Николай КАЩЕЕВ,
директор по исследованиям и аналитике, Промсвязьбанк

В Промсвязьбанке отвечает за информационно-аналитическое сопровождение операций, в том числе за выработку стратегии поведения на финансовых рынках, а также бизнес-коммуникации с клиентами банка в области экономики и рынков.

До прихода в Промсвязьбанк работал аналитиком, экономистом, начальником аналитических отделов в крупнейших российских банках, таких как ИБ «ТРАСТ», МДМ Банк, ВТБ, Сбербанк.

Окончил Российский университет дружбы народов, а также Московский институт международного бизнеса при Академии внешней торговли России.

Игорь ГОЛУБЕВ,
начальник направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

В банке отвечает за анализ локального долгового рынка, рынка евробондов развивающихся стран, в том числе латино-американских стран и стран СНГ. С 2008-го по 2013 год он работал в НОМОС-БАНКе, где отвечал за анализ локального долгового рынка, рынка евробондов, а также кредитный анализ. Последняя должность — руководитель направления анализа долговых рынков. В банковской сфере с 2004 года. Ранее работал в инвестиционных командах Связь-Банка и банка «ЗЕНИТ».

В 2005 году окончил Московский государственный индустриальный университет. Также проходил обучение в Boston University.

История развития рынка секьюритизации: от США до Китая

С середины 70-х годов прошлого столетия финансовый рынок изобрел достаточно много инновационных инструментов, среди которых наиболее популярными стали инструменты, относящиеся к секьюритизации. К началу 2008 года объем рынка секьюритизированных активов уже составлял $10.2 трлн в США и около $2.3 трлн в Европе. История этих продуктов на самом деле насчитывает не один десяток лет.

Одно из первых упоминаний о секьюритизированных бумагах — ипотечные «фермерские железнодорожные облигации» в США середины XIX века. С их помощью железнодорожные компании, главные объекты инвестиционного бума тех лет, законодательно ограниченные в традиционном прямом привлечении капитала, привлекали его путем выдачи кредитов в форме собственных акций фермерам ряда штатов под залог их земли, примыкавшей к железным дорогам, с дальнейшей перепродажей требований по этим кредитам за «живые деньги» желающим. Эти сделки также считаются первым случаем subprime-активов в истории, и они даже успели вызвать финансовые осложнения в конце 1850-х годов.

В известном нам виде секьюритизированные ипотечные бумаги появились также в США в феврале 1970 года, когда и возникло первое окологосударственное ипотечное агентство Ginnie Mae (GNMA, Правительственная национальная ипотечная ассоциация). Секьюритизация других популярных активов — автомобильных кредитов и кредитов, выданных по кредитным картам, появилась в середине 1980-х. Сегодня в секьюритизации в США

задействованы, помимо ипотеки, кредитов по кредитным картам и автокредитов, такие активы, как кредиты на образование, лизинг машин и оборудования, лизинг самолетов, кредиты малому бизнесу и другие. Также к секьюритизированным активам относятся так называемые CDO — сложные структурные облигации, обеспеченные активами, упакованными в различные транши в зависимости от степени риска. До кризиса 2008 года степень риска траншей CDO оценивалась исключительно статистическими методами по специальным математическим моделям, которые показали себя не самым лучшим образом во время обвала рынка.

Действительно, если перенестись в начало 2008 года и спросить инвесторов о наиболее интересных активах высокой степени надежности, то большинство, конечно, назвали бы различные CDO, CLO, ABS, MBS и другие. Однако всего лишь несколькими месяцами позже многие инвесторы кардинально поменяли свою позицию — CDO были объявлены чуть ли не главными каналами распространения рискованной ипотеки 2007–2009 годов.

Со временем аппетит инвесторов к секьюритизированным активам в значительной степени вернулся. Это преимущественно касается рынка США, в то время как ситуация в Европе несколько иная. В отличие от США, Европа во многом полагается на традиционные банковские заимствования, а американские заемщики, напротив, привлекают долги прежде всего с фондовых площадок.

Отсюда, кстати, и не столь высокая монетизация экономики США по сравнению со странами ЕС: доля денежной массы M2 в ВВП США составляет менее 90%, тогда как во многих странах Европы превышает 100%. И рынок секьюритизации имеет в США большее развитие, чем в европейских странах.

Мало того, после кризиса 2008–2009 годов европейские регуляторы ввели довольно жесткие меры, ограничивающие развитие секьюритизации в ЕС. При этом само качество секьюритизации в Европе по сравнению с американскими активами было значительно лучше. Так, согласно данным, которые приводит AFME, доля дефолтов по жилищным кредитам в США с середины 2007-го по конец 2013 года составила 21.6%, в то время как аналогичный показатель в Европе всего 0.1%.

Тем не менее рынок США после финансового кризиса восстановился довольно быстро, в отличие от европейских рынков. Так, в 2013 году рынок секьюритизации в Европе сократился на 12%. В целом и сейчас поводов ожидать активного восстановления данного сегмента в ЕС пока нет. Один из ключевых моментов — это более жесткие требования по резервированию, что делает эти инструменты довольно непривлекательными для большинства инвесторов. Также ЕЦБ в целом пока не предпринимал мер поддержки рынка секьюритизации, аналогичные ФРС, — в США регулятор предоставлял дешевые кредиты инвесторам, которые покупали структурированные продукты.

Как бы ни проявляли свое скромное желание связываться с секьюритизацией европейцы, успех США показывает, что секьюритизация в условиях крайне низких темпов экономического роста может быть актуальным средством оживления рынков. Рынок на сегодняшний день может предложить довольно большой ассортимент финансовых инструментов, включая такую «экзотику», как секьюритизация таймшерных кредитов, франшизы, пула страховой задолженности и так далее. Зачастую параметры секюритизации могут ограничиваться лишь фантазией организатора. Здесь стоит вспомнить инструменты, существовавшие до финансового кризиса, которые, по сути, секьюритизировали уже секьюритизированные ранее кредиты, вроде CDOx2.

Сегодняшнее требование к секьюритизации — прежде всего простая структура: однородный пул кредитов и понятный денежный поток. В текущих условиях инвесторам важна также короткая дюрация секьюритизированных бумаг. Последнее условия зачастую не под силу ипотечным кредитам. Благодаря этому рынок довольно активно диверсифицируется и отходит от банковских кредитов. На сегодняшний день на рынке формируется предложение секьюритизированных активов реального сектора, которые могут позволить себе предложить инвесторам довольно короткую срочность при довольно надежных залогах с высокой рейтинговой оценкой. Так, вероятно, секьюритизация дебиторской задолженности и будущих арендных платежей все же перейдет из сегмента «экзотики» в область распространенных типов продуктов. В марте прошлого года в Нью-Йорке прошло

размещение бумаг, обеспеченных будущими платежами по дебиторской задолженности компании Archer Daniels Midland.

Сумма сделки была довольно существенной — 270 млн евро, получила высокий рейтинг A и в целом пользовалась интересом со стороны инвесторов.

Стоит сказать, что в условиях слабой экономики и низких темпов роста секьюритизация банковских кредитов все равно уже не имеет того размаха, который наблюдался в период докризисного бума, и на первое место выходят компании, для которых потребность в финансировании актуальна даже в условиях слабой экономики. Это перспективные компании «звездных» новых отраслей, которые обещают стать определяющими для дальнейшего развития экономики в целом. Так, знаковой сделкой для рынка стала дебютная секьюритизация потока платежей за аренду солнечных панелей. 13-летняя сделка объемом в $54.4 млн получила высокий рейтинг BBB+. Для многих технологических стартапов данный пример может быть вдохновляющим. Вероятно, не за горами новые размещения компаний, которые можно отнести к формату молодого инновационного бизнеса.

Отметим, что на рынке секьюритизации эмитенты получают возможность привлекать средства не только в новые отрасли, но и в новом формате. Так, в Европе получили довольно активное распространение так называемые инвестиционные платформы, которые позволяют напрямую инвесторам (как институциональным, так и частным) профинансировать сделки по секьюритизации, что опять же может быть стимулом для использования данного инструмента начинающими и инновационными компаниями. Формат инвестиционных площадок особенно актуален для европейского рынка, поскольку, как мы отмечали ранее, он в большей степени зависим не от фондовых площадок, а от традиционных сделок по привлечению.

Для справедливости стоит отметить, что существует довольно много скептиков относительно секьюритизации стартапов. Так, в отношении сделки по секьюритизации аренды солнечных панелей бытует мнение, что этот рынок существует лишь недавно, цена на солнечные панели активно снижается, в том числе на фоне развития новых технологий, что ставит под вопрос сам бизнес по их сдаче в аренду.

Здесь стоит сказать, что и в целом относительно секьюритизированных инструментов после кризиса по-прежнему сохраняется довольно заметный скепсис. Прежде всего многие эксперты полагают, что эмитенты, секьюритизировавшие свои активы, менее надежно их контролируют, и, как следствие, риски роста просрочки здесь выше, чем в том случае, если такие кредиты по-прежнему находятся на балансе эмитента.

Тем не менее в США инвесторы, пользуясь очень доступной сверхдешевой ликвидностью и как бы забывая грехи прошлого, довольно активно возвращаются к не самым надежным формам жилищной секьюритизации. Так, активное развитие получает секьюритизация аренды односемейных домов (single-family rental homes). После 2008–2009 годов оставалось большое количество пустующих домов, которые объединялись в пулы под управление инвесторов и далее передавались в аренду. Выпуск бумаг, обеспеченный арендными платежами, имеет дюрацию, не превышающую пяти лет, что довольно привлекательно для инвесторов.

Одной из первых сделок такого рода была продажа американской компанией Invitation Homes пула из 3000 договоров аренды на общую сумму $479 млн. Сделка в дальнейшем была секьюритизирована и предложена инвесторам Deustche Bank. По мнению агентства S&P, такие сделки носят довольно высокие операционные риски и, вероятно, не смогут получить рейтинга риска инвестиционного уровня. Агентство подчеркивает, что денежные потоки во многом зависят от возможностей собственников управлять пулом недвижимости, зачастую находящейся в разных регионах.

Конечно, описать текущую ситуацию на рынке секьюритизации невозможно без упоминания рынка Китая, который, разумеется, является самым быстрорастущим в мире. Так, если еще в 2013 году объем рынка секьюритизации не достигал и $5 млрд (для сравнения: в Южной Корее — более $10 млрд), то в 2014 году его объем уже перевалил за $20 млрд, опередив Южную Корею в два раза. Китайский рынок очень быстро стал крупнейшим рынком секьюритизации в Азии, за исключением Японии.

Не стоит сомневаться в том, что секьюритизация в Китае продолжит развиваться и далее: во-первых, рынку есть куда расти органически

(планы по урбанизации охватывают еще сотни миллионов человек до 2020 года), во-вторых, идет непосредственная поддержка развития рынка от ЦБ Китая, в-третьих, это явление — составная часть новой модели развития экономики Поднебесной. Китайская экономика, как представляется, постепенно начинает следовать по американскому пути с активным развитием разных видов финансового рынка, включая рынок секьюритизации. Однако у Китая пока в этом сегменте совсем небогатый опыт: первая сделка состоялась в 1992 году (выпуск ипотечных бумаг на $200 млн городом Санья, провинция Хайнань); рынок как таковой сформировался только к 2005 году, а в 2008 году на фоне глобального финансового кризиса подобные сделки были некоторое время и вовсе под запретом.

Фактически только с 2012 года, благодаря взятому правительством курсу на либерализацию финансового сектора, рынок секьюритизации начал оживать, а в полной мере он заработал только в прошлом году.

В целом, развитие секьюритизации — это один из методов китайского ЦБ по стимулированию темпов экономического роста в стране. Еще в 2013 году ЦБ, как и все китайские власти склонный к административному регулированию отрасли, рекомендовал увеличить объемы секьюритизированных бумаг, что и выполняется на 100%, как мы видим по последней статистике. В июле 2014 года, впервые после 7-летнего перерыва, были выпущены ипотечные бумаги, чтобы поддержать рынок недвижимости, который пребывает в весьма депрессивном состоянии.

Также развитие секьюритизации должно поддержать и банковский сектор (можно ожидать с его помощью улучшения балансов банков) без наращивания денежной массы, что входит в список приоритетных целей китайского правительства.

В январе 2015 года китайские банки продали ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS), на $3 млрд — это в 3 раза больше, чем в январе 2014 года. В условиях жесткого контроля правительства за теневым банковским сектором это наиболее актуальное средство фондирования на перспективу ближайших нескольких лет.

Тем не менее, как это часто бывает в случае КНР, необходимо отметить ограниченность доступа к данному рынку как для иностранных инвесторов, так и заемщиков. Китай все еще остается закрытым финансовым рынком, и даже если согласно планам ЦБ Китая иностранным банкам разрешат на постоянной основе выпускать секьюритизированные продукты, то доля таковых все равно весьма мала — всего 2% от совокупных активов китайских банков.

Однако позитивное развитие в части проникновения на китайский рынок секьюритизации иностранных инвесторов есть. Так, в середине 2014 года финансовое подразделение Volkswagen секьюритизировало китайские автокредиты и продало их инвесторам на сумму $96 млн. Это была первая сделка, когда китайские регуляторы разрешили 100-процентной «дочке» иностранной компании выйти на их рынок секьюритизированных активов. Именно такие сделки (секьюритизация автокредитов), на наш взгляд, могут получить дальнейшее распространение в Китае, где с участием иностранного капитала наиболее активно развивается автомобильный рынок.

Несмотря на то что секьюритизация не раз являлась источником рыночного напряжения, прежде всего из-за размывания характеристик риска подлежащих активов вследствие их сложной переупаковки и неоднократной продажи, интерес к этому инструменту сохраняется. Помимо того что секьюритизация является способом повышения аппетита к риску со стороны кредиторов, что должно в итоге позитивно влиять и на активность реального сектора, она является способом наращивания кредитной активности при относительно умеренном увеличении денежной массы, что не может не нравиться центральным банкам. Главной задачей остается приведение правил управления рисками, связанными с секьюритизацией, к уровню приемлемой строгости и облегчение контроля за такими рисками. Не убить инновацию, но и не дать ей вырваться из-под адекватного контроля — вот задача регуляторов, реализовать которую сложно в условиях глобализации и развития «теневого банковского сектора» в виде хедж-фондов и инвестиционных компаний, которые не рапортуют в ЦБ. В результате мы будем свидетелями нарастания процесса развития секьюритизации разными темпами в разных регионах мира с одновременными изменениями в законодательстве, которое постарается привести этот рост к разумным показателям.