существенным, я полагаю, стало то, что ожидания и вводные модели рейтинговых агентств были гораздо более консервативны по отношению к динамике цены автозалога. В отличие от недвижимости, в стоимость реализации автозалога изначально закладывался большой дисконт. В свою очередь, в отношении цен на недвижимость базовые вводные никогда не предполагали возможность одновременного падения цен по всем штатам, а значит, географическая диверсификация объектов недвижимости давала ложную иллюзию высокого кредитного качества пулов subprime MBS.

Итак, если взглянуть на уровни доходностей при выпуске subprime car loan ABS, интересным наблюдением будет то, что и они заметно сузились. Так, для AA трехлетних траншей средний спред к свопам составляет около 85 б.п., а для рейтингованных на уровне A — около 140 б.п. Для аналогичных же российским старшим траншам субординированных BBB-траншей средний спред сузился примерно до 210 б.п. для трехлетних бумаг.

По сравнению с предкризисными годами резко изменились структуры выпусков.

Если раньше эмитенты и инвесторы полагались на так называемые wrap policies монолайновых страховых компаний, которые гарантировали выплаты по старшим AAA-классам облигаций, то сегодня новые выпуски опираются прежде всего на внутреннюю кредитную поддержку.

Уровень кредитной поддержки (младший транш плюс резервы) по выпускам ведущих эмитентов subprime car loan ABS варьируется в диапазоне 25–60%.

На противоположной стороне Атлантики Европейский центральный банк также продолжает оставаться главным инвестором в секьюритизированные активы. Другим мощным источником спроса на европейские ABS и MBS стали инвесторы из США. Весь класс европейских обеспеченных облигаций стал бенефициаром перераспределения лимитов крупнейших инвесторов, которые переориентировались с необеспеченного (в основном банковского) долга на покупку обеспеченных облигаций. При этом нетто-выпуск новых ABS и MBS падает. Так, по данным исследований J.P. Morgan, общий объем выпущенных на конец октября 2012 года европейских ABS и MBS составил около 196.4 млрд евро (347.6 млрд евро за весь 2011 год), из которых около 137 млрд евро были удержаны самими оригинаторами, с последующим финансированием таких облигаций в ЕЦБ в рамках сделок РЕПО. Падение объемов выпуска обеспеченных бумаг продолжается уже четвертый год — стоит лишь сравнить нынешние объемы с рекордным кризисным 2008-м, когда ABS были выпущены приблизительно на 833 млрд евро. В комбинации с погашением существующих выпусков такая динамика приводит к сокращению объема рынка выпущенных европейских ABS. Так, на конец второго квартала 2012 года объем выпущенных европейских ABS сократился примерно до 1786 млрд евро по сравнению с показателем на уровне около 2050 млрд евро за аналогичный период 2011 года.

Неудивительно, что, как и в случае с американским рынком, ценовая динамика секьюритизированных активов Старого Света была чрезвычайно благоприятной.

В самом большом секторе европейских ABS — UK AAA пятилетних RMBS, спреды сузились в среднем до EUR L + 70 б.п. на

конец октября 2012 года с уровней EUR L + 150 б.п. на тот же период прошлого года. Для BBB-сегмента сужение составило около 200 б.п. — с +430 до +230 б.п.

Сужение спредов произошло практически по всем ABS-секторам в основных европейских юрисдикциях. Даже в Италии и Испании — эпицентрах суверенного долгового кризиса в Европе — спреды RMBS сузились. Для итальянских AAA 6–7-летних RMBS средний спред сузился с EUR L + 600 б.п. еще в начале 2012 года до EUR L + 350 б.п. в конце октября. Для испанских аналогов сужение составило с +650 б.п. до +450 б.п.

На этом фоне, видимо, уместно было бы рассмотреть вопрос о бенчмарке, применимом для российских трансграничных сделок секьюритизации, которые, как я уверен, последуют в случае сохранения описанной выше благоприятной рыночной динамики.

По моему глубокому убеждению, кредитное качество российских ритейл-активов, секьюритизация которых наиболее вероятна сегодня — ипотеки, автокредитов и кредитных карт, — чрезвычайно высоко. Заемщики, прошедшие через кризис и продолжающие платить по кредитам, подверглись, наверное, самому суровому стресс-тесту со времен дефолта 1998 года. Андеррайтинг кредитов, выданных после 2008 года, был гораздо более жестким, чем в докризисный период, и, по имеющейся информации, серьезного ослабления критериев андеррайтинга среди ведущих ритейл-банков пока не происходит.

Чрезвычайно консервативными, а порой и суровыми остаются критерии определения уровней кредитной поддержки со стороны рейтинговых агентств. Так, по последним ипотечным сделкам суммарные уровни кредитной поддержки старших траншей колеблются в районе 25–30%.

В то же время рейтинг старших траншей российских ABS ограничен так называемым суверенным потолком — Baa1/BBB/BBB. Таким образом, выбор подходящего бенчмарка для старших траншей российских ABS нетривиален. С одной стороны, BBB-транши европейских или американских выпусков предлагают естественно сопоставимый с российскими уровень рейтинга. При этом положение инвестирующего в старший транш и инвестирующего в глубоко субординированый BBB-транш отличаются в корне. С другой стороны, положение инвестора в случае дефолта в популярных ABS-юрисдикциях и в России также трудно сопоставить.

Подробное исследование вопроса о наилучшем бенчмарке, конечно, выходит за рамки данной статьи, но я надеюсь, что она побудит участников рынка к дальнейшей дискуссии, а будущие сделки скоро предоставят всем нужные отправные точки.

Я полагаю, что позитивная ценовая динамика на глобальном рынке ABS заставит иностранных инвесторов обратить внимание и на российские активы. Разумеется, нужно обеспечить стабильный поток сделок секьюритизации, чтобы дать инвесторам необходимый материал. Надеюсь, что наступивший 2013 год нарисует нам позитивную картину в этой сфере.