ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2017

Мировой опыт секьюритизационных сделок

Энди САУС,
управляющий директор,
глава направления
«Структурированные
финансы», S&P
Global Ratings

Даррел УИЛЕР,
глава аналитического
подразделения
«Структурированные
финансы», S&P
Global Ratings

Мировой рынок структурированного финансирования: анализ ключевых тенденций

Прошедший год оказался неоднозначным для мирового рынка структурированного финансирования. Объем эмиссии секьюритизированных ценных бумаг в Европе достиг рекордных значений за посткризисный период и составил 80 млрд евро. В 2017 году общий объем выпуска инструментов структурированного финансирования в Европе может увеличиться на 50% в результате секьюритизации неработающих активов. Зато на самом крупном рынке — рынке США — объемы выпуска сократились на 15% по сравнению с 2015 годом и составили $372 млрд. Китай и Япония продемонстрировали более высокие темпы роста рынка по сравнению с двумя предыдущими годами. А в Австралии, наоборот, отмечалось сокращение объемов эмиссии из-за продолжающихся изменений в системе регулирования.

Одна из причин позитивных тенденций на рынках отдельных стран — изменения в восприятии продуктов структурированного финансирования. Правительства разных стан постепенно осознают, что эти инструменты могут помочь диверсифицировать источники финансирования и снизить риски финансовых институтов.

НЕРАВНОМЕРНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭМИССИИ

В течение 2016 года высокий мировой потребительский спрос в конечном счете преодолел волатильность рынков и первоначально способствовал эмиссии ABS, обеспеченных потребительскими кредитами. Удержание риска оказало сдерживающее влияние на объем эмиссии RMBS, но в то же время привело к увеличению объемов выпуска CMBS и облигаций, обеспеченных кредитами (CLO), по мере приближения

24 декабря — крайнего срока с точки зрения удержания риска. На мировом финансовом рынке проблемные кредиты становятся одним из видов секьюритизируемых активов: девять сделок были проведены в Китае, две — в Европе. Однако в США объем выпуска инструментов структурированного финансирования в начале 2016 года был меньше, чем в начале 2015 года. Отчасти это было связано с общей ситуацией на рынке, которая характеризовалась волатильностью и неопределенностью, сохранившимися с конца 2015 года. Как следствие, общий объем эмиссии в США в первом квартале 2016 года составил $72 млрд, что на 45% меньше, чем годом ранее. Объемы выпусков начали увеличиваться после того, как рынки продемонстрировали признаки стабильности в начале второго квартала, а общий объем эмиссии за год, закончившийся в конце июня, составил $166 млрд, что на 36% ниже, чем в предыдущем году. В третьем квартале объем эмиссии позволил сократить разрыв с показателями 2015 года: общий объем сделок составил $270 млрд, это лишь на 22% меньше, чем годом ранее.

По итогам 2016 года объем выпуска в США составил $372 млрд, что на 15% меньше, чем в 2015 году и на 19% ниже уровня 2014 года. Однако изменение не было равномерным, поскольку общий объем эмиссии ABS составил $190 млрд, что на 4% больше, чем в 2015 году. В других секторах, не связанных с потребительскими кредитами, показатели были не столь благоприятными. Объем выпуска CMBS составил $76 млрд — на 25% меньше, чем годом ранее. При этом на кондуитные программы секьюритизации пришлось почти две трети общего объема годовой эмиссии. В 2016 году объем выпуска CLO составил $72 млрд — на 27% ниже по сравнению с $98 млрд в 2015 году. В секторе RMBS отмечалось самое значительное снижение по итогам года: общий объем выпуска составил $33 млрд, что на 41% меньше показателя 2015 года (см. Рисунок 1).

Однако ситуация на мировых рынках продолжала приятно удивлять: так, объем выпуска ценных бумаг структурированного финансирования в Канаде в 2016 году оказался на 20% больше, чем по итогам 2015 года, когда он составил 14.8 млрд канадских долларов.

Объем размещенных европейскими инвесторами секьюритизированных ценных бумаг и вовсе стал рекордным для посткризисного периода — 80 млрд евро, — несмотря на то что объем выпуска эталонных облигаций с покрытием (benchmark covered bond) значительно снизился по сравнению с предыдущим годом. В Азиатско-Тихоокеанском регионе и Китай, и Япония продемонстрировали более высокие объемы эмиссии инструментов структурированного финансирования в 2016 году, чем в 2014–2015 годах. Напротив, в Австралии объем эмиссии сократился.

Рисунок 1
Объем эмиссии инструментов структурированного финансирования в США в 2016 году

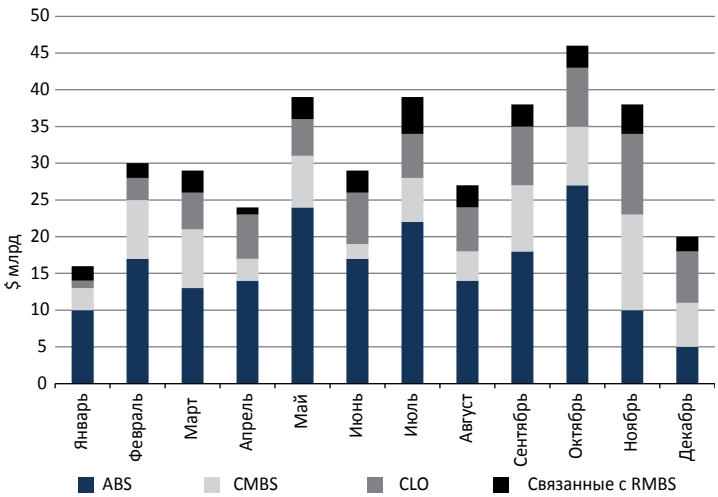
Источник: Standard & Poor's Financial Services

ABS — ценные бумаги, обеспеченные активами

CMBS — ценные бумаги, обеспеченные коммерческой ипотекой

CLO — облигации, обеспеченные кредитами

RMBS — ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой



АНАЛИЗ СЕКТОРОВ США

Американские ABS, обеспеченные автокредитами: убытки возрастают

Судя по предварительным оценкам, в 2016 году объем выпуска ABS, обеспеченных розничными автокредитами, сократился на 2.5% — до $66.6 млрд. ABS, обеспеченные стандартными, нестандартными и субстандартными кредитами, будут составлять соответственно 58%, 7% и 35% эмиссии, что немного лучше показателей предыдущего года (56%, 10% и 34% соответственно). Объем ценных бумаг, выпущенных Santander Consumer USA Inc., сократился приблизительно на $2.0 млрд (нетто) — до $8.5 млрд — вследствие сокращения объема выпуска ABS, обеспеченных субстандартными кредитами, и объема сделок секьюритизации. Тем не менее Santander Consumer USA Inc. осталась крупнейшей компанией, которая занимается сделками секьюритизации ABS, обеспеченных автокредитами. Вторая по величине компания, Ford Credit, выпустила ABS, обеспеченные розничными автокредитами, на сумму $6.1 млрд (по сравнению с $6.8 млрд годом ранее). Третьей по величине компанией была Toyota, которая секьюритизировала четыре пула общим объемом $5.35 млрд против $4.5 млрд в 2015 году. Ally Financial Inc. продемонстрировала более низкие показатели — около $5.1 млрд. Она увеличила объем выпуска ABS, обеспеченных стандартными кредитами, на $700 млн — до $2.6 млрд — и сократила объем эмиссии ABS, обеспеченных нестандартными кредитами, в рамках Capital Auto Receivables Asset Trust примерно на $1.45 млрд — до $2.5 млрд. Ally Financial Inc. увеличила число сделок с ABS, обеспеченных нестандартными кредитами, которые финансируются при помощи банковских депозитов. В целом рыночная доля крупных эмитентов немного сократилась, поскольку они снизили объем субстандартных кредитов.

Крупнейшим новым игроком на рынке секьюритизации стал The Bank of Nova Scotia, который выпустил на рынке США обеспеченные автокредитами ABS объемом $500 млн, имеющие рейтинг AAA. Эти облигации были обеспечены канадскими стандартными автокредитами, но эмитенты установили, что спреды по американским облигациям являются привлекательными. Другими новыми игроками, которые занимаются сделками секьюритизации, стали Foursight Capital LLC, Sierra Auto Finance LLC и Honor Finance LLC. Foursight специализируется на нестандартных автокредитах (балл по FICO — 620–680), две другие компании — на секьюритизации дебиторской задолженности по субстандартным автокредитам (балл по FICO — менее 620). Их наиболее приоритетным классам активов присвоены рейтинги A (sf). Компания One Man Holdings, оригинатор и секьюритизатор необеспеченных потребительских кредитов, также вышла на рынок с первым прямым пулом автокредитов. Оригинатором этих кредитов выступила Spring Leaf Finance Corp. через свою филиальную сеть, и большинство входящих в пул кредитов были выданы заемщикам, которые рефинансировали существующий автокредит и получили дополнительное финансирование в виде наличных денежных средств. Средневзвешенный балл пула по FICO при закрытии сделки составлял 609. Кредитный рейтинг, присвоенный S&P Global Ratings, был ограничен уровнем A+(sf) — как и у других новых секьюритизаторов субстандартных кредитов.

В сегменте ценных бумаг, обеспеченных стандартными кредитами, после пяти лет стабильно низких убытков кумулятивные чистые убытки (cumulative net losses, CNL) начинают расти для поколения кредитов 2015 года. Объем кумулятивных чистых убытков по итогам 12 месяцев составлял 0.36%, что на 33% выше показателей для поколения кредитов 2014 года. Вместе с тем снижение показателей взысканных кредитов начинает негативно сказываться на поведении портфелей (см. Рисунок 2). Тем не менее объем убытков в целом остается низким по сравнению с 2008 годом, а уровень кредитной поддержки вырос пропорционально повышению убытков для некоторых эмитентов. В 2017 году стабильная экономическая ситуация и снижение уровня безработицы должны поддержать низкий уровень дефолтов и оказать сдерживающее влияние на ожидаемые потери от дефолтных активов.

Кредитное качество субстандартных кредитов продолжает ухудшаться. Кумулятивные убытки-нетто по кредитам поколения 2014 года в 23-м месяце были на 13% выше, чем в 2013 году, а по кредитам поколения 2015 года в 12-м месяце на 19% выше, чем в 2014 году (см. Рисунок 3). Кроме того,

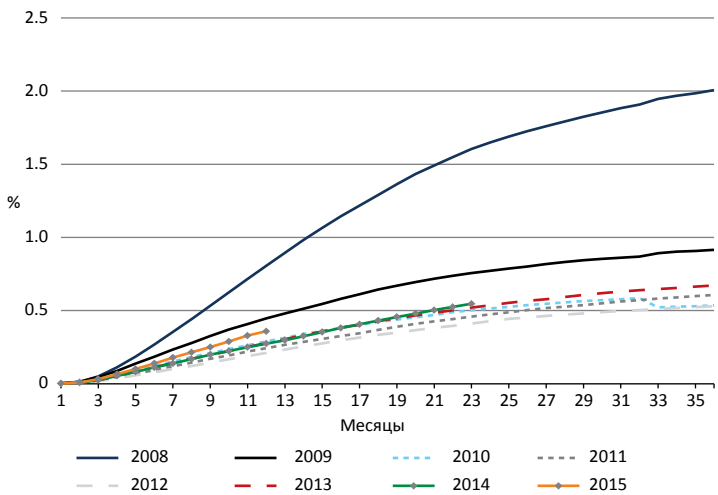


Рисунок 2
Кумулятивные чистые убытки по стандартным сделкам в разбивке по поколениям кредитов
Источник: Standard & Poor's Financial Services

убытки в 2015 году почти соответствуют показателям 2008 года, несмотря на благоприятную экономическую ситуацию. Ухудшение обусловлено главным образом изменением структуры эмиссии, при котором в общем объеме эмиссии увеличилась доля ценных бумаг, обеспеченных субстандартными кредитами. Учитывая растущие убытки, несколько компаний, финансирующих субстандартные автокредиты, сократили объем оригинации в течение года. Кроме того, некоторые из них ужесточили стандарты кредитования, снизив текущее отношение суммы кредита к стоимости залога (LTV), и оптимизировали дилерскую сеть — так же, как и компании, имеющие крупные программы стандартных кредитов.

В то время как кумулятивный уровень дефолтов по субстандартным автокредитам, выданным в 2014 и 2015 годах, выше, чем по более старым винтажам, сделки секьюритизации содержат достаточной уровень кредитной поддержки для обеспечения текущих рейтингов облигаций. Как это обычно бывает для сделок секьюритизации автокредитов, последовательное погашение облигаций различных классов, ограничение минимального соотношения объема пула и непогашенных облигаций и минимальный объем резерва обеспечивают возрастание уровня кредитной поддержки по мере амортизации сделок. Этот фактор часто нейтрализует более высокие, чем ожидалось, убытки. Кроме того, уровни кредитной поддержки повышаются по мере того, как для некоторых эмитентов повышаются прогнозируемые нами уровни кумулятивных убытков-нетто.

Американские ABS, обеспеченные поступлениями по кредитным картам

Объем выпуска американских ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, составил примерно $30 млрд ($35 млрд с учетом трансграничных сделок), что оказалось выше ожидавшихся нами по итогам 2016 года $20–25 млрд. Кроме того, этот результат почти на 26% выше, чем в 2015 году. В целом эмиссия в этом секторе была обусловлена конъюнктурой рынка, главным образом стоимостью средств и диверсификацией. Мы отмечали высокий спрос инвесторов на приоритетные облигации с рейтингом AAA, выпущенные банками: объем большинства этих сделок был увеличен в два или три раза по сравнению с первоначальными предложениями. Мы также отмечали сохраняющееся устойчивое — как и в секторе автокредитов — количество трансграничных сделок, проводившихся канадскими банками. В настоящее время эти сделки включают новые программы кредитных карт TD Bank Scotiabank. В этих программах используются преимущества более низких тарифов в США по сравнению с канадским рынком. Одной из причин более значительного, чем ожидалось, объема

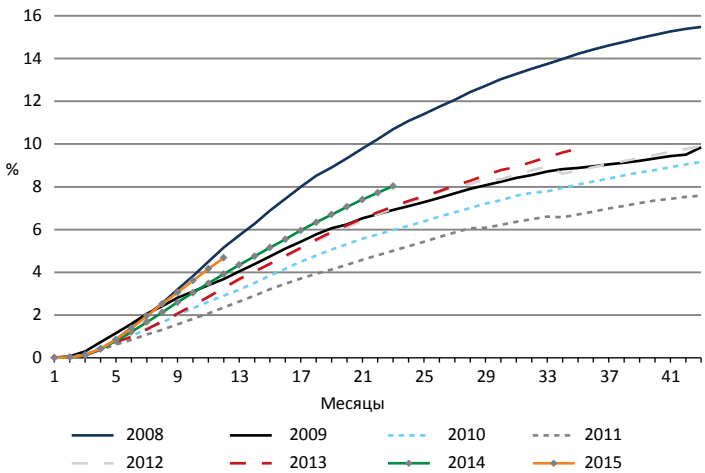


Рисунок 3
Кумулятивные чистые убытки по субстандартным сделкам в разбивке по поколениям кредитов
Источник: Standard & Poor's Financial Services

эмиссии является существенное увеличение базы залогового обеспечения. По данным отчета G.19 Федеральной резервной системы, в сентябре 2016 года совокупный объем непогашенных возобновляемых потребительских кредитов (главным образом задолженности по кредитным картам) увеличился почти до абсолютного исторического максимума и составил $978.8 млрд. Кроме того, некоторые банки увеличили объем выпуска ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, в конце года, когда вернулись на рынок секьюритизации после выполнения некоторых регулятивных требований.

В 2016 году основные участники рынка претерпели ряд изменений, связанных с кобрендингом. К числу наиболее значительных изменений последнего времени относятся исключение совместного бренда JetBlue в марте 2016 года из программы American Express Credit Account Master Trust (AECAMT) и исключение совместного бренда Costco в июне 2016 года из программ AECAMT и American Express Issuance Trust (AEITT). В июле 2016 года компания American Airlines возобновила соглашение с банком Barclays об оригинации с января 2017 года новых карт в аэропортах и исключительно во время полетов. Даже с учетом изменений в структуре пула показатели портфелей дебиторской задолженности оставались достаточно стабильными, а динамика основных показателей кредитного качества в целом соответствовала нашим ожиданиям.

В 2016 году показатели кредитного качества ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, оставались высокими и стабильными. Показатели списаний и просроченных платежей по-прежнему находятся почти на самом низком уровне за всю историю, в то время как скорость погашения кредитов и уровень избыточного спреда — почти на самом исторически высоком уровне. По нашему мнению, это обусловлено относительно благоприятной экономической ситуацией и изменениями, которые оригинаторы внесли в свои стандарты андеррайтинга после Великой рецессии.

Американские RMBS: объем эмиссии сокращается

На рынке RMBS продолжались поиски решения для создания устойчивой и надежной программы выпуска в 2016 году. Объем эмиссии RMBS, не имеющих гарантий государственных агентств, за год, закончившийся в конце ноября 2016 года, составил $34 млрд, что примерно на треть ниже, чем за тот же период 2015 года. В четвертом квартале объем эмиссии сократился еще больше, поэтому вероятно, что по итогам 2016 года он будет меньше, чем в 2014 и 2015 годах. Анализ структуры данного сектора в третьем квартале показывает, что объем стандартных крупных сделок составил $7.2 млрд, сделок с ценными бумагами, обеспеченными арендой домов на одну се-

мью, — $2.7 млрд, сделок с ценными бумагами, обеспеченными кредитами с просроченными, но возобновленными платежами и проблемными кредитами — $15.6 млрд. Единственным позитивным фактором остается передача кредитного риска: в третьем квартале объем эмиссии составил $10.8 млрд.

При анализе показателей залогового обеспечения мы отмечаем, что значительное повышение цен на жилую недвижимость продолжало оказывать позитивное влияние на основные показатели, поскольку просроченные платежи по кредитам, не имеющим гарантий государственных агентств, продолжали снижаться. Значительное повышение уровня занятости обеспечило рост потребительской активности, повышение цен на жилую недвижимость и, как следствие, улучшение показателя просроченных платежей (см. Рисунок 4).

В течение года отмечалось несколько важных факторов. Как указано выше, показатели передачи кредитного риска значительно улучшились на рынке RMBS, не имеющих гарантий государственных агентств, поскольку большинство ипотечных сделок по-прежнему финансировалось через Fannie Mae и Freddie Mac, при этом передача кредитного риска остается одной из их целей. С другой стороны, в 2016 году на рынке крупных сделок несколько платформ прекратили свое существование, поскольку ценовые условия выпусков структурированного финансирования оставались хуже, чем инвестиции в конкретные ипотечные обязательства (whole loans) и выпуск долговых инструментов с баланса (on-balance sheet financing). Пожалуй, самой главной тенденцией в сегменте RMBS, выпущенных негосударственными агентами, стал рост числа сделок, обеспеченных неквалифицированными кредитами, выпущенных и отрейтингованных во второй половине года. Несмотря на отмечавшееся повышение ставок по ипотечным кредитам после президентских выборов в США, хорошие показатели экономики и сектора жилой недвижимости, которые должны сохраниться в 2017 году, станут предпосылкой для передачи кредитного риска, особенно если ситуация на рынке покупки жилья останется благоприятной.

ВЫСОКИЙ РОСТ В ОТДЕЛЬНЫХ РЕГИОНАХ

Европа

В 2016 году объем размещенных инвесторами секьюритизированных ценных бумаг (в евро) в Европе составил 80 млрд евро. В долларах США динамика европейских сделок с секьюритизированными ценными бумагами оценивается как более негативная, в частности, если принимать во внимание относительную девальвацию фунта стерлингов начиная с 2015 года. Европейский режим регулирования по-прежнему отражается на показателях выпусков ABS из-за программ выкупа центральных банков. В 2016 году

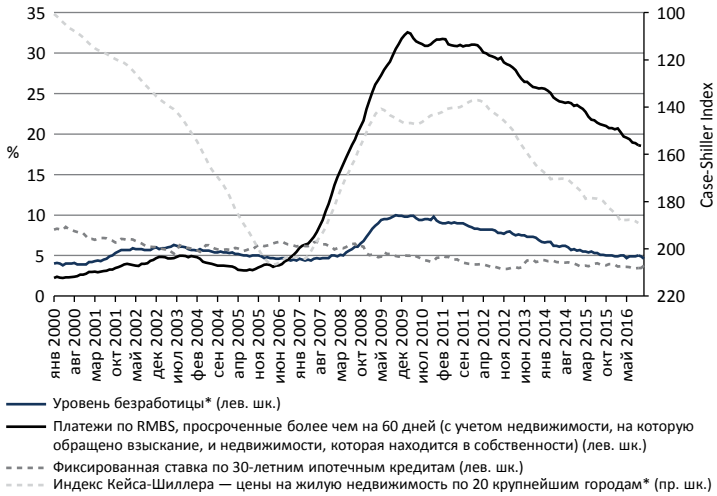


Рисунок 4
Показатели рынка жилищной ипотеки в США

Источники: CoreLogic, Bureau of Labor Statistics, Freddie Mac, S&P Global Ratings

***С учетом сезонных колебаний**

S&P Global Ratings присвоило рейтинг первой европейской сделке ABS, обеспеченной проблемными (неработающими) активами, и мы ожидаем, что в 2017 году объем выпуска на итальянском рынке может составить до 40 млрд евро, что приведет к значительному изменению указанных выше показателей ABS и поможет создать рынок ABS, не имеющих государственной поддержки.

Предоставление дешевого финансирования банкам органами денежно-кредитного регулирования (в частности, целевые операции по долгосрочному рефинансированию, проведенные Европейским центральным банком (ЕЦБ), и программа Банка Англии Term Funding Scheme) обусловило сокращение выпуска более дорогостоящих рыночных долговых инструментов, включая инструменты структурированного финансирования. Однако на рынке секьюритизации давление со стороны ликвидности, которую предлагали рынку центральные банки в 2016 году, было с избытком компенсировано тенденцией к проведению небанковских сделок на фоне общей эволюции моделей кредитования. Это приводит к увеличению базы оригинаторов сделок секьюритизации. Позитивное влияние на увеличение объема эмиссии в 2016 году оказал приток давно выпущенных активов, оригинаторами которых часто выступали компании, к настоящему моменту прекратившие деятельность. Такие активы продавались как кредитные портфели и в конечном счете финансировались при помощи секьюритизации специализированными компаниями по управлению активами. Кроме того, некоторые небанковские спонсоры начали встраивать приемы секьюритизации в свои бизнес-модели такими новыми способами, которые в итоге обусловили финансирование новых кредитов. Например, некоторые компании по управлению активами заключили с кредиторами соглашения о приобретении части кредитов, финансируя их при помощи секьюритизации и сохраняя те части структуры капитала, которые соответствуют их инвестиционным целям. Примерами новой тенденции являются первые европейские сделки по секьюритизации кредитов, проведенные через платформы так называемого «пирингового», или «однорангового» кредитования (peer-to-peer lending) в 2016 году.

В отличие от рынка США на европейском рынке секьюритизации самые лучшие показатели в 2016 году продемонстрировали сегменты CLO и RMBS: по состоянию на конец ноября объемы эмиссии увеличились на 30% в годовом выражении. В отношении CLO эта тенденция отражала повышение привлекательности для инвесторов и увеличение числа компаний по управлению залоговым обеспечением, заключавших сделки на рынке. Спреды по старшим траншам ценных бумаг, выпущенных в начале года, обычно составляли около 150 б.п., но для некоторых сделок в четвертом квартале они составляли менее 100 б.п. Эта тенденция частично обусловила дополнительное рефинансирование и пересмотр купонов в секторе ближе к концу года.

В секторе RMBS число сделок было небольшим. Однако несколько необычно крупных сделок секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных портфелями кредитов, выданных в прошлые годы, оказали позитивное влияние на показатели роста объема эмиссии. К тому же основная часть RMBS по-прежнему была обеспечена залогом британских и нидерландских активов, и лишь несколько сделок были обеспечены ипотечными кредитами «периферийных» стран еврозоны (в частности, Испании).

В других секторах секьюритизации отмечалось сокращение объемов выпусков по сравнению с 2015 годом, при этом особенно значительный спад происходил в сегменте CMBS и ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам, выпущенным британскими эмитентами (менее 1 млрд евро в каждом из сегментов). Несмотря на то что сделки секьюритизации кредитов малым и средним компаниям находились в центре внимания органов власти и регулирования примерно год назад, в течение 2016 года было проведено всего несколько таких выпусков.

После эмиссии значительного объема эталонных облигаций с покрытием в первом полугодии 2016 года к концу года она значительно снизилась по сравнению с 2015 годом и составила приблизительно 115 млрд евро (объем сократился почти на 20%). На двух крупнейших рынках — Франции и Германии — объем выпуска эталонных облигаций с покрытием в целом остается без изменений, при этом более 70% выпущенного объема бумаг пришлось на первое полугодие. Возможно, эмитенты стремились избежать волатильности, связанной с июньским

референдумом о выходе Великобритании из Европейского союза и с президентскими выборами в США. Объем эмиссии на других ключевых рынках — в Испании, Италии и Великобритании — в конце 2016 года был почти на 40% ниже, чем в 2015 году, что может быть частично обусловлено политикой центрального банка.

Показатели кредитного качества достигли новых высот в 2016 году

По большинству показателей общие кредитные характеристики европейских инструментов структурированного финансирования, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, существенно улучшились в 2016 году, при этом некоторые показатели вернулись на благоприятные уровни 2005 года. До конца сентября S&P повысило 16.3% рейтингов европейских инструментов структурированного финансирования, обращавшихся на рынке в начале года. Вместе с тем число понижений рейтингов существенно уменьшилось и составляло всего 4.1% в первые девять месяцев года по сравнению с 16.6% в 2015 году.

Среднее изменение кредитного качества за 12 месяцев для европейских инструментов структурированного финансирования составило +0.37 рейтинговых ступеней в конце сентября 2016 года. Это рекордный показатель. Мы определяем среднее изменение кредитного качества как среднее число рейтинговых ступеней, на которые изменились рейтинги за конкретный период времени. Значение этого показателя оставалось отрицательным в течение почти всего периода с 2008 по 2015 год, свидетельствуя о том, что за этот период наши рейтинги инструментов структурированного финансирования устойчиво снижались. Однако после того как в конце 2015 года значение этого показателя стало положительным, оно продолжало повышаться, свидетельствуя об ускорении нетто-повышения наших рейтингов, присвоенных европейским инструментам структурированного финансирования (см. Рисунок 5).

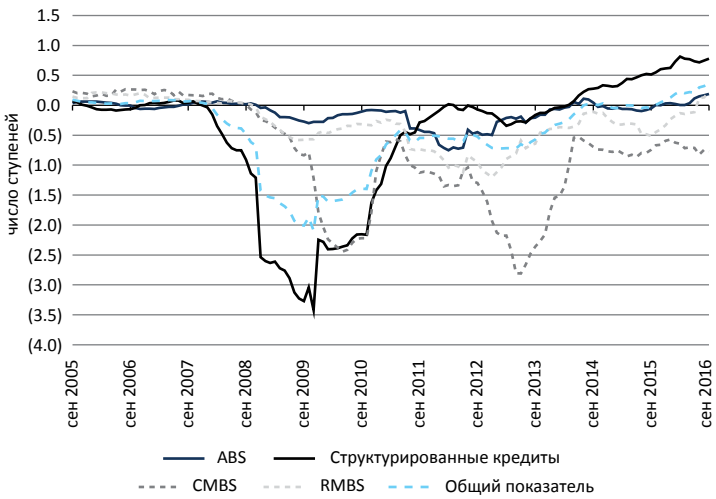
В секторе структурированных кредитов в течение более чем двухлетнего периода устойчиво отмечались нетто-позитивные изменения рейтингов, а тенденция изменения рейтингов в секторах ABS и RMBS также стала позитивной в течение 2016 года. До июля 2016 года в секторе европейских RMBS на протяжении почти восьми лет не отмечалась позитивная динамика за 12-месячный период. Напротив, в секторе CMBS совокупное изменение рейтингов оставалось отрицательным, а заемщики по-прежнему сталкиваются с трудностями при рефинансировании, когда стараются погасить выданные в прошлые периоды кредиты при наступлении срока их погашения.

Повышение рейтингов в сегменте структурированных кредитов было обусловлено главным образом амортизацией обращающихся на рынке CLO, обеспеченных креди-

Рисунок 5
Среднее изменение кредитного качества европейских инструментов структурированного финансирования по секторам*

Источник: S&P Global Fixed Income Research

* Включает только один транш в сделках, которому мы первоначально присвоили рейтинг AAA. Ценные бумаги, рейтинги которых изменились до уровня «нет рейтинга» в указанный период, классифицируются на основании их рейтинга до того момента, когда он понизился до уровня «нет рейтинга».



тами компаниям, которые имеют значительную долговую нагрузку, а также стабильными показателями обеспечивающих корпоративных кредитов. В настоящее время сдерживающее влияние на рейтинги значительной части европейских ABS и RMBS оказывают риск контрагента и страновой риск, поэтому повышение стабильности рейтингов банков и суверенных эмитентов в 2016 году способствовало более позитивным тенденциям изменения рейтингов в этих секторах. Показатели обеспечивающих кредитов также улучшились. В частности, по состоянию на конец третьего квартала 2016 года доля совокупной просроченной задолженности в сегменте нидерландских RMBS, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, составляла всего 0.8% по сравнению с 1.2% годом ранее. Соответствующий показатель в сегменте британских стандартных RMBS составлял 1.9% (в 2015 году — 2.9%), в сегменте британских нестандартных (nonconforming) RMBS — 16.3% (по сравнению с 18.4% в 2015 году).

Азиатско-Тихоокеанский регион

В 2016 году показатели выпуска инструментов структурированного финансирования на основных рынках секьюритизации Азиатско-Тихоокеанского региона оцениваются как неоднозначные. Китай и Япония продемонстрировали более значительные объемы новой эмиссии в 2016 году, вместе с тем объем новых выпусков в Австралии был существенно ниже, поскольку на него продолжали оказывать влияние изменения в режиме регулирования.

Австралия

Общий объем эмиссии на рынке инструментов структурированного финансирования в Австралии составил $26.5 млрд по состоянию на октябрь 2016 года против $37.49 млрд в 2015 году. Сокращение новых эмиссий австралийских RMBS (крупнейший класс активов в Тихоокеанском регионе) оказалось самым значительным: объемы выпуска снизились на 49% по сравнению с тем же периодом 2015 года. Напротив, объем выпуска ABS (главным образом сделки секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных автомобилями и оборудованием) увеличился на 8% в годовом выражении. Показатели залогового обеспечения остаются сильными на фоне низкого уровня задолженности и убытков по большинству классов активов, но на показатели новой эмиссии по-прежнему оказывают негативное влияние повышение цен и изменения национального режима регулирования. Австралийские банки являются основными инвесторами на внутренних рынках секьюритизации после ухода офшорных инвесторов в связи с финансовым кризисом. Однако применение более высоких коэффициентов риска при расчете норматива достаточности капитала начиная с января 2016 года вызывает обеспокоенность у участников рынка, особенно если принять во внимание недавнее решение Австралийского управления пруденциального регулирования (Australian Prudential Regulation Authority) пока не распространять основные национальные правила секьюритизации на простые, прозрачные и сопоставимые сделки секьюритизации. На фоне того, как ценовые спреды снизились в течение года с пикового уровня, отмечавшегося в первом квартале, мы прогнозируем сокращение объема новых выпусков в 2017 году вследствие этих изменений.

Китай

В 2016 году китайский рынок секьюритизации продолжал расти, и по итогам года объем новых эмиссий должен составить (в эквиваленте) около $110 млрд, что примерно на 25% выше уровня 2015 года. В текущем году небанковские эмитенты изменили структуру рынка (в которой ранее доминировали банки), в результате их доля составила более 70% от общего объема эмиссии в Китае. Это изменение компенсировало значительное сокращение числа сделок секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных корпоративными кредитами. Мы прогнозируем дальнейший рост объема выпусков и более активное участие небанковских эмитентов в 2017 году. Быстрый рост может отмечаться в таких сегментах, как RMBS, секьюритизация ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, потребительскими кредитами и корпоративной дебиторской задолженностью. Схема секьюритизации, разработанная Китайской комиссией по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulation Commission, CSRC), и структура трастов на рынке облигаций, обеспеченных активами, которым управляет китайская Национальная ассоциация институциональных инвесторов на финансо-

вых рынках (National Association of Financial Market Institutional Investors, NAFMII), будут развиваться еще более активно благодаря ослаблению ограничений, связанных с квалификацией эмитентов, и росту потребностей в финансировании у небанковских эмитентов. После нескольких лет давления на показатели доходности активов и рынок секьюритизацииименно цена размещения станет самым важным условием для эмиссии облигаций и для принятия инвестиционных решений.

Япония

В ноябре 2016 года объем эмиссии на японском рынке структурированного финансирования составил 5 040 млрд иен, что на 27% выше, чем в тот же период 2015 года. Такой результат удалось обеспечить главным образом за счет увеличения объема эмиссии RMBS. В 2016 году сделки RMBS и ABS обеспечивали основную долю эмиссии инструментов структурированного финансирования в Японии, при этом доля RMBS составляла около 60%. В сегменте RMBS объем облигаций, выпускаемых Японским агентством по финансированию жилья (Japan Housing Finance Agency) — государственной организацией, которая специализируется на операциях с жилищными кредитами, — увеличился на 53% и составил 2 309 млрд иен, главным образом вследствие снижения фиксированных ставок по ипотечным кредитам на фоне проведения политики отрицательных процентных ставок, которую Банк Японии одобрил в начале 2016 года.

Мы ожидаем, что RMBS останется основным классом активов на японском рынке секьюритизации в 2017 году, поскольку прогнозируем сохранение низких процентных ставок. Их текущие уровни гораздо привлекательнее тех, что наблюдались в предыдущие годы, поэтому многие будущие ипотечные заемщики выберут кредиты по фиксированным ставкам, а существующие заемщики рефинансируют свои займы, чтобы получить выгоду от снижения фиксированных ставок.

Латинская Америка

По итогам 2016 года общий объем сделок секьюритизации в Латинской Америке составил около $10.15 млрд, что лишь на 1.8% ниже показателей 2015 года. Учитывая обесценение национальных валют в течение года, фактический объем эмиссии на внутренних рынках увеличился. Основными классами активов были бразильские «переупакованные» ценные бумаги, обеспеченные дебиторской задолженностью, а также ценные бумаги, обеспеченные лизингом оборудования, в Мексике. Налоговые льготы, предоставляемые инвесторам, стимулировали их спрос на бразильские «переупакованные» ценные бумаги, выпускаемые через CRA (Certificados de Recebiveis do Agronegocio) или CRI (Certificados de Recebiveis Imobilarios). Эта тенденция создала компаниям стимулы для выхода на внутренний рынок капитала с крупными сделками при относительно низких затратах.

В 2016 году состоялась также первая трансграничная сделка, обеспеченная мексиканскими активами. Она может создать прецедент для дальнейших сделок секьюритизации традиционных активов на международных рынках. В целом трансграничные сделки представляют собой только эмиссию «переупакованных» ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных будущими денежными потоками, однако в последнее время мы отмечали тенденцию к выпуску «переупакованных» необеспеченных облигаций и заключению соглашений о продаже с одновременной арендой (sale-leaseback) с полными гарантиями от третьих лиц. Сделки с ценными бумагами, обеспеченными будущими денежными потоками (например, диверсифицированные платежные права — diversified payment rights, DPR), по-прежнему дают возможность оригинаторам неинвестиционной категории (особенно бразильским и центральноамериканским) получить доступ к финансированию по более конкурентным процентным ставкам по сравнению с приоритетными необеспеченными облигациями. Однако, несмотря на то что интерес рынка к этому продукту значительно вырос, число сделок оказалось меньше ожидаемого.

Мексика

Объем новых выпусков мексиканских RMBS разочаровал впервые за последние пять лет. В первом полугодии 2016 года не было проведено ни одной новой сделки, во втором полугодии прошло всего несколько сделок. В будущем году на мексиканский рынок RMBS могут выйти новые участники

(с публичной или частной эмиссией). Мы также по-прежнему считаем, что коммерческие банки могут вернуться на рынок в качестве оригинаторов на регулярной основе. Однако для этого может потребоваться время, и возвращение банков на рынок будет зависеть от улучшения условий для эмиссии, в частности от повышения процентных ставок (после повышения учетной ставки Федеральной резервной системой США) или введения регулятивных требований, стимулирующих секьюритизацию.

В 2016 году по большинству мексиканских классов активов поддерживались стабильные показатели залогового обеспечения, за исключением нескольких сделок RMBS, оригинаторами которых выступали некоторые небанковские финансовые организации. В сегменте сделок RMBS, где оригинаторами являлись частные банки, две государственных организации (Infonavit и Fovissate), а также несколько небанковских финансовых организаций (особенно те, которые чувствовали себя стабильно последние два года), эти тенденции сохранятся. Для ряда сделок со слабыми показателями, где оригинаторами являются небанковские финансовые организации, прогноз относительно возвратности по-прежнему зависит от срока и объемов возвратности в отношении дефолтных активов и от усилий сервисеров по сдерживанию просроченной задолженности.

В 2016 году большинство рейтингованных нами мексиканских сделок ABS (включая ABS, обеспеченные оборудованием и потребительскими кредитами) демонстрировали стабильные показатели кредитного риска по обеспечивающим активам. В целом показатели в этих секторах оцениваются как адекватные: низкий уровень дефолтов и просроченных платежей на фоне стабильного уровня кредитной защиты. По нашим прогнозам, эти сделки будут и в дальнейшем демонстрировать стабильные показатели, однако повышение темпов инфляции, которое оказывает негативное влияние на бизнес, или рост безработицы могут обусловить ухудшение характеристик этих классов активов.

Бразилия

В связи с экономической ситуацией и условиями кредитования в Бразилии отмечалось сокращение объемов эмиссии в традиционных сделках секьюритизации, а число выпусков у некоторых эмитентов, которые ранее часто выпускали ценные бумаги, сократилось. В 2016 году основной объем новых выпусков бразильских ценных бумаг, обеспеченных торговой дебиторской задолженностью, использовался для рефинансирования траншей облигаций с близкими сроками погашения.

ОБЩИЙ ОБЪЕМ ЭМИССИИ НА МИРОВОМ РЫНКЕ СОКРАТИЛСЯ

Несмотря на значительный рост обеспечивающих кредитов и увеличение объемов эмиссии на международном рынке, общий объем выпусков инструментов структурированного финансирования на мировом рынке сократился на 5% в годовом выражении. Снижение (в долларах США) отмечается второй год подряд. Это связано с относительно низкими процентными ставками, которые сохранялись в течение почти всего года (в результате чего банки оставляли кредиты на балансе при текущей доходности), а также с режимом регулирования, который требует учета сделок секьюритизации на балансе и в целом привел к росту затрат на секьюритизацию.

Что касается кредитования, умеренный экономический рост и продолжающееся повышение уровня занятости на фоне низкой инфляции и низких процентных ставок в целом оказали благоприятное влияние на показатели залогового обеспечения сделок структурированного финансирования. К примеру, объем списаний по кредитным картам достиг самого низкого уровня за предыдущие периоды. С другой стороны, отмечались и недостатки: начали расти убытки по автокредитам, хотя и с низкой базы. Кроме того, потрясения в секторе энергетики и сырьевых товаров стали причиной понижения небольшого числа рейтингов CLO.

Мы полагаем, что правительства разных стран начинают осознавать негативное влияние некоторых нормативных актов, принятых после окончания рецессии, и пытаются принимать меры по изменению нормативных требований и требований к капиталу. Это может способствовать росту в сегменте структурированного финансирования, обеспеченного кредитами, и диверсификации источников фондирования финансовых организаций.

FINANCIAL CBONDS INFORMATION

Время подписаться на Cbonds

- 100 000 эмиссий
- 170 стран
- 150 источников котировок
- Полная база по рейтингам
- Проспекты

Поиск эмиссий и экспорт в Excel

Графический анализ

Подробные параметры эмиссий

Watchlist и управление портфелем

Облигационный калькулятор

www.cbonds.ru

Доступно платным подписчикам Cbonds

e-mail: pro@cbonds.info, тел: +7 (812) 336-97-21

Гибкая система тарифов

Удобный WEB-интерфейс

Доступ с любого устройства

реклама