Сергей КАДУК,
исполнительный директор, департамент секьюритизации, Совкомбанк

Секьюритизация на развитых рынках и в России: тенденции 2020 года

В Европе объем секьюритизации во II квартале 2020 года оказался самым низким с 2009 года. В США объем размещенных ABS-выпусков сократился почти на 40% год к году. При этом кредитное качество выпусков находится на хорошем уровне. В целом масштаб вызванных коронакризисом проблем с секьюритизацией на развитых рынках несопоставим с проблемами кризиса 2008 года. В России же секьюритизация продолжает оставаться нишевым продуктом с большим потенциалом: мы ожидаем удвоения выпущенных к моменту написания статьи объемов до конца года.

ЕВРОПА

Принятие директивы ЕС о секьюритизации (Securitization Regulation) в 2019 году ликвидировало неопределенность в учете и резервных требованиях к секьюритизационным выпускам в Евросоюзе. Введение регулирования по «простой, прозрачной и стандартизированной» (ППС) секьюритизации и реформа процентных ставок (уход от LIBOR) установили более понятные правила инвестирования на европейском рынке.

2020 год начался крайне благоприятно для секьюритизации в Европе. I квартал 2020 года показал рост на 62% по сравнению с I кварталом 2019-го (16.2 млрд евро, публично распределенных ABS, против 10 млрд евро годом ранее). Традиционно основными классами секьюритизаций явились RMBS (Dutch и UK) и Auto ABS.

Росла и доля сделок, соответствующих требованиям ППС: 59.3% по сравнению с 50.6% в конце 2019 года.

Однако с начала пандемии и связанной с ней повсеместной волатильностью рынок секьюритизации серьезно притормозил. За первые два квартала 2020 года объем новых выпусков составил всего 20.6 млрд евро, что является самым низким показателем за период с 2009 года.

Карантинные меры, закрытие целых отраслей экономики, снижение платежеспособности населения, меры поддержки в виде кредитных каникул

вызвали обеспокоенность инвесторов по поводу платежеспособности секьюритизационных выпусков. Это нашло отражение в значительном расширении индикативных спредов по европейским классам ABS-активов. Например, спреды по RMBS в Великобритании увеличились с 38 б. п. в середине февраля до 140 б. п. в конце марта (самый широкий спред с 2012 года). Рисунки 2 и 3 показывают динамику спредов по различным типам AAA RMBS-сделок и по CMBS-сделкам в континентальной Европе.

Однако наличие резервных фондов — подушек ликвидности, являющихся обязательным элементом мультитраншевой секьюритизации, — позволило эмитентам без проблем исполнить платежные обязательства. Дополнительным способом поддержки явилась присущая многим структурам возможность перенаправлять поток от погашения основного долга на водопад процентных платежей. Рейтинговые агентства подтвердили надежность секьюритизаций. Например, рейтинговое агентство S&P поместило на CreditWatch, изменило outlook на негативный или понизило рейтинги всего лишь 4% от всех рейтингуемых выпусков. S&P прогнозирует, что большинство негативных рейтинговых действий затронет только бумаги спекулятивного уровня и секторы, наиболее пострадавшие от локдауна (CMBS, секьюритизации ресторанных франшиз, гостиничных сетей и так далее).

Эксперты считают, что этот кризис будет преодолен достаточно быстро, но объемы 2020 года будут ниже прогноза на 30% (около 65–75 млрд евро). Сам кризис уникален как по причинам, так и по реакции на него.

Во-первых, страны Европы приняли беспрецедентные монетарные и фискальные меры в ответ на COVID-19. В отличие от кризиса 2008 года реакция была быстрой и решительной. В марте 2020 года ЕЦБ уже обнародовал планы своей новой Программы чрезвычайных закупок в связи с пандемией (PEPP). В рамках программы ЕЦБ обязался приобрести дополнительно активов на 750 млрд евро, позднее объем был увеличен еще на 600 млрд евро. Программа будет осуществляться до июня 2021 года и может быть продлена. Как указано в объявлении ЕЦБ, основной мотивацией PEPP является «противодействие серьезным рискам для механизма передачи денежно-кредитной политики и перспектив для зон евро, обусловленных вспышкой COVID-19».

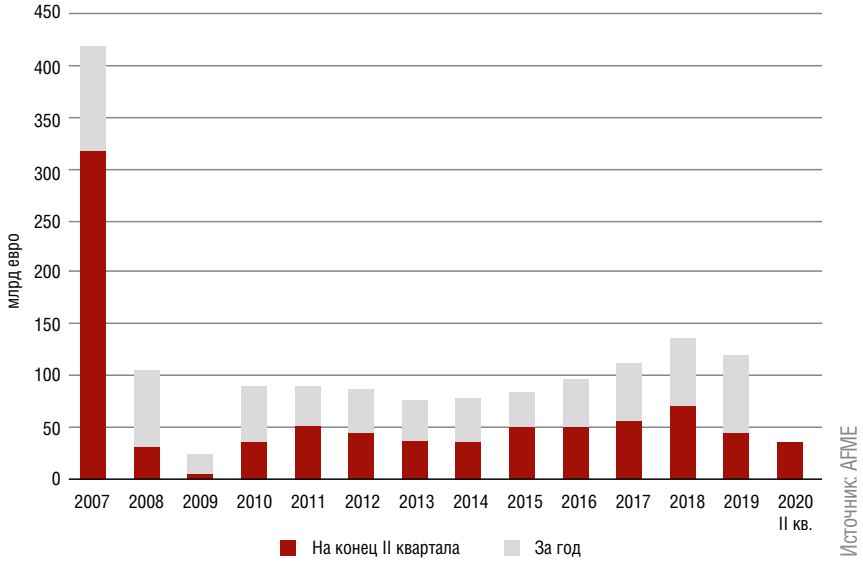


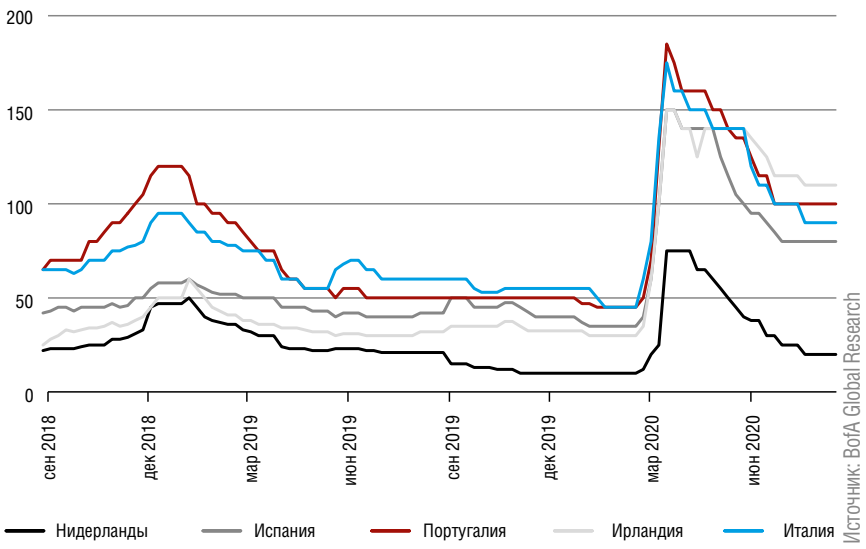
Рисунок 1
Объемы секьюритизированных выпусков в Европе за II квартал с 2007 по 2020 год

Во-вторых, в 2008 году экономический спад начался со срыва рынка недвижимости США, который в конечном итоге распространился на остальную мировую экономику. В связи с пандемией COVID-19 меры по поддержке экономики и населения были введены по всему миру практически одномоментно, что оказало непосредственное позитивное воздействие на всю мировую экономику.

Рисунок 4 отражает несопоставимость масштаба кризиса COVID-19 с кризисом 2008 года на примере европейских ABS.

Благодаря готовности правительств вливать средства в экономику секьюритизация активно развивается, не исключение и крупнейший фондовый рынок мира. В США объемы размещенных в 2020 году так называемых agency MBS

Рисунок 2
Спреды AAA RMBS-сделок в Европе, б. п.



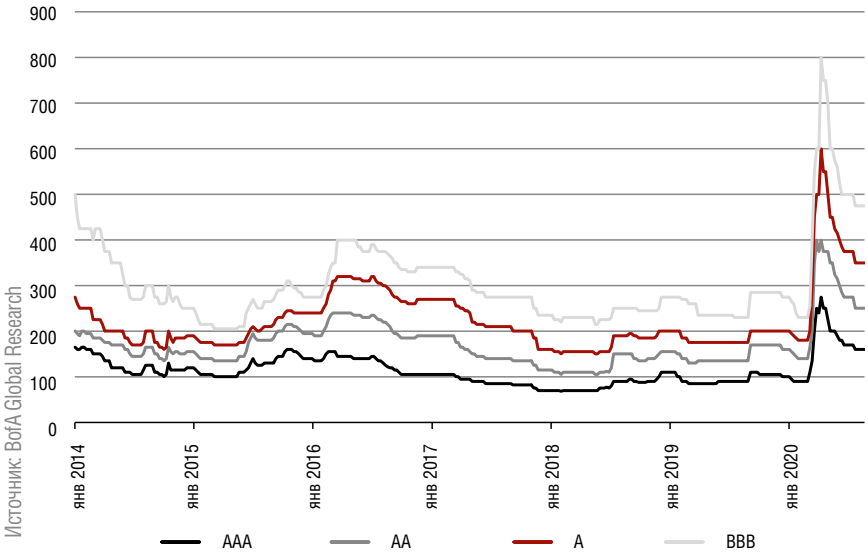


Рисунок 3
Спреды CMBS-сделок в Европе различных рейтингов, б. п.

(ипотечных ценных бумаг, выпускаемых государственными компаниями развития FannieMae и FreddieMac) превысили объемы выпуска 2019 года почти в 2 раза, а объемы agency CMO — в 1,5. В то же время коронавирусная пауза сказалась на работе инвестбанков: выпуски non-agency MBS упали в 3 раза. Но общая картина по рынку ипотечных ценных бумаг — рост на 83% год к году. Крупнейший в мире рынок ипотечных ценных бумаг дорос до $10.3 трлн в обращении.

В секторе ABS (все типы секьюритизаций за вычетом ипотечной) США наблюдается спад: авто — на 15.3%, CDO/CLO — на 58.7%, кредитные карты упали на 84.6%, оборудование — на 30.4%). Только секьюритизация студенческих кредитов остается на прежнем уровне (+2,2%). Общий спад по сектору ABS в США — -37.8%. Объем американского рынка ABS — $1.55 трлн. Эксперты ожидают восстановления сектора по мере выхода из ограничений, связанных с COVID-19.

Несмотря на вызовы COVID-19, кредитное качество бумаг находится на приличном уровне. По американским бумагам S&P приняло негативные решения по 1734 выпускам (5% от всех рейтингуемых), что является хорошим показателем устойчивости сектора.

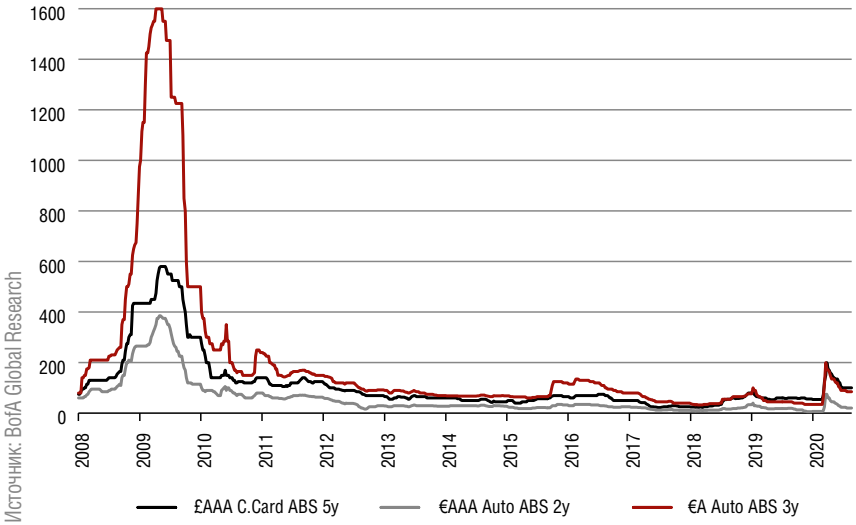
СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ

В России секьюритизация продолжает оставаться нишевым продуктом. Ипотечная секьюритизация в основном представлена выпусками Ипотечного агента (ИА) ДОМ.РФ: с начала года размещено 31.148 млрд рублей. Заметен рост рыночного обращения этих бумаг. На фоне снижения процентных ставок доходности, предлагаемые ИА ДОМ.РФ, кажутся интересными, а риск потерь по бумагам покрыт поручительством государственного агентства. Основной мотивацией банков для выпусков через ДОМ.РФ останется управление резервами: бумаги учитываются с риск-весом 20%.

Многотраншевая ипотечная секьюритизация в 2020 году представлена выпуском Ипотечного агента «Абсолют 5» объемом 3 млрд рублей, размещенным на 75%.

Банковская секьюритизация в 2020 году, как и в прежние годы, мало востребована. Основной причиной такого положения является избыточная ликвидность, делающая заимствования через секьюритизацию экономически невыгодными, если принимать в расчет только требуемую рынком доходность с учетом расходов на выпуск. При этом другой, абсолютно легитимный, побудительный мотив для секьюритизации очевидно не воспринимается в полной мере большинством банков. Речь идет о возможности снизить регуляторные требования к резервированию через уступку сильно бьющих по капиталу активов на SPV и выпуск обеспеченных облигаций. Примером такого типа сделок является выпуск СФО «Социально-финансовая инициатива», обеспеченных денежными требованиями по портфелю потребительских кредитов ПАО «Совкомбанк», объемом 1 млрд рублей. Выпуск облигаций СФО СФИ серии 2 полностью размещен в рынок в августе 2020 года. Это пример успешной, экономически обоснованной сделки, позволившей оригинатору улучшить нормативы.

Рисунок 4
Исторические спреды по Consumer ABS в Европе, б. п.



Другой тенденцией рынка секьюритизации в России является использование «экзотических» активов в качестве обеспечения по выпускам. В этом смысле развитие секьюритизации в нашей стране идет вполне в духе мировых тенденций. Примерами таких выпусков 2020 года являются три транша облигаций СФО «Русол 1» на 5.7 млрд рублей и три транша облигаций СФО «Социального развития» на 5.575 млрд рублей.

Выпуск СФО «Русол 1» является первой в России секьюритизацией, обеспеченной платежами за электрическую мощность двух солнечных электростанций. Сделка стала знаковой. Это первая в России синтетическая секьюритизация: механизм евробонда (СФО выдает заем из средств от размещения) успешно опробован в российском праве.

В свою очередь, выпуск СФО «Социального развития» — традиционная по форме секьюритизация, обеспеченная правами требования по кредитному договору и договору займа для исполнения обязательств в рамках соглашения о государственно-частном партнерстве по проектированию, созданию и техническому обслуживанию объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городе Якутске.

Потенциал у рынка секьюритизации в России есть. Положение №647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» дает пониженный коэффициент риск-вес по старшим траншам секьюритизаций по сравнению с корпоративными бондами. В условиях низких ставок любая возможность заработать дополнительную доходность должна привлекать спрос инвесторов.

Развитие рынка в России тормозится искусственными барьерами для инвестирования в секьюритизационные выпуски средств НПФ (Положение №580-п от 01.03.2017 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений...»). Вне зависимости от рейтинга выпуска инвестирование в секьюритизацию попадает в одну категорию с инвестициями повышенного риска, и совокупный объем данных инструментов в портфеле НПФ ограничен 10% стоимости инвестиционного портфеля. В итоге длинные пенсионные средства не могут быть привлечены для финансирования концессионных соглашений, инфраструктурных проектов, рефинансирования ипотечных портфелей банков и так далее.

До конца 2020 года мы ожидаем удвоения выпущенных к моменту написания статьи объемов секьюритизации. Рассчитываем увидеть новые выпуски Фабрики ДОМ.РФ, секьюритизации МСП-кредитов с поддержкой МСП Банка, новые «экзотические» сделки. ©

Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства

VI круглый стол

офлайн онлайн

Москва
12 ноября 2020

Организаторы

Cbonds congress

АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ