Марк БОЙС,
заместитель директора, аналитическая группа по структурированному финансированию, Standard & Poor's

Марк Бойс является заместителем директора в аналитической группе европейского структурированного финансирования Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's. Марк начал работу в Standard & Poor's в 2007 году в должности аналитического специалиста по ABSXchange, коммерческой платформе Standard & Poor's по структурированному финансированию. До работы в Standard & Poor's Марк работал в качестве инженера программного обеспечения в течение четырех лет. Марк имеет степени бакалавра и магистра по электроэнергетике университета Пенсильвании, а также степень MBA Университета Кембриджа.

Сравнение британских, нидерландских, австралийских и японских RMBS и ипотечных рынков

По мнению Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's, общемировое снижение объемов секьюритизации с 2008 года, и в частности практически полное закрытие рынка частных (private-label) облигаций с ипотечным покрытием (collateralized mortgage obligations — CMO) в США, может означать, что инвесторам, работающим с секьюритизированными инструментами, следует расширить свои инвестиционные горизонты. В посткризисной Европе крупные выпуски ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities — RMBS), производились лишь в Великобритании и Нидерландах. В Азиатско-Тихоокеанском регионе основной объем эмиссии RMBS приходится, как и прежде, на Австралию и Японию.

Общими чертами RMBS, выпускаемых в указанных четырех странах, являются высокое качество обеспечивающих кредитов и низкий уровень дефолтов. Однако между рынками жилищной ипотеки и RMBS этих стран наблюдаются существенные различия. Текущее состояние экономики и рынка жилья, финансовое положение заемщиков в этих странах также неодинаковы, что, по нашему мнению, может влиять на совокупность рисков, которым подвергаются инвесторы, вкладывающие средства в RMBS.

В ЯПОНИИ RMBS КАК ИСТОЧНИК ФОНДИРОВАНИЯ НЕ СТОЛЬ ПОПУЛЯРНЫ, КАК В ОСТАЛЬНЫХ ТРЕХ СТРАНАХ

В Великобритании, Нидерландах и Австралии первые выпуски RMBS появились в начале — середине 1990-х годов, причем секьюритизированные инструменты использовались для частичного финансирования кредитования, которое стремительно росло в течение десятилетия, пред-

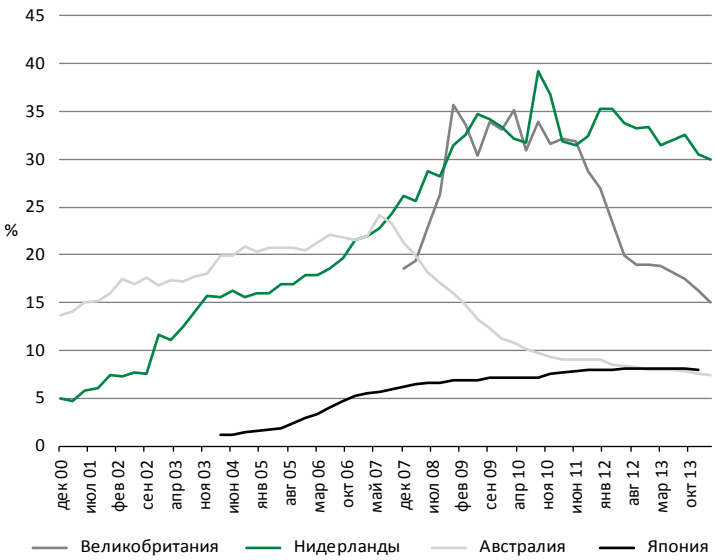


Рисунок 1
Доля ипотечных кредитов, используемых в секьюритизационных сделках (оценка)

шествовавшего мировому финансовому кризису. К 2007 году в Австралии в секьюритизационных сделках было задействовано почти 25% всех действующих ипотечных кредитов, а в Великобритании и Нидерландах к 2009 году этот показатель достигал 35% (см. рисунок 1). С тех пор доля секьюритизированных ипотечных кредитов в Великобритании и Австралии резко упала, а в Нидерландах перестала расти, так как некоторые оригинаторы и инвесторы ушли с рынка секьюритизации во время экономического спада и после него. Заметим, что в Великобритании и Нидерландах эта тенденция отчасти связана с распространившейся после кризиса практикой эмиссии RMBS для последующего использования в качестве обеспечения займов, предоставляемых центральными банками, а не как инструментов фондирования в традиционном понимании.

В Японии роль RMBS как инструментов жилищного финансирования значительно ниже: в 2013 году доля RMBS, отрейтингованных Standard & Poor's, составляла менее 10% всех действующих жилищных кредитов. Одна из причин этого — в том, что в последние два десятилетия объемы жилищного кредитования почти непрерывно сокращались, поэтому у организаций, выдающих жилищные кредиты, уменьшились потребности в замене депозитов (как источников ресурсов) рыночными заимствованиями. Тем не менее инвестиционный спрос в Японии в 2008–2009 годах был выше, чем в остальных трех странах, а стабилизировавшаяся с тех пор доля RMBS в общем объеме нового жилищного кредитования свидетельствует о постепенном увеличении доля ипотеки, финансируемой с помощью секьюритизации.

ОСНОВНОЙ ОБЪЕМ RMBS, ВЫПУСКАЕМЫХ В ВЕЛИКОБРИТАНИИ, НИДЕРЛАНДАХ И ЯПОНИИ, ПРИХОДИТСЯ НА СРАВНИТЕЛЬНО НЕБОЛЬШИЕ ГРУППЫ ЭМИТЕНТОВ

Для британского и нидерландского рынков RMBS характерна относительно высокая концентрация оригинаторов выпусков. Например, в Великобритании в 2011–2013 годах три оригинатора — Santander U.K. PLC, Lloyds Banking Group PLC и The Royal Bank of Scotland PLC — произвели примерно две трети выпусков RMBS, размещенных среди инвесторов. В Нидерландах в те же годы такая же часть совокупной эмиссии приходилась на долю компаний Rabobank, ING Bank N.V. и Aegon N.V. (см. рисунок 2). При этом указанные оригинаторы входят в число крупнейших ипотечных кредиторов в

своих странах. (Банк ABN AMRO Bank N.V., занявший в первом полугодии 2014 года 4-е место среди нидерландских ипотечных кредиторов по валовому объему выданных кредитов, в список крупнейших оригинаторов RMBS в последние годы не входит, хотя на его долю приходится более половины пулов ипотечных кредитов, обеспечивающих нидерландские сделки RMBS, которые имеют рейтинги Standard & Poor's.)

Между тем в Австралии до рецессии 2008 года RMBS пользовались в основном не крупные кредиторы, а небольшие игроки — в частности, потому, что эти недорогие инструменты фондирования позволяли им быстро укрепить свои рыночные позиции. Крупные банки, особенно «большая четверка» (Commonwealth Bank of Australia, Westpac Banking Corp., National Australia Bank Ltd. и Australia and New Zealand Banking Group Ltd.), исторически имели возможность привлекать более дешевые ресурсы для финансирования выдачи ипотечных кредитов. По этой причине концентрация оригинаторов на австралийском рынке RMBS ниже, чем на британском и нидерландском: за 12 месяцев, до июня 2014 года, на долю 10 крупнейших эмитентов приходилось всего 80% совокупного объема эмиссии.

С другой стороны, в Японии более 80% всех RMBS, выпущенных с 2008 года, приходится на долю аффилированного с государством ипотечного агентства Japan Housing Finance Agency (JHF). Основная задача JHF в рамках государственной политики состоит в предоставлении заемщикам доступных ипотечных кредитов с фиксированной ставкой на полный срок. Частный сектор традиционно испытывает трудности с финансированием таких кредитов. JHF решает проблему, покупая у частных финансовых организаций кредиты, которые соответствуют определенным критериям андеррайтинга, финансируя покупку за счет поступлений от выпуска RMBS. Поэтому по характеру выполняемых функций JHF сравнимо с ипотечными агентствами Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), спонсируемыми правительством США. Однако, в отличие от RMBS Fannie Mae и Freddie Mac, RMBS, выпускаемые JHF, не защищены неформальной гарантией правительства.

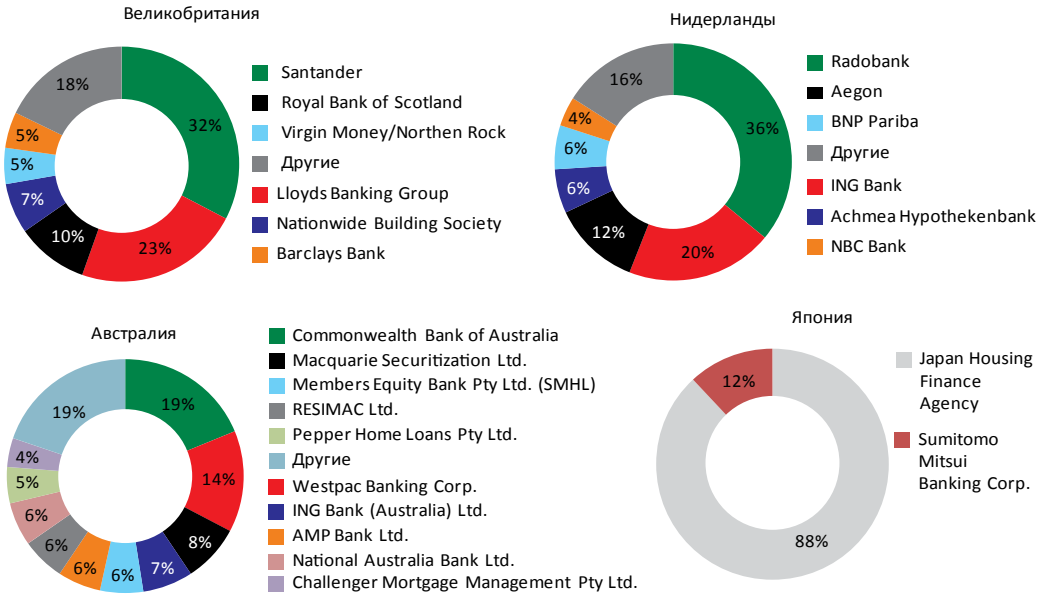
Доля частных кредиторов в совокупной эмиссии RMBS в Японии, составлявшая до 2007 года порядка половины, после 2008 года резко упала. В 2013 году RMBS выпустил лишь один частный оригинатор ипотечных ценных бумаг — Sumitomo Mitsui Banking Corp. (SMBC). Объем RMBS, выпускаемых JHF, с 2008 года увеличился; отчасти это произошло из-за того, что правительство распорядилось снизить процентные ставки по кредитам, приобретаемым агентством. Это повысило привлекательность кредитов, предоставляемых JHF, и позволило агентству увеличить свою долю ипотечного рынка. Что касается частных оригинаторов, которые до 2008 года выпускали RMBS для получения прибыли от продажи своих ипотечных пулов для их последующей секьюритизации, то в последнее время у них все меньше стимулов делать это, поскольку улучшились финансовые результаты их деятельности. Другая причина сокращения доли частного сектора заключается в том, что рост присутствия JHF на ипотечном рынке сопровождался сокращением присутствия SMBC — одного из крупнейших частных поставщиков долгосрочных кредитов с фиксированной ставкой. В Японии частные кредиторы обычно секьюритизируют кредиты с фиксированной ставкой, выпуская RMBS с фиксированной ставкой для минимизации расхождений между процентными ставками по активам и обязательствам, и, как правило, не используют RMBS для финансирования кредитов с плавающей ставкой.

ВОЗВРАТНОСТЬ КРЕДИТОВ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ RMBS

Уровень просрочки

Мы наблюдаем значительные различия в уровнях возвратности наименее рискованных (категория prime) ипотечных кредитов в рассматриваемых четырех странах (см. рисунок 3). Например, в Великобритании уровень кредитов prime с платежами, просроченными на 90 дней и более, в 2008–2009 годах вырос намного более резко, чем в Нидерландах и Австралии, и лишь в последние годы начал значительно снижаться. В Нидерландах и Австралии уровень длинных просрочек по кредитам,

Рисунок 2. Доли отдельных оригинаторов в эмиссии RMBS, размещенных среди инвесторов



обеспечивающим RMBS, также увеличился с 2007 года, но был примерно втрое ниже, чем в Великобритании.

Возможно, что накануне финансового кризиса британские кредиторы снизили свои стандарты андеррайтинга в большей мере, чем их нидерландские коллеги, которые были обязаны соответствовать нидерландскому Кодексу корпоративного поведения (хотя не всегда неукоснительно соблюдали его). Разница в уровнях просрочки в Великобритании и Австралии может в какой-то мере объясняться и разной степенью «смягчения» критериев оценки кредитных рисков, однако следует учитывать и то, что Австралия пережила гораздо менее глубокую рецессию.

По показателям просрочки Япония выбивается из вышеназванной четверки стран: среди кредитов JHF уровень просрочки на 90 дней и более в 10 раз ниже, чем в Нидерландах и Австралии, причем такая разница отмечалась даже в 2005–2007 годы. Однако JHF и частные японские кредиторы регулярно выкупают просроченные кредиты (в частности, кредиты с измененными условиями) из пулов, обеспечивающих RMBS. Объемы таких покупок выросли после принятия в 2009 году так называемого «Закона о моратории». В соответствии с этой нормой (отмененной в марте 2013 года) кредиторы обязаны были делать все от них зависящее для удовлетворения просьб заемщиков об изменении условий кредитования. Данное обстоятельство могло положительно повлиять на японскую статистику просрочек.

Несмотря на эти различия, уровень возвратности ипотечных кредитов prime, служащих обеспечением в сделках RMBS, в абсолютном выражении оставался относительно высоким во всех четырех странах на протяжении нескольких лет. В Великобритании уровень длинной просрочки по ипотеке с 2007 года не превышал 2.5% ни среди кредитов prime, обеспечивающих сделки RMBS с рейтингами Standard & Poor's, ни в более широкой категории кредитов, обеспеченных первой закладной (first-lien mortgages). Заметим, что это более чем вдвое ниже отмеченного в тот же период пикового показателя просрочки по first-lien mortgages, выданных банками США.

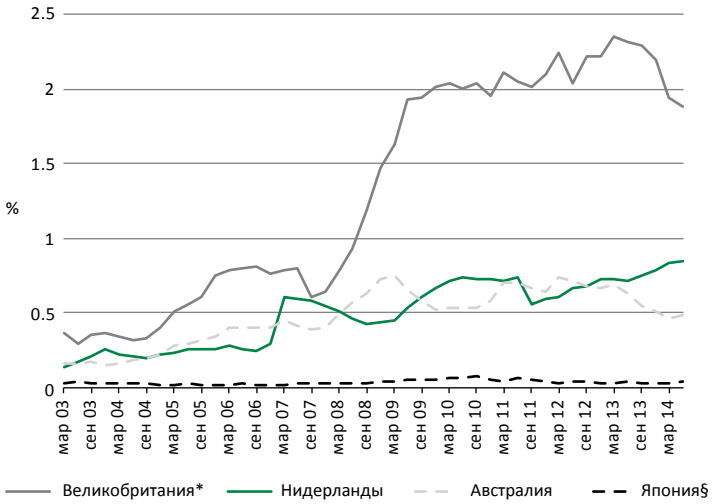


Рисунок 3
Обеспечивающие RMBS кредиты prime, просроченные на 90 дней и более

*Включая кредиты, залог по которым перешел в собственность кредитора.

§Только RMBS, выпущенные Japan Housing Finance Agency.

Источник: Standard & Poor's

Миграция рейтингов

Данные о миграции рейтингов в определенной степени отражают высокое качество ипотечных пулов, обеспечивающих RMBS, во всех четырех странах. Например, в 2013 году мы понизили менее 2% рейтингов австралийских RMBS, обеспеченных кредитами prime, а по японским RMBS понижений не было вовсе в силу, в частности, низких уровней просрочки и досрочного погашения (см. рисунок 4). Еще не было ни одного случая дефолта по рейтингуемым Standard & Poor's траншам RMBS категории prime, выпущенным в Нидерландах, Австралии или Японии. В Великобритании был единственный дефолт (по четырем траншам одного выпуска RMBS), но его причиной была реструктуризация сделки, а не ухудшение качества обеспечивающих кредитов.

По сути дела, за понижением многих наших рейтингов в последние годы стоят факторы, напрямую не связанные с качеством обеспечивающих активов. Более 80% всех негативных рейтинговых действий по траншам RMBS категории prime, выпущенным в 2013 году в Великобритании, Нидерландах и Австралии, были связаны с повышением контрагентского риска, за исключением риска кредитоспособности организаций, предоставляющих ипотечное страхование (lenders mortgage insurance — LMI), а не с плохой возвратностью кредитов (см. рисунок 5). Относительно высокая доля негативных рейтинговых действий по RMBS в Нидерландах в прошлом году была связана с качеством обеспечения, но его ухудшение было обусловлено снижением цен на жилье, а не фактическим уровнем просрочки.

ЭМИССИЯ RMBS

До последнего времени тенденции выпуска RMBS в Великобритании и Нидерландах были одинаковы. В обеих странах объемы выпусков RMBS, впоследствии размещенных среди инвесторов, быстро выросли в начале 2000-х годов на фоне оживленного спроса на жилье и достигли максимума в 2005–2006 годах, после чего сократились в период рецессии почти до нуля и немного восстановились в 2010–2011 годах (см. рисунок 6).

С тех пор процесс эмиссии RMBS в этих двух странах развивается по-разному. Запуск программы «Фондирование для кредитования» в 2012 году позволил британским оригинаторам ипотечных кредитов получать средства Центрального банка под низкие проценты и меньше нуждаться в рыночных заимствованиях. Отчасти по этой причине эмиссия RMBS в Великобритании в 2013 году снизилась до уровня 2008 года. Однако в конце 2013 года Bank of England переориентировал указанную программу на поддержку корпоративного, а не ипо-

течного кредитования, что, по всей видимости, способствовало возвращению части британских оригинаторов на рынок секьюритизации: в первом полугодии 2014 года объемы эмиссии превысили объемы размещений за все предыдущие годы.

В Нидерландах объемы эмиссии оставались значительными до 2014 года. По сути дела, отношение выпущенных RMBS к общему объему ипотечного кредитования в Нидерландах в 2013 году было на уровне 2006 года. Однако за первые восемь месяцев 2014 года объемы эмиссии сократились более чем на 50% относительно аналогичного периода предыдущего года.

Отчасти это может объясняться тем, что в сентябре 2013 года правительство Нидерландов объявило о своем плане создания в течение года «Национального института ипотеки» (National mortgage institute — NHI). Задача этого учреждения — выпускать облигации под гарантии правительства и на поступления от их размещения покупать банковские облигации с ипотечным покрытием в целях снижения расходов кредиторов на привлечение ресурсов. В последнее время информации, касающейся проекта NHI, поступает мало, но правительство Нидерландов недавно сообщило о проведении переговоров с Европейской комиссией, которая должна одобрить создание данного института. Мы допускаем, что некоторые кредиторы могли в первом полугодии 2014 года «законсервировать» ипотечное обеспечение, чтобы впоследствии использовать его в этой схеме. В 2014 году нидерландских траншей RMBS с колл-опционом в текущем году стало меньше, чем годом ранее. Это также могло способствовать сокращению объемов эмиссии в 2014 году, поскольку оригинаторы, возможно, решили привлечь ресурсы за счет новых выпусков RMBS в связи с погашением предыдущих.

Резкое сокращение эмиссии RMBS в 2008–2009 годах отмечалось не только в Великобритании и Нидерландах, но и в Австралии. Однако австралийское правительство помогло поддержать рынок, обеспечив покупку RMBS через Australian Office of Financial Management (AOFM), специализированное подразделение Министерства финансов Австралии, ответственное за инвестиции в долговые инструменты. В период с ноября 2008 года до августа 2012 года AOFM выкупило кредитов на 15 млрд австралийских долларов, что на 20% превысило совокупный объем RMBS, выпущенных и размещенных среди инвесторов в тот же период. Правительство официально закрыло эту программу AOFM в апреле 2013 года, сославшись на возрождение интереса к покупкам RMBS со стороны частных инвесторов.

Объемы эмиссии австралийских RMBS уменьшились в 2012 году в связи с переходом нескольких кредиторов на рынок облигаций с ипотечным покрытием (covered

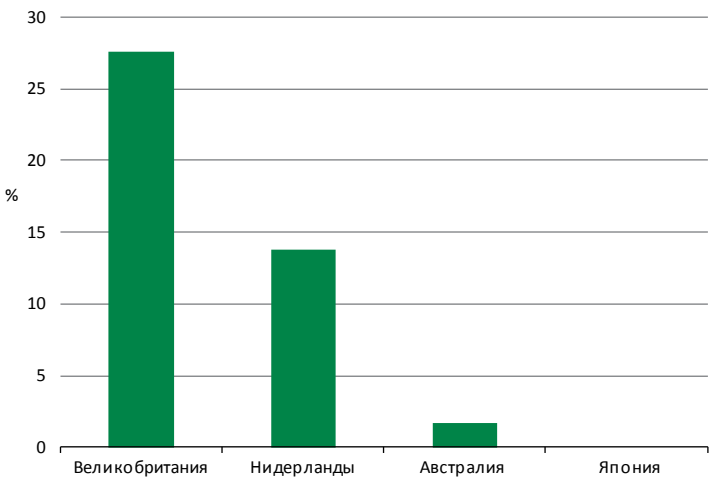


Рисунок 4
Понижения рейтингов RMBS, обеспеченных кредитами prime, в 2013 г.

Источник: Standard & Poor's

bonds) после вступления в силу нового закона, касающегося этих финансовых инструментов. В 2013 году объемы эмиссии вновь выросли, в частности, благодаря дефициту предложения британских RMBS, а в первой половине 2014 года рост превысил 30% относительно того же периода 2013 года. Однако объем размещенных выпусков остается небольшим в сравнении с предкризисными годами, а также масштабами ипотечного кредитования в стране.

В Японии объемы эмиссии RMBS упали в связи с рецессией не столь резко, как в остальных трех странах, а инвестиционный спрос оказался сравнительно устойчивым. Однако существенного возобновления роста эмиссии здесь не наблюдалось: по сути дела, можно ожидать, что в 2014 году объемы эмиссии сократятся, и это будет происходить уже третий год подряд, в частности, в связи со снижением активности такого эмитента, как JHF, после отмены в октябре 2010 года правительственного поручения о снижении процентных ставок по кредитам, приобретаемым агентством.

ПЕРСПЕКТИВЫ ЭМИССИИ RMBS РАЗНЯТСЯ

Дальнейшая ситуация с эмиссией RMBS в рассматриваемых странах может сложиться по-разному. В Великобритании валовой объем ипотечного кредитования в январе–июле 2014 года вырос почти на 30% относительно аналогичного периода 2013 года благодаря повышению потребительского доверия, снижению затрат кредиторов на фондирование и государственной поддержке развития рынка жилья в форме, например, программ компенсации части расходов по ипотеке (таких, как Help-To-Buy). Мы считаем, что данные обстоятельства, а также изменение условий программы «Фондирование для кредитования» уже способствуют росту объемов RMBS, и ожидаем, что в ближайшие месяцы эта тенденция сохранится.

В Нидерландах в игру могут вступить разнонаправленные силы. С одной стороны, росту эмиссии может способствовать то обстоятельство, что в 2015 году общий непогашенный остаток нидерландских RMBS с возможностью досрочного выкупа в текущем году может удвоиться по сравнению с показателем 2014 года. Валовой объем ипотечного кредитования в январе–июле 2014 года вырос на 23% относительно аналогичного периода 2013 года благодаря признакам восстановления на рынке жилья и возвращению потребительского доверия.

В сентябре 2014 года Европейский центральный банк (ЕЦБ) заявил о своем на-

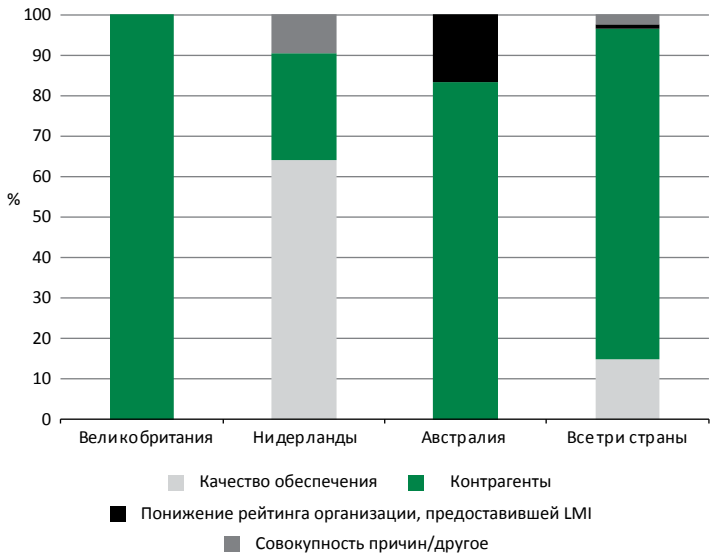


Рисунок 5
Причины понижения рейтингов RMBS, обеспеченных кредитами prime, в 2013 г.

LMI-ипотечное страхование.
Источник: Standard & Poor's.

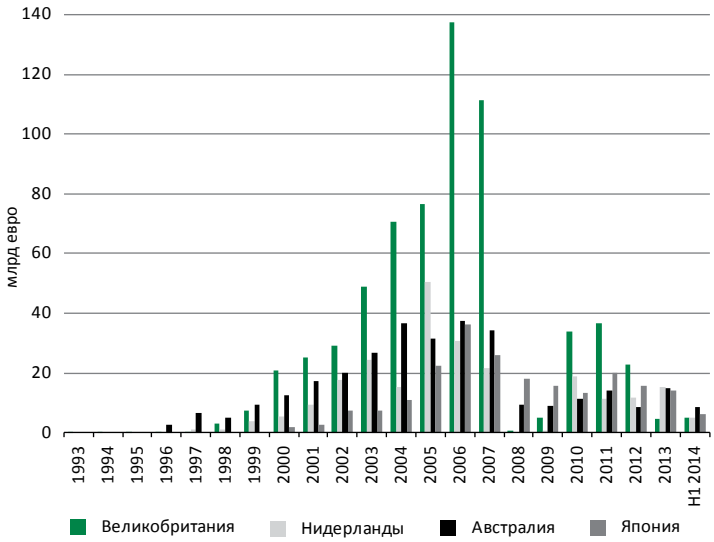


Рисунок 6
Объемы RMBS, выпущенных и размещенных среди инвесторов

мерении покупать секьюритизированные активы как на первичном, так и на вторичном рынке, что уже способствовало сужению кредитных спредов по европейским структурированным финансовым продуктам и, возможно, повышению стимулов к выпуску RMBS для некоторых нидерландских оригинаторов.

С другой стороны, запланированные ЕЦБ операции долгосрочного рефинансирования могут оказаться в целом более дешевой альтернативой оптовым рынкам заемного капитала для многих европейских кредиторов, в том числе некоторых оригинаторов ипотечных кредитов в Нидерландах. Если правительство в конце концов создаст NHI, это станет дополнительным препятствием на пути восстановления темпов эмиссии RMBS в этой стране.

В Австралии объемы новой эмиссии RMBS, сократившиеся сначала в 2008–2009 годах, а затем и в 2012 году, недавно достигли новых максимумов. Инвестиционный спрос устойчиво высок, и маржа по новым австралийским RMBS категории prime продолжает сокращаться. Возрождение интереса к этим бумагам, особенно со стороны иностранных инвесторов, отчасти связано с ограниченным предложением новых RMBS на других рынках секьюритизации, в частности европейском и американском. С нашей точки зрения, этому также способствуют высокое качество обеспечивающих активов и высокие рейтинги австралийских RMBS категории prime.

Однако мы сомневаемся, что в обозримом будущем объем новой эмиссии достигнет уровней 2006 и 2007 года — прежде всего потому, что некоторые ныне уже не существующие инвесторы, например структурированные инвестиционные фонды (structured investment vehicles), выкупили в тот период значительную часть австралийских RMBS, выпущенных посредством офшорных эмитентов. С началом эмиссии облигаций с ипотечным покрытием и их использования в качестве источника фондирования в Австралии у некоторых кредиторов пропал интерес к секьюритизации.

В Японии в октябре 2015 года ожидается новое повышение потребительского налога, который уже вырос в апреле 2014 года. Мы предполагаем, что рост налоговой нагрузки населения страны, скорее всего, замедлит темпы роста нового строительства и выдачу ипотечных кредитов. Поэтому эмиссия RMBS в ближайшие кварталы, по всей видимости, будет идти вяло. Мы также ожидаем, что подавляющая часть размещаемых выпусков RMBS будет, как и прежде, приходиться на долю JHF.