Джеймс МАНЦИ,
старший директор направления «Структурированные финансы», Standard & Poor's

Даррел УИЛЕР,
глава аналитического подразделения направления «Структурированные финансы», Standard & Poor's

Мировой рынок секьюритизации: рост эмиссии новых бумаг под вопросом

В 2016 г. мировой рынок структурированного финансирования, вероятнее всего, ожидает незначительный рост. Основными факторами, сдерживающими активную эмиссию новых бумаг в США, Европе, Азиатско-Тихоокеанском регионе и Латинской Америке, будут сохраняющаяся волатильность на финансовых рынках, экономическая ситуация в отдельных регионах и неопределенность в отношении регулирования сектора секьюритизационных продуктов.

США

В первой половине 2015 г. объемы выпуска инструментов структурированного финансирования в США оставались внушительными и росли. Однако в августе рыночная конъюнктура изменилась, и эмитенты оказались не готовы использовать рынки для финансирования своих кредитов. В результате по итогам 2015 г. объем эмиссии фактически сократился на 6% по сравнению с 2014 г.: с $462 млрд до $436 млрд. По состоянию на начало 2016 г. служба кредитных рейтингов Standard & Poor's прогнозирует объем эмиссии в США в размере $465 млрд, тогда как объем эмиссии на мировых рынках может превысить $225 млрд в эквиваленте, рассчитанном на основе текущих валютных курсов. В нашем прогнозе мы, как правило, не принимаем в расчет нестабильность на рынке в ближайшее время и сосредотачиваем внимание на том, каким образом прогнозируемый экономический рост будет влиять на использование рынков секьюритизированных активов для финансирования роста кредитования. Поэтому, несмотря на недавнее увеличение объема кредитов, используемых в качестве обеспечения в нескольких секторах структурированного финансирования, наши прогнозы относительно объема эмиссии секьюритизированных бумаг могут оказаться существенно ниже, если сложные макроэкономические условия последних двух месяцев, в том числе существенное увеличение спредов в отдельных секторах, сохранятся и в 2016 г.

Вместе с тем, мы полагаем, что медленный рост мировой экономики в начале нового года будет способствовать увеличению объема эмиссии несмотря на то, что регулирование, бухгалтерская отчетность и другие факторы некредитного характера продолжат сдерживать использование секьюритизированных продуктов. На Рисунке 1 показано использование секьюритизации в США в последние годы в отношении нескольких основных видов кредитования. Соотношения определяются как остаток непогашенного основного долга по сделкам структурированного финансирования, поделенный на остаток основного долга по кредитам в соответствии с отчетом «Движение денежных средств федеральных резервных банков», а в случае кредитов, предоставленных заемщикам с существующим долговым обременением, — на основании индекса Leveraged Loan Index, рассчитываемого S&P и LSTA.

Как показывает Рисунок 1, доля сделок секьюритизации в общем объеме непогашенных кредитов в США остается намного ниже пиковых значений и в последние годы в целом стабилизировалась, несмотря на значительное увеличение объемов кредитования (на уровне 15–20% для ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, поступлениями по кредитным картам, студенческими кредитами и коммерческой недвижимостью — CMBS). По нашему мнению, причина заключается главным образом в том, что банки и другие кредиторы оставляют кредиты на балансе, а не секьюритизируют их, что отчасти обусловлено ценами на рынке облигаций, регулятивными факторами, отражением в бухгалтерском учете, влиянием на достаточность капитала и другими. На графике особо выделяются два сектора: ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой, не имеющие гарантий государственных агентств (non-agency residential mortgage-backed securities, RMBS), доля которых составляет 10% (при этом данный сектор по-прежнему старается найти точный формат секьюритизации); и сектор облигаций, обеспеченных кредитами (collaterized loan obligations, CLO), который традиционно имел более высокий коэффициент секьюритизации, чем другие виды активов (в настоящее время он составляет 50%). В целом график свидетельствует о недостаточном использовании структурированного финансирования, поскольку оригинаторы по-прежнему сохраняют основную часть кредитов на собственном балансе.

В верхней части Таблицы 1 показан объем выпуска инструментов структурированного финансирования в США в разбивке по секторам. Мы ожидаем, что объем выпуска CMBS на мировом рынке увеличится в наибольшей степени, поскольку кредиты, секьюритизированные в течение нескольких лет до 2007 г., когда отмечался пиковый объем эмиссии, будут предоставлять возможность досрочного погашения и обеспечивать предложение новых CMBS. Увеличение числа сделок с недвижимостью также может

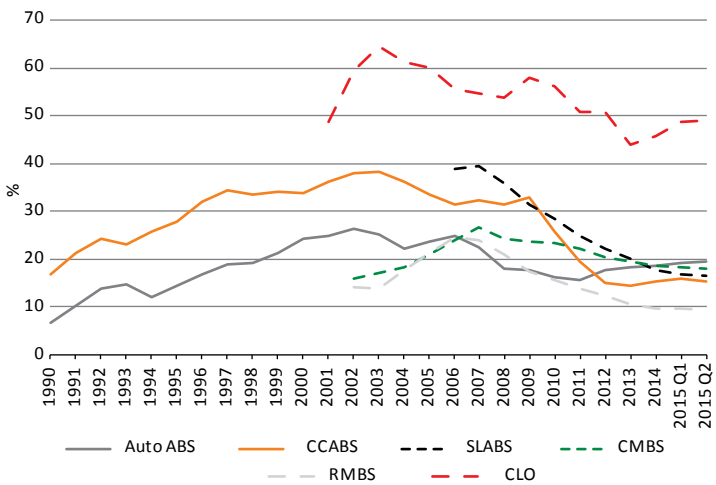


Рисунок 1
Коэффициент использования секьюритизации по секторам

Источники: ФРС, SIFMA, S&P Capital IQ LCD, Wells Fargo и служба кредитных рейтингов Standard & Poor's

обеспечить увеличение объема эмиссии инструментов структурированного финансирования, поскольку волатильность рынка, которая отмечается в последнее время, может сделать такие физические активы, как коммерческая недвижимость, более привлекательными для инвесторов в 2016 г.

Так, 64% респондентов в рамках исследования, недавно проведенного Ассоциацией иностранных инвесторов в недвижимость (Association of Foreign Investors in Real Estate, AFIRE), планируют небольшое или значительное увеличение инвестиций в недвижимость в США в 2016 г., а 31% респондентов хочет сохранить свои вложения или реинвестировать поступления от продажи в другие американские активы. При этом ни один из респондентов не планирует значительно сокращать инвестиции.

Секторы американских ABS и RMBS должны продемонстрировать небольшой подъем на фоне прогнозируемого умеренного экономического роста, а в отношении ABS — роста возобновляемых и невозобновляемых кредитов, который наблюдается в последнее время. Прогнозировать объем эмиссии для сектора CLO труднее всего, поскольку в последнее время глобальное увеличение процентных спредов по траншам выпусков CLO на мировом рынке на фоне небольшого повышения ставки LIBOR привело к тому, что выпуск CLO стал экономически менее выгодным, несмотря на снижение ставок по кредитам, предоставленным заемщикам с существующим долговым обременением. Неопределенность, связанная с удержанием риска и сокращением общего объема кредитов, может стать причиной значительного сокращения объема эмиссии в США — примерно до $50 млрд. С другой стороны, на восстанавливающемся рынке он может достичь $80 млрд. Поэтому мы прогнозируем эмиссию CLO в объеме $70 млрд.

ЕВРОПА

В 2015 г. объем размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг достиг 75 млрд евро. Это несколько выше показателя предыдущего года и соответствует значениям 2010 г. (см. Рисунок 2). Британский сектор RMBS стал основным драйвером роста эмиссии и остался крупнейшим классом активов европейской секьюритизации, поскольку объем эмиссии достиг максимального за три года значения. Напротив, эмиссия RMBS в Нидерландах существенно замедлилась. Все больше ипотечных кредиторов в этой стране стали

Таблица 1
Выпуск бумаг структурированного финансирования по секторам

	2014	2015	2016П	2016П vs 2015, %
США, $ млрд				
ABS	206	183	200	9
Автокредиты	96	98	105	7
Кредитные карты	47	25	30	20
Студенческие займы	16	14	15	7
Оборудование	16	17	17	0
Другие ABS (нетрадиционные активы, потребительские кредиты)	31	31	33	6
CMBS	94	101	125	24
SASB/LL	29	32	40	25
CLO	124	98	70 (50–80)	29
RMBS-Related	38	54	70	30
ИТОГО в США	**462**	**436**	**465**	**7**
Европа, млрд евро	**73**	**75**	**80–90**	**13**
Азия, $ млрд				
Китай*	52	77	92	20
Япония	Н/д	27	27	0
Австралия	21	20	18–23	Н/д
Латинская Америка, $ млрд				
Мексика	3	2	Н/д	Н/д
Бразилия	6	4	Н/д	Н/д
Аргентина	3	3	Н/д	Н/д
Трансграничные	5	2	Н/д	Н/д

*Общая сумма выпуска секьюритизации кредитных активов в рамках пилотной программы Комиссии по регулированию банковской деятельности Китая и Народного банка Китая, а также программы секьюритизации Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая.

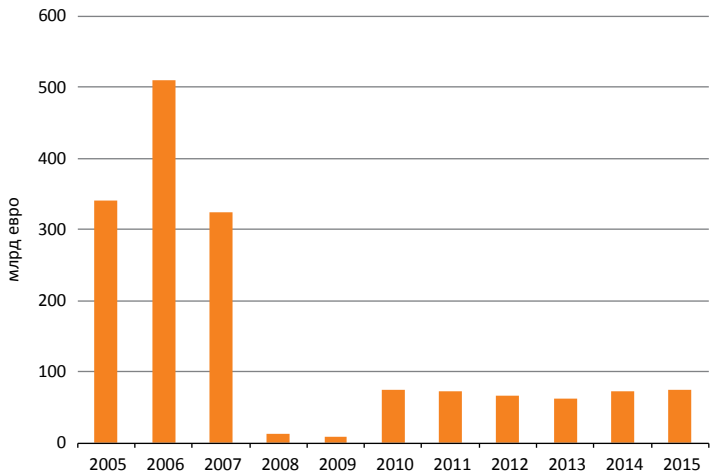


Рисунок 2
Объем размещенных среди инвесторов европейских секьюритизированных ценных бумаг
Источник: Standard & Poor's

использовать в качестве альтернативного инструмента обеспеченного финансирования облигации с покрытием. Кроме того, в 2015 г. география европейских секьюритизированных ценных бумаг стала более разнообразной, о чем свидетельствуют, в частности, выпуски синдицированных испанских и бельгийских RMBS впервые за многие годы.

В 2016 г. ряд факторов может обусловить дальнейший небольшой рост эмиссии секьюритизированных ценных бумаг, но резкого увеличения объемов выпуска не произойдет. Значение показателя чистого кредитования реального сектора экономики банками еврозоны недавно стало положительным — впервые за несколько лет. Поскольку некоторые финансовые организации завершают период восстановления балансов, это может означать, что их потребности в новой эмиссии инструментов фондирования вырастут. Вместе с тем, банки меньше используют субсидированное фондирование со стороны государственного сектора, в частности инструменты долгосрочного рефинансирования Европейского центрального банка.

Одним из серьезных сдерживающих факторов для эмиссии секьюритизированных ценных бумаг остается режим регулирования. Слишком жесткие требования к капиталу, связанные с риском секьюритизации в соответствии с правилами Solvency II для европейских страховых компаний, которые вступили в силу 1 января 2016 г., заставили многих инвесторов уйти с рынка. В последние два года отношение государственных органов к секьюритизации стало более либеральным, в результате чего в сентябре 2015 г. Европейская комиссия приняла простую, прозрачную и стандартизированную (simple, transparent and standardized — STS) программу секьюритизации. В конечном счете этот проект может привести к дальнейшему повышению качества системы регулирования, но пока неясно, будут ли масштабы и темпы этих изменений достаточными для существенного изменения динамики спроса и предложения в обозримом будущем.

Вместе с тем, мы полагаем, что в 2016 г. объем размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг может вырасти примерно до 80–90 млрд евро. Британский сектор RMBS, вероятнее всего, опять станет основным локомотивом роста эмиссии — отчасти в результате единовременного рефинансирования портфелей кредитов, выданных в предыдущие годы. Объем эмиссии в секторах ABS и CLO, вероятнее всего, останется стабильным. Тем не менее, мы не видим катализирующего фактора, который в ближайшее время мог бы обеспечить возврат к значительно более высокому уровню эмиссии RMBS в периферийных странах еврозоны, например в Испании и Италии.

Показатели кредитных пулов европейских секьюритизированных инструментов в целом остаются стабильными, отражая медленное улучшение макроэкономической ситуации для многих стран региона. В част-

ности, средний показатель списания кредитов в британском секторе ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, сохраняется на низком уровне, который отмечался на протяжении ряда лет. Но даже в таких более неблагоприятных сегментах, как испанские RMBS, уровень просроченной задолженности в целом стабилизировался или начал снижаться (см. Рисунок 3). Улучшение основных показателей кредитных пулов отражается также в изменении наших рейтингов: за 12 месяцев, закончившихся в сентябре 2015 г., рейтинги выпусков европейских секьюритизированных ценных бумаг снизились в среднем на 0.1 ступени по сравнению со снижением на 0.4 ступени годом ранее.

Несмотря на снижение кредитного риска пулов кредитов, которые используются в качестве обеспечения, понижения рейтингов в последние 12 месяцев зачастую отражали нашу оценку возрастающего кредитного риска, связанного с контрагентами по сделкам. В июне 2015 г. служба кредитных рейтингов Standard & Poor's предприняла различные негативные рейтинговые действия в отношении некоторых европейских коммерческих банков, и эти действия также оказали негативное влияние на рейтинги выпусков некоторых ценных бумаг структурированного финансирования в третьем квартале, особенно в британском секторе RMBS.

В 2016 г. мы прогнозируем дальнейшее улучшение экономических показателей во многих европейских странах, что будет способствовать дальнейшему улучшению поведения пулов кредитов, которые используются в качестве обеспечения сделок секьюритизации в регионе. Вместе с тем, могут быть предприняты негативные рейтинговые действия, обусловленные изменениями наших методологий присвоения рейтингов. В частности, в декабре 2015 г. мы опубликовали уточненные критерии присвоения рейтингов голландским RMBS. Мы ожидаем, что применение этих критериев окажет негативное влияние примерно на 15% текущих рейтингов голландских RMBS. При этом примерно в 40% случаев рейтинги будут понижены на одну ступень.

АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКИЙ РЕГИОН

Перспективы роста основных рынков секьюритизации Азиатско-Тихоокеанского региона в 2016 г. оцениваются как неоднозначные. При этом ожидается, что эмиссия ценных бумаг, обеспеченных разными классами активов, будет осуществляться преимущественно на внутренних рынках. Эмиссия секьюритизированных ценных бумаг на мировых рынках, в том числе в Азиатско-Тихоокеанском регионе, будет по-прежнему зависеть от роста экономики и кредитования, условий фондирования, неопределенности в отношении применения регулирования, а также неиспользованного рыночного потенциала.

Австралия

Объем эмиссии RMBS в январе-октябре 2015 г. составил $17.5 млрд. Общий объем эмиссии (с учетом ABS) превысил $20 млрд, но в 2016 г. мы прогнозируем стабилизацию

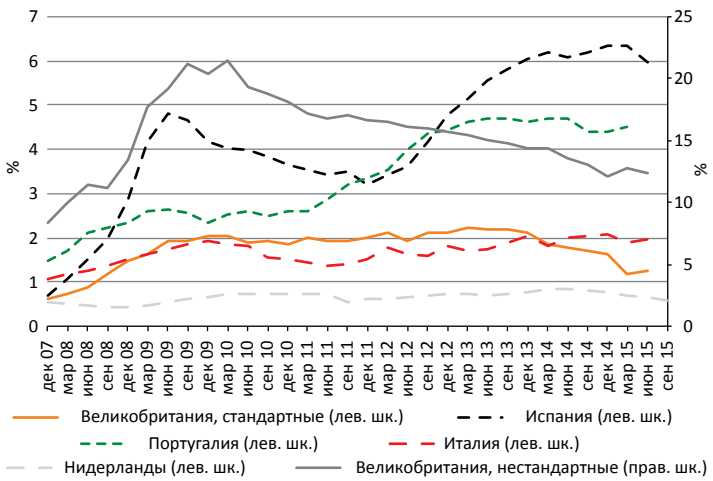


Рисунок 3
Доля ипотечных кредитов, просроченных более чем на 90 дней, в европейских странах (средний показатель)*

*Определяется на основании показателей пулов кредитов, обеспечивающих выпуск RMBS, которым присваиваются рейтинги Standard & Poor's.

эмиссии, при этом RMBS будут по-прежнему доминирующим классом активов. Вместе с тем, мы прогнозируем более значительный рост эмиссии ABS в этом году на фоне повышения интереса инвесторов к данному классу активов. Одной из основных задач для большинства эмитентов, вероятнее всего, станет привлечение большего числа небанковских инвесторов.

Показатели активов, используемых в качестве обеспечения австралийских RMBS, оцениваются как сильные; при этом уровень задолженности достаточно низкий, а убытки отражают длительный период относительно благоприятной экономической конъюнктуры, низкие процентные ставки и эффективную практику андеррайтинга и кредитования. В 2016 г. основной акцент в регулировании будет по-прежнему сделан на погашаемости долга. Это важный инструмент защиты для австралийского сектора жилищной ипотеки, если принимать во внимание высокий уровень задолженности домохозяйств. Активные действия регулирующих органов, препятствующие существенному ухудшению экономической ситуации, будут способствовать тому, что заемщики продолжат погашать ипотечные кредиты даже в случае изменения доходов.

Новая Зеландия

Мы ожидаем, что в 2016 г. объем эмиссии будет небольшим, принимая во внимание размеры рынка жилищной ипотеки. При этом двумя основными классами активов останутся RMBS и ABS. Как и в Австралии, основными факторами риска, которым будут по-прежнему уделять внимание регулирующие органы, являются высокий рост цен на недвижимость (главным образом в Окленде), присутствие инвесторов на рынке недвижимости и высокая задолженность домохозяйств. В Новой Зеландии отмечается интерес новых эмитентов к этому источнику фондирования.

Китай

В 2015 г. китайский рынок секьюритизации вновь продемонстрировал впечатляющие результаты (по оценкам, его объем составил 500 млрд юаней) и рост объема эмиссии в отношении разных классов активов, который, как мы ожидаем, продолжится в 2016 г. По нашему мнению, введение в действие схем регистрации сделок, разрешение рыночным ассоциациям принимать участие в определении экономической целесообразности сделок и требований к управлению отраслью, а также существующее требование о раскрытии информации представляют собой три важнейших изменения в системе регулирования китайского рынка секьюритизации. Мы полагаем, что при росте рынка и регулятивной поддержке существующие проблемы рынка (в частности, неопределенность относительно правовой защиты секьюритизации и отсутствие информации для бенчмаркинга показателей) могут быть со временем решены. По нашим прогнозам, в 2016 г. увеличится число небанковских эмитентов на рынке, число сделок, не связанных с CLO, в частности объем выпусков ABS и RMBS, обеспеченных автокредитами. Увеличится также число эмитентов, желающих привлечь международных инвесторов, и число решений, обеспечивающих доступ международных инвесторов (например, при помощи программ, связанных с Шанхайской зоной свободной торговли) — помимо таких каналов, как программы «Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы» (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) и «Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы в юанях» (RMB Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII). Одним из наиболее важных для эмитентов и инвесторов факторов является ценовая политика.

Тайвань

В 2015 г. темпы эмиссии секьюритизированных ценных бумаг на внутреннем рынке Тайваня оставались низкими, главным образом вследствие значительных запасов ликвидности на рынке кредитования и обусловленных этим низких показателей доходности активов для поддержки сделок секьюритизации. Вместе с тем, в настоящее время среди участников рынка активно обсуждаются проблемы, связанные с RMBS, коммерческими ABS, «секьюритизацией солнечной энергии» и финансированием развития инфраструктуры.

Япония

В январе-октябре 2015 г. общий объем новой эмиссии на японском рынке секьюритизации составил около 2750 млрд иен, что несколько выше показателей 2014 г. (2580 млрд иен), по данным японской Ассоциации дилеров, занимающихся операциями с ценными бумагами. Сделки RMBS обеспечивали

основную долю этой эмиссии: на них пришлось 73% совокупного объема новых бумаг. При этом 49% общего объема приходилось на структурированные облигации с ежемесячными платежами, выпускаемые Японским агентством по финансированию жилья (Japan Housing Finance Agency). Сделки с ABS без учета RMBS составляли 24% эмиссии.

Из-за сохраняющихся низких процентных ставок в Японии интерес оригинаторов к использованию секьюритизации снизился, поскольку они могут легко привлечь финансирование в форме банковских кредитов. Принимая во внимание наши ожидания относительно сохранения низких процентных ставок в 2016 г., мы полагаем, что объем новой эмиссии секьюритизированных ценных бумаг останется примерно таким же, как и в 2015 г. — по оценкам, 3200 млрд иен.

Южная Корея

В прошлом году объем ABS, выпущенных в Южной Корее, значительно увеличился и составил 68.5 трлн вон за первые три квартала 2015 г. (по данным Корейской службы финансового надзора — Korea Financial Supervisory Service). Объем новой эмиссии в третьем квартале достиг 20.3 трлн вон, что на 159.9% выше, чем годом ранее, когда объем выпуска составил 7.8 трлн вон. Этот рост был обусловлен главным образом тем, что объем ипотечных ценных бумаг, выпущенных Korea Housing Finance Corporation (KHFC), вырос на 391.8% по сравнению с предыдущим годом в результате увеличения эмиссии MBS, обеспеченных кредитами с фиксированными процентными ставками, такими как кредиты bogeumjari и стандартные кредиты, которые могли быть использованы в сделках секьюритизации KHFC, согласно требованиям Службы финансового надзора. Увеличение объема выпуска новых бумаг также было обусловлено тем, что оставшаяся часть эмиссии MBS была поддержана новой программой ипотечного рефинансирования, которую правительство начало в третьем квартале. Kookmink Bank выпустил первые облигации с покрытием в рамках уточненного корейского правового режима регулирования таких бумаг.

Другие азиатские страны

В остальных азиатских странах новые секьюритизированные ценные бумаги выпускаются нерегулярно, однако все больше эмитентов рассматривают возможность использовать рынок секьюритизации как один из источников финансирования. Мы отмечали дальнейшее развитие программ выпуска облигаций с покрытием в Сингапуре (сингапурские DBS Bank и United Overseas Bank) и, как было указано выше, в Корее (Kookmink Bank и Korean Housing Finance Corp.). Вместе с тем, поддержка со стороны регулирующих органов в форме применения более четких и определенных национальных режимов регулирования должна повысить доверие иностранных инвесторов к рынку.

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

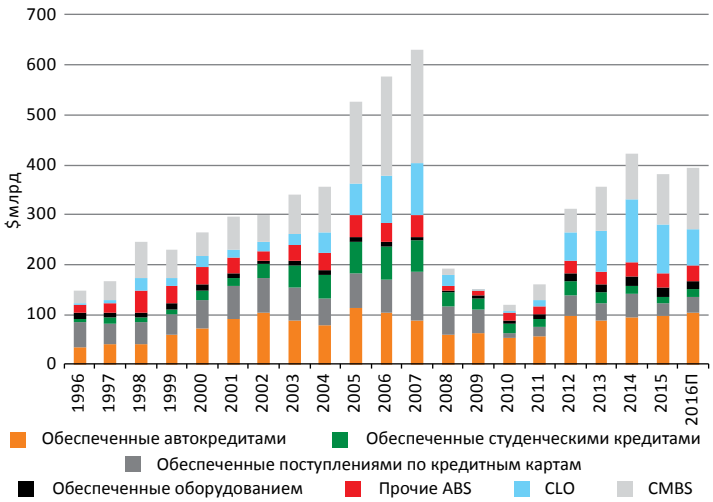
После ожидаемого снижения ВВП на 0.3% в 2015 г. наш прогноз роста реального ВВП в Латинской Америке в 2016 г. составляет всего 0.5%. Этот прогноз определяется главным образом рецессией в Бразилии. При этом мы ожидаем небольшой рост в других странах региона, хотя риски ухудшения макроэкономической ситуации все еще высоки. Кроме того, на международные и национальные рынки, вероятнее всего, будет оказывать влияние повышение процентных ставок в США, которое может увеличить спрос инвесторов на продукты секьюритизации и выпуски обеспеченных ценных бумаг, имеющие более высокие рейтинги, чем рейтинги эмитентов — корпораций или банков. Повышение ставок в США может также обусловить более активное использование внутреннего рынка для замещения потенциального сокращения спроса инвесторов на высокодоходные простые ценные бумаги. Наконец, корректировки экономической политики в Аргентине, в том числе более агрессивная стратегия поиска решения в отношении суверенных облигаций, по которым допущен дефолт, может способствовать восстановлению доступа на международные рынки.

Развитие рецессии в Бразилии будет определять возможное ухудшение показателей активов и станет стимулом для развития так называемой гранулированной секьюритизации (pulverized securitization), в то время как традиционные эмитенты чистых долговых обязательств могут в настоящее время искать возможности для секьюритизации кредитов, выданных как на внутреннем, так и на международных рынках. В Мексике мы ожидаем более диверсифицированную эмиссию с точки зрения классов активов и стабильные

Рисунок 4
Объемы эмиссии инструментов структурированного финансирования за 20 лет (без учета RMBS)

RMBS — ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities). ABS — ценные бумаги, обеспеченные активами (asset-backed securities). CLO — облигации, обеспеченные займами (collaterized loan obligations). CMBS — ипотечные ценные бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities). П — прогноз.

Источник: Standard & Poor's



показатели активов. Принимая во внимание короткие сроки секьюритизированных ценных бумаг в Аргентине, мы прогнозируем стабильные показатели на фоне возможных изменений экономической политики. В других странах мы ожидаем роста объема эмиссии секьюритизированных ценных бумаг на международном рынке, в частности ценных бумаг, обеспеченных будущими денежными потоками, и переупакованных ценных бумаг вследствие девальвации валют и снижения спроса инвесторов на выпуск высокодоходных инструментов.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОДОЛЖИТ ОПРЕДЕЛЯТЬ ТЕМПЫ ЭМИССИИ НА МИРОВОМ РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Мы прогнозируем умеренный рост эмиссии инструментов структурированного финансирования в США в 2016 г., но также отмечаем значительные нереализованные возможности для дополнительной эмиссии в связи с ростом объема кредитов, используемых в качестве залогового обеспечения. Сохраняющаяся волатильность на финансовых рынках, которая оказывает негативное влияние на текущие ожидания экономического роста, может привести к тому, что фактический объем эмиссии инструментов структурированного финансирования окажется ниже нашего прогноза. Это же относится и к более высокой, чем ожидается, степени неопределенности, связанной с нормативными актами, которые вступят в силу в конце 2016 г., в том числе в отношении удержания риска и выполнения в полном объеме требований о коэффициенте покрытия ликвидности в рамках Basel III, который вступит в силу 1 января 2017 г.

Будущее зарубежных рынков секьюритизации также в значительной степени зависит от экономики конкретных регионов. В Европе может отмечаться небольшой рост, обусловленный ростом британского рынка RMBS; в Азиатско-Тихоокеанском регионе будут действовать различные тенденции; в Латинской Америке, вероятнее всего, ситуация осложнится в связи с рецессией в Бразилии. Режим регулирования также будет играть значительную роль в развитии мировой отрасли структурированных финансов. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе меры региональных органов власти, направленные на повышение уровня прозрачности и стандартизации, приведут к росту объема эмиссии и повышению доверия международных инвесторов к инструментам секьюритизации, особенно в Азиатско-Тихоокеанском регионе, где деятельность в этой сфере ограничивается преимущественно внутренним рынком. Однако в будущем году неопределенность в отношении регулирования, вероятнее всего, будет сдерживать объем эмиссии инструментов структурированного финансирования.