Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
генеральный директор,
Fieldstone Capital

США — мировой законодатель моды на секьюритизацию

Для всех типов американских секьюритизированных бумаг 2015 г. характеризовался понижением торговой активности на вторичном рынке и небольшим снижением объемов первичных сделок[1]. Начавшееся с весны расширение спредов коснулось буквально всех секторов рынка. Исключением стали секьюритизации студенческих займов, попавшие под отрицательный прогноз Moody's и Fitch — их уровни обвалились существенней, чем в большинстве других секторов. Значительное расширение спреда и падение ликвидности наблюдалось и во вторичной торговле CLO[2], особенно на BB-уровне, что привело к рекордным спредам BBB- и BB-бумаг. Темпы досрочных погашений во всех ипотечных секторах были достаточно высокими. Их поддерживали положительная ценовая динамика рынка недвижимости, низкие ставки рефинансирования и уверенность в том, что Комитет по открытым рынкам Федерального резерва начнет в скором времени поднимать ставку по федеральным фондам, что неизбежно приведет и к повышению ставок рефинансирования.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ: AGENCY MBS, ИПОТЕЧНЫЕ СДЕЛКИ АГЕНТСТВ

Рынок секьюритизаций, выпускаемых ипотечными агентствами, традиционно является самым объемным и самым ликвидным среди всех рынков секьюритизаций в США. В Штатах существует три ипотечных агентства, одно (Ginnie Mae) полностью принадлежит государству, а два других (Freddie Mac и Fannie Mae),

[1] Некоторые продукты рынка секьюритизации, обсуждаемые в статье, ограничены для продажи частным инвесторам в соответствии с Законом США о ценных бумагах. Этот материал не является предложением или рекомендацией купить или продать, а приводится для общей информации.

[2] CLO (Collaterized Loan Obligation) — ОЗО, обеспеченные займовые обязательства. Мы подробнее обсуждаем этот продукт ниже в статье.

которые иногда называют спонсируемыми правительством предприятиями (GSE, Government Sponsored Enterprise) — это финансовые организации, созданные Конгрессом США, хотя и не принадлежащие государству. Агентства скупают ипотечные займы высокого качества и выпускают траншированные и нетраншированные секьюритизации. Ежедневные объемы торговли на этом рынке сравнимы с объемами бумаг, торгующихся на рынке государственных обязательств США и на рынке корпоративных облигаций, хотя, конечно, спреды в секторе ипотечных секьюритизаций агентств значительно шире спредов госбумаг и качественных корпоративных облигаций.

Рынок секьюритизации ипотеки в США — старейший рынок среди всех секторов секьюритизированных бумаг, он зародился в конце 70-х гг. XX в. Многие участники рынка воспринимают секьюритизации агентств как AAA-кредит, полагаясь на надежность гарантий ипотечных агентств и гарантию государства[1].

В то же время, на инвесторов в этот сектор косвенно может влиять динамика кредитных рынков. Предположим, инвестор купил ипотечную ценную бумагу, постоянный купон которой на данный момент выше рыночного купона для подобных бумаг. Такая покупка стоит очевидно больше, чем 100% от номинала облигации. Если по закладным, обеспечивающим эту облигацию, происходит задержка выплат до нескольких месяцев, ипотечное агентство может выкупить их из портфеля по цене 100% от номинала закладных. Формально потерь в портфеле таким образом не происходит. Но наличные, выплаченные агентством взамен закладных, тут же перенаправляются инвестору, который, потратив вчера более 100% на свою облигацию, вдруг получает сумму погашения по цене 100%, то есть теряет деньги. Такое существенное ускорение досрочных погашений, вызванное ухудшением кредитного качества закладных, было одним из следствий ипотечного кризиса 2008 г.

Ни один другой рынок секьюритизации в мире не сравнится по объемам выпуска с первичным рынком ипотечных секьюритизаций агентств. На Рисунке 1 показаны ежегодные объемы выпуска ипотечных секьюритизаций с 1996 по 2015 г., согласно данным SIFMA. Хотя траншированные сделки CMO — это лишь малая часть общего объема выпуска ипотечных

[1] Фактически государство не гарантирует платежеспособность секьюритизаций, выпускаемых Freddie Mac и Fannie Mae. В то же время, агентства безусловно находятся в категории «слишком большие, чтобы рухнуть», и рынок верит, что в случае кризиса правительство будет спасать агентства, как это было сделано в сентябре 2008 г.

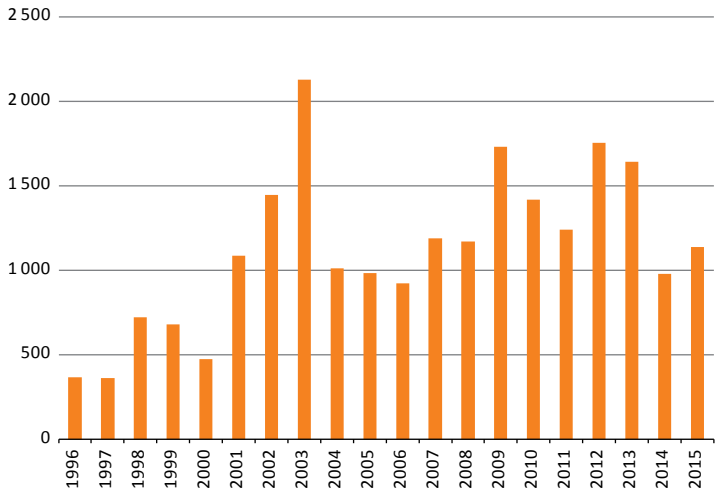

Рисунок 1

Ежегодные объемы выпуска Agency MBS в США в 1996–2015 гг., $ млрд

Источник: SIFMA

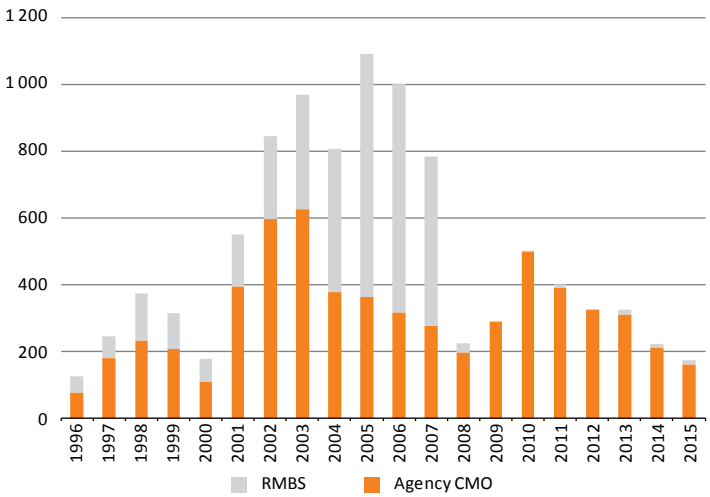

Рисунок 2

Объемы выпуска Agency CMO vs Non-agency RMBS, $ млрд

Источник: SIFMA

секьюритизаций, даже они часто в разы превосходят объемы выпуска на других секьюритизованных рынках. Забавным исключением стали предкризисные годы, когда с 2004 по 2007 г. рынок частных ипотечных секьюритизаций (то есть бумаг, которые выпускались не агентствами, а частными компаниями, non-agency RMBS), подогреваемый спросом так называемых ABS CDO[1], выпускал бóльшие объемы, чем рынок траншированных облигаций агентств. На Рисунке 2 показаны объемы выпуска в секторе Agency CMO и Non-agency RMBS, по данным SIFMA. Интересно, что хотя общий объем ипотечных секьюритизаций за 2015 г. выше, чем в 2014 г., объемы траншированных CMO-сделок ниже, чем в 2014 г. В результате снижения ликвидности основной спрос на секьюритизации агентств в 2015 г. формировали инвесторы, покупающие бумаги в качестве долгосрочных вложений, в первую очередь банки.

В 2015 г. оставался низким и средний объем выпуска CMO-флоатеров — около $2 млрд в месяц. Производные бумаги, такие как только-интерес[2] (interest only) и обратные к флоатерам транши только-интерес (inverse interest only), выпускались объемами порядка $4 млрд в месяц.

Общая капитализация рынка секьюритизаций, выпущенных агентствами, составляет порядка $7 трлн[3]. Для сравнения, объем рынка коммерческих ипотечных секьюритизаций — чуть больше $600 млрд, а рынка частных секьюритизаций (не-агентств) частного жилья — порядка $900 млрд, по данным SIFMA.

[1] ABS CDO — это долговые обязательства, обеспеченные траншами ипотечных секьюритизаций, то есть вторые производные от ипотеки. Продукт, принесший печальную славу CDO, во многом из-за неверной оценки корреляционных эффектов в ипотечном портфеле и ступенчатого характера поведения портфеля тонких траншей.

[2] Транши только-интерес — это транши, по которым выплачивается купон с номинального баланса, но не выплачивается погашение. Они структурируются, например, из траншей фиксированного купона путем отделения от последних части купонного денежного потока. При этом действует следующее правило: если транш только-интерес имеет фиксированный купон, то и транш, получающийся в результате отделения транша только-интерес, тоже имеет фиксированный купон. Но если купон транша только-интерес обратно пропорционален индексу LIBOR (обратный к флоатеру только-интерес), то оставшийся от такого отделения транш имеет плавающий купон, пропорциональный LIBOR, или является так называемым LIBOR-флоатером.

[3] Чтобы почувствовать масштаб этого рынка, вспомните, что весь национальный долг США составляет чуть менее $19 трлн!

На Рисунке 3 показаны доходности Freddie Gold TBA[1] с купоном 3% и 10-летнего казначейского обязательства, по данным Bloomberg. Весь 2015 г. инвесторы ждали повышения ключевых ставок и анализировали данные по безработице как якобы основную переменную, на которую опирается Федрезерв. Это четко видно в динамике десятилетних гособлигаций и MBS. Спреды[2] бумаг агентств сузились во второй четверти года, но они не так сильно, как можно было ожидать, реагировали на высокие объемы выпуска и отрицательные геополитические новости второй половины года. В то же время, инвесторы, хеджирующие свои позиции свопами, могли потерять деньги уже из-за того, что спреды свопов сами по себе сузились. Например, за третью четверть 2015 г. сужение составило более 10 б.п. (см. Рисунок 4, данные Bloomberg).

В прошлом году продолжилась практика использования структурированных сделок, передающих кредитный риск от агентств инвесторам. Так, Freddie Mac продолжал выпускать сделки STACR (Structured Agency Credit Risk). Первую STACR-сделку — STACR 2013-DN1 — агентство провело летом 2013 г. По данным на осень 2015 г. состоялось 14 подобных выпусков, шесть из которых — в 2015 г. Сделки STACR имеют обычную кредитную структуру со списыванием снизу. В 2015 г. Fannie Mae также выпустила три сделки в своей серии CAS (Connecticut Avenue Securities), которая схожа со сделками STACR.

Ипотечные секьюритизации агентств первыми чувствуют рынок процентных ставок из-за того, что большинство облигаций сектора имеет фиксированный купон. Кроме того, ситуация в секторе зависит от изменения динамики погашений по результатам пересмотра ипотечных ставок. Таким образом, активность на рынке секьюритизации ипотеки в 2016 г. будет во многом зависеть от политики Комитета по открытым рынкам Федерального резерва США.

[1] TBA, To be announced MBS — бумага, обещающая инвестору в будущем получение закладных ипотечных займов от агентств. Отделы структурирования Agency CMO используют TBA как закладные при изготовлении новых сделок и только позже получают данные о конкретных закладных. Это позволяет создавать сделки и бронировать для них закладные еще до того, как эти закладные будут выпущены.

[2] Отметим, что для торговли ипотечными секьюритизациями агентств часто рассматривают не спреды в конкретных сценариях, а усредненные по сценариям спреды, при этом набор сценариев и вероятности их реализации определяются моделями досрочных погашений, которые, в свою очередь, моделируют связь скорости погашения и кривой процентных ставок. Такие средние спреды называют OAS, Option Adjusted Spread.

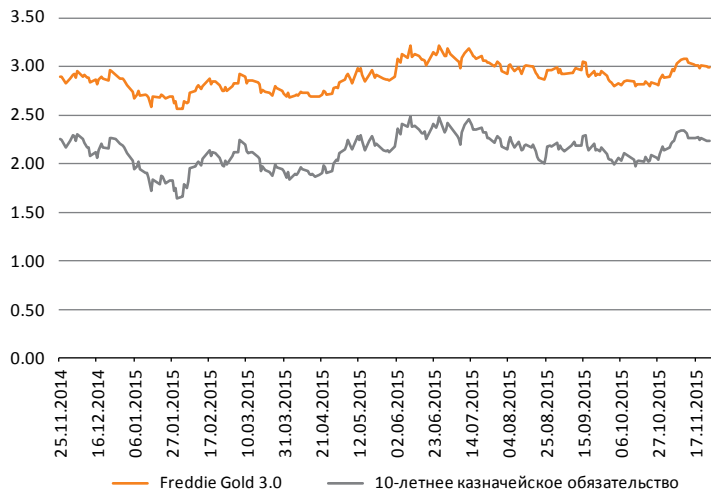

Рисунок 3

Доходности Freddie Gold 3.0 TBA и 10-летнего казначейского обязательства США в 2015 г.

Источник: Bloomberg

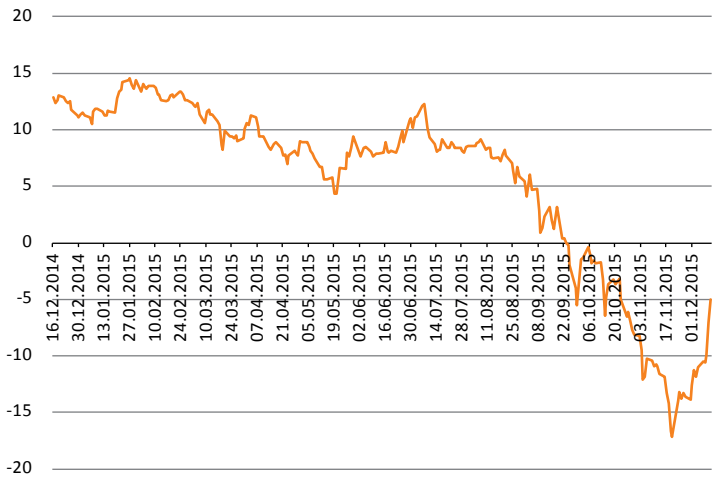

Рисунок 4

Спреды свопов к казначейской кривой в 2015 г., б.п.

Источник: Bloomberg

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ БАНКОВСКИХ ЗАЙМОВ: CLO, СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ БАНКОВСКИХ ЗАЙМОВ

CLO — это частный случай обеспеченных долговых обязательств, CDO. Имея типичную для CDO структуру и документацию, CLO секьюритизируют портфели займов, которые банки выдают корпорациям. В отличие от некоторых других видов CDO, CLO имеют хорошо диверсифицированные портфели закладных и достаточно консервативные структуры. Этот рынок секьюритизации наиболее активен и обеспечивает самые высокие среди всех кредитных структурированных продуктов объемы новых траншей. Хотя в последние годы получил развитие и рынок отдельных банковских займов, инвестирование в них требует высоких технических затрат, знаний и больших объемов капитала. CLO представляют собой диверсифицированную траншированную альтернативу рынку отдельных банковских займов В то же время, CLO имеют левередж, то есть плечо: колебания цен на рынке займов порой умножаются в разы, когда дело доходит до младших траншей CLO. Это делает нижние транши CLO более спекулятивным продуктом с доходностями, на сотни базовых пунктов превышающими доходности одиночных займов с тем же рейтингом. В то же время, верхние транши CLO являются привлекательными для инвесторов, которые стремятся к устойчивым и долгосрочным инвестициям[1]. Такие транши имеют высокие рейтинги, хороший уровень кредитной субординации и прекрасную историю: ни одна из таких облигаций никогда не уходила в дефолт.

Рынок CLO продемонстрировал рекордные объемы сделок в 2014 г., и хотя в 2015 г. некое замедление все же наблюдалось, на рынке по-прежнему продолжались новые сделки. В результате объемы в секторе приблизились к рубежу в $100 млрд.

Одной из популярных тем, которая обсуждалась в прошлом году, были новые правила по удержанию риска из CLO управляющей компанией. Такие правила уже действуют на европейском рынке, теперь очередь дошла до американского. Согласно этим правилам, управляющая компания обязана удерживать на своих книгах 5% от нижнего транша CLO либо 5% от вертикального среза всей структуры. И в европейском случае, и в американском у такой схемы есть альтернативы. Например, в американском случае компания, организовавшая выпуск закладных займов, может удерживать 5% вместо УК. Кроме того, сами

[1] Подробнее о рынке ОЗО можно узнать из книги автора на русском языке (http://www.ludiipoteki.ru/shop/researches/entry/64/) или из множества англоязычных «праймеров».

управляющие компании прорабатывают варианты создания дочерних структур, которые также могут удерживать риск вместо УК, но частично получать внешнее финансирование. Несмотря на существование этих альтернатив, неточные определения в законе порождают много вопросов. Участники рынка обеспокоены тем, что маленькие и средние УК не смогут брать на книги транши своих сделок, а следовательно, выпускать новый продукт в дальнейшем и благодаря этому выживать на рынке.

Вторичные рынки CLO и CDO большую часть года провели в состоянии летаргии. Ограничения, наложенные на дилеров правилом Волкера, которое запрещает любым организациям, связанным с банками, владеть CLO с неинвестиционным рейтингом (BB- и ниже), заставили дилеров практически выйти из секторов BB- и BBB-. Ликвидность в этой нижней части структуры сильно упала. Заметим, что речь идет о бумагах, которые в основном осели в инвестиционных фондах. Из-за этого фонды получают убытки на книгах и замораживают торговлю CLO. В результате сектор все больше становится рынком нового выпуска, где управляющие банков и страховых компаний скупают новые транши и держат их на своих книгах до погашения.

Падение цен на рынке банковских займов серьезно пошатнуло и цены в леверидж-продукте, CLO, а проблемы с ликвидностью подлили масла в огонь. Разница в спредах траншей BBB- и BB- была на рекордно высоком уровне к осени 2015 г. Как и следовало ожидать, последовавшее вслед за этим уменьшение этой рекордной разницы спреда произошло благодаря дальнейшему расширению спреда BBB-, а не улучшению спреда BB-.

Старшие AAA-транши CLO широко синдицированных займов до сих пор торгуются чуть ниже 200 д.м. (дисконтная маржа) Для сделок средних компаний такие спреды составляют чуть выше 200 д.м. Это делает CLO-продукт особенно привлекательным на фоне любой другой бумаги с AAA-рейтингом.

В перспективе начало повышения процентных ставок на рынке приведет к падению остаточного спреда в CLO-структурах в 2016 г. Этот неочевидный эффект связан с тем, что у многих банковских займов есть «пол» (floor): их процентные ставки зависят от LIBOR линейно, лишь пока LIBOR выше определенного значения, например 1%. При LIBOR ниже 1% для вычисления купона займа используется значение 1%, то есть линейная зависимость заменяется константой. Такого свойства нет у CLO-траншей, которые всегда линейно зависят от LIBOR. Если LIBOR начнет расти, то первые 70 б.п. роста не приведут к росту купона закладных, но увеличат купоны траншей, уменьшая таким образом остаточный спред, направляемый equity-траншу. Стандартные CLO моделируют эту ситуацию верно, и участники рынка могут достаточно достоверно построить различные сценарии повышения LIBOR.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ: NON-AGENCY RMBS, ЧАСТНЫЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЗАЙМОВ НА ЖИЛЬЕ

Выпуск частных ипотечных секьюритизаций в 2015 г. логически продолжил тенденции 2014 г.: более $16 млрд переупаковок траншей уже существующих сделок и чуть меньший объем сделок с новыми портфелями. В то же время, менее $30 млрд пришлось на сделки home equity, которые многие относят скорее к ABS, нежели к ипотеке.

Скорости досрочных погашений старших траншей новых ипотечных не-агентств были выше, чем в сделках агентств с большими займами, хотя позже в течение года оба типа бумаг сравнялись по данному показателю. Это сделало старшие транши ипотечных не-агентств более привлекательными по сравнению с бумагами агентств: их OAS шире, чем OAS агентств, более чем на 50 б.п. Что касается скорости досрочных погашений в предкризисных сделках, они значительно выросли в 2015 г. Вероятно, в первую очередь это обусловлено тем, что процентные ставки на ипотеку продолжали оставаться низкими.

Рынок ипотечных займов, не удовлетворяющих требованиям агентств, а потому секьюритизируемых в non-agency RMBS, безусловно, резко сократился в годы после кризиса 2008 г. Банки, выдавая ипотеку, следуют более строгим критериям оценки заемщиков, большая часть этих займов оказывается в сделках агентств. Поэтому трудно ожидать сюрпризов от сектора non-agency RMBS в 2016 г. Скорее всего, он продолжит выпускать небольшие объемы новых бумаг.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ: CMBS, СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЗАЙМОВ НА КОММЕРЧЕСКИЕ ОБЪЕКТЫ НЕДВИЖИМОСТИ

Рынок коммерческих помещений демонстрировал значительный рост цен в 2015 г., порядка 15%, согласно Moody's. Объем выпуска CMBS-секьюритизаций составил в 2015 г. чуть меньше $100 млрд. На погашения также пришлось порядка $100 млрд. При этом число займов с предстоящими погашениями также велико. Это говорит о потенциальном отрицательном росте общей капитализации данного сектора.

Как и в случае с частными ипотечными кредитами, динамика досрочных погашений на рынке CMBS-секьюритизаций в 2015 г. выросла. Ожидания, связанные с повышением низких процентных ставок, и рост цен на недвижимость подстегивали рефинансирование.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ АКТИВОВ: АВТОЗАЙМЫ

Займы на автомобили и другие средства передвижения продолжают оставаться самым активным сектором секьюритизации потребительских активов. Объемы выпуска в сегменте превысили $100 млрд. Для сравнения: годом ранее было выпущено бумаг на сумму более $90 млрд. Несмотря на большие объемы погашений, сектор значительно вырос, его объемы достигли порядка $200 млрд.

Как и во всех остальных секторах, спреды в сегменте секьюритизации автозаймов расширились: на 25 б.п. в секторах AAA и A и более чем на 40 б.п. в нижней части структуры.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ АКТИВОВ: КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ

Как и другие кредитные сектора, рынок сделок, обеспеченных платежами по кредитным картам, сократился во второй половине 2015 г. Начиная с весны и по осень старшие транши подешевели на 20–30 б.п. спреда. Это корреляционный эффект, связанный с общим движением кредитных рынков, а не с трудностями в секторе. По сравнению с осенью 2014 г. спреды по двух-трехлетним AAA-траншам выросли на 15–20 б.п., по пяти-семилетним — на 20–25 б.п., спреды младших траншей выросли на 25 б.п. — за исключением длинных семидесятилетних траншей, спреды которых расширились на 10–15 б.п.

Рынок сделок, обеспеченных платежами по кредитным картам, заметно сокращается. По данным на осень 2015 г., общий размер непогашенных сделок составлял примерно $130 млрд, это более чем в два раза меньше тех объемов, которые наблюдались в 2002–2009 гг. Общий объем новых сделок в 2015 г. составил около $30 млрд. Для сравнения, в 2014 г. объемы выпуска превысили $50 млрд, а в рекордном 2008 г. на рынок было выпущено бумаг на $118 млрд.

Стоит отметить, что объем рынка секьюритизации кредитных карт практически стабилен в послекризисные годы. Правда, аналогичные показатели этот сектор имел разве что в середине 1990-х гг. В то же время, до кризиса, в 2000-х гг., объемы рынка секьюритизации кредитных карт превышали $250 млрд (см. Рисунок 5). Дело в том, что в последнее время большой процент займов по кредитным картам банки держат на своих книгах, а не переносят в секьюритизированные сделки, и в первую очередь это связано с изменением бухгалтерских правил. Режим, в котором банки работают с картами, тоже изменился в послекризисные годы. Резко снизилась агрессивность в работе с заемщиками, которые держат суммы на картах, банки активнее преследуют должников даже с малыми просрочками и внимательнее регулируют максимально доступные суммы кредита. В то время как некоторые крупные игроки продолжают агрессивно выпускать карточные секьюритизации (в частности, Bank of America и Capital One), многие банки не рефинансируют свои истекающие сделки. Например, в 2015 г. мы не видели новых выпусков от Citi.

Сделки на этом рынке имеют достаточно короткие револьвинг-периоды, для которых характерно отсутствие погашений. Амортизации существующих сделок существенно уменьшат капитализацию этого сектора в ближайшие годы. Динамика выпуска новых сделок безусловно определит, насколько живучим окажется

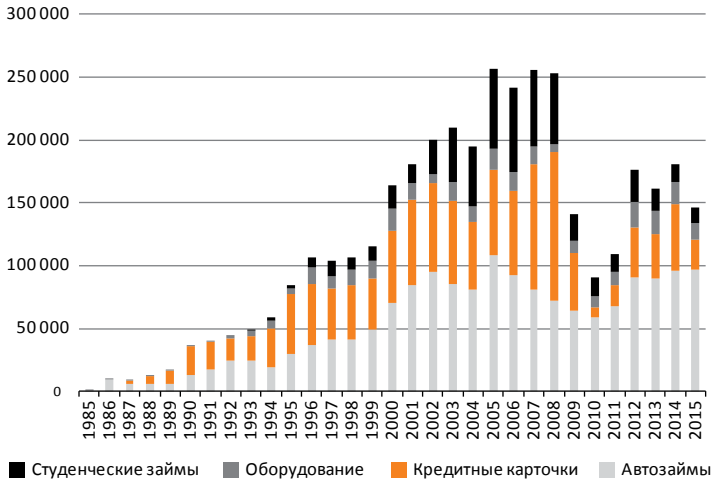

Рисунок 5

Объемы выпуска новых бумаг на основных рынках ABS в США, $ млрд

Источник: SIFMA

этот класс бумаг. А от здоровья потребительских кредитов будет зависеть то, насколько простым будет размещение новых выпусков среди инвесторов.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ АКТИВОВ: СТУДЕНТЫ И ОБОРУДОВАНИЕ

Рынок ABS продолжил выпускать секьюритизации студенческих займов и секьюритизации займов на оборудование. В обоих секторах было выпущено бумаг на сумму более $7 млрд.

В то же время, Moody's и Fitch поместили на пересмотр для понижения рейтинга более $30 млрд траншей студенческих сделок с займами FFELP[1], что заморозило с середины лета выпуск FFELP-сделок. Частные сделки продолжались.

Очевидно, новости от рейтинговых агентств повлияли на общее расширение спредов на рынке и привели к значительному увеличению спредов тех FFELP-бумаг, которые получили негативный прогноз. Спреды коротких FFELP с AAA-рейтингом, попавшие в список, расширились за год более чем на 50 б.п., в то время как спреды бумаг в рамках частных сделок расширились лишь на 20–25 б.п.

ЭКЗОТИЧЕСКИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: ЗЕЛЕНАЯ ЭНЕРГИЯ

Хотя объемы выпуска экзотических секьюритизаций ничтожны в сравнении с традиционными продуктами и вторичного рынка для таких бумаг фактически не существует, надо заметить, что объемы в этом секторе не только не снижаются, но и растут из года в год.

Объемы сделок, связанных с займами на так называемую «зеленую энергию», то есть повышение энергоэффективности и экономичности, составляют в лучшем случае чуть более $500 млн.

К примеру, частным лицам выдаются займы WHEEL (WhereHouse for Energy Efficiency Loans) в объеме до $20 тыс. для энергетически эффективного обновления жилья, а именно для покупки новых экономичных окон, для утепления стен, крыш, для замены отопительного и кондиционерного оборудования на более экономичное. Фактически WHEEL-программа позволяет частному и государственному секторам работать вместе над низкопроцентным финансированием энергосберегающих технологий. Citi

[1] FFELP — The Federal Family Education Loan Program, — государственная программа выдачи студенческих займов на обучение. Особенность программы состоит в том, что эти займы на 97–100% гарантированы госагентствами или частными компаниями, а в случае их неспособности выплатить гарантию — Министерством образования.

и Renew Financial провели в июне сделку на $12.58 млн, обеспеченную этими займами. Такое рефинансирование через секьюритизацию необеспеченных «зеленых» (то есть энергосберегающих) займов потребителям было произведено впервые. В рамках сделки RF 2015-1 был выпущен всего один класс бумаг с кредитной поддержкой более 20%.

SolarCity выпускает маленькие сделки Solar Lease[1] с 2013 г. Сделка августа 2015 г. объемом $123.5 млн отличалась от своих предшественниц А-рейтингом старшего транша (ранее старшие транши имели рейтинг BBB+). Нижний транш также получил более высокий рейтинг, чем в прошлых сделках — BBB.

Займы PACE (Property Assessed Clean Energy) возможны в 32 штатах и округе Колумбия. Как и WHEEL-займы, они также представляют собой займы на энергоэффективное обновление жилья и альтернативные источники энергии. В то же время, в отличие от WHEEL-займов, PACE — это обеспеченный заем, который в большинстве штатов имеет приоритет даже перед старшим ипотечным займом. Секьюритизации PACE-займов продолжают выпускаться. Например, Ygrene Energy Fund провел сделку на $150 млн, профинансировав таким образом более 6000 займов.

Очевидно, что значительное падение цен на энергоресурсы может отрицательно сказаться на выпуске «зеленых» сделок в 2016 г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В отличие от секторов потребительских и экзотических займов, которые банки могут накапливать на книгах, рынки ипотечных кредитов и банковских займов слишком велики, и займы на этих рынках имеют сравнительно высокие дюрации. В этих секторах нет очевидной альтернативы секьюритизации как методу получения капитала и передачи рисков. С этой точки зрения следует ожидать устойчивых объемов выпуска ипотечных секьюритизаций агентств и CLO. В то же время, регуляторы США ввели ряд новых норм, в частности установили правила удержания CLO-риска, которые могут существенно изменить структуру бизнеса управляющих CLO компаний. Маленькие игроки могут столкнуться с серьезными трудностями, в результате им придется выйти из бизнеса по выпуску новых сделок. Это скажется и на тех сделках, которыми они уже управляют.

Во вторичном сегменте падение 2015 г. происходило во многом в корреляции с другими кредитными рынками и вполне может продолжиться: многие участники рынка секьюритизации, пережившие ипотечный кризис, слишком хорошо помнят недавнюю историю 2008–2009 гг. и не торопятся поддерживать вторичный рынок, пока он показывает негативную динамику. На пике кризиса CLO с начальным рейтингом AA продавались по ценам около 20% от своего баланса. Многие полагают, что такое падение цены было в первую очередь связано с низкой ликвидностью сектора. Хотя проблемы с ликвидностью играли свою роль, важным фактором стало само по себе падение рынка закладных банковских займов. Так, в 2009 г. мы писали модели Монте-Карло для CLO-сделок, используя те кривые стресса для отдельных займов, которые подразумевал своими ценами рынок займов. Затем мы вычисляли среднюю дисконтированную стоимость денежных потоков таких AA-траншей и получали те же самые 20%. То есть рынок, возможно, сам того не подозревая, торговал закладными и их секьюритизациями по взаимосогласованным ценам. Впоследствии CLO-структура сделала свое дело — защитила владельцев таких траншей. За всю историю CLO ни один транш с начальным рейтингом AA и выше не находился в дефолте. Сегодняшние цены на эти транши близки к 100%.

Такая репутация позволяет CLO с высокими рейтингами занимать место в портфелях банковских управляющих рядом с траншированными секьюритизациями агентств. Ведь AAA-транши CLO в настоящий момент торгуются с дисконтной маржой, превышающей 150 д.м., а в некоторых случаях даже 200 д.м. Таким образом, доходности этих инструментов являются самыми высокими не только среди основных классов секьюритизаций, но и среди всех инструментов с фиксированным доходом.

CLO и секьюритизации ипотеки, выпускаемые агентствами, скорее всего, сохранят лидирующее место на американском рынке секьюритизации. Секьюритизации других типов активов тоже имеют достаточно долгую историю, свою аудиторию и с высокой долей вероятности сохранят прежние темпы выпуска.

[1] Solar lease — тип займов на покупку солнечных батарей и связанного с ними оборудования. Заемщику устанавливают оборудование, он платит установившей компании ежемесячную плату, а сам использует энергию дома и продает избыток в сеть электрической компании. В конце определенного периода заемщик может выкупить оборудование в собственность.