Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
старший портфельный управляющий,
American Family Mutual Insurance

Американские рынки секьюритизации в 2018 году

Рынки секьюритизации в США в минувшем году во многом повторяли движение более ликвидных рынков корпоративных акций и облигаций, хотя уровень корреляций с последними различался от сегмента к сегменту. В рамках статьи мы рассмотрим основные сегменты американских рынков секьюритизации, коротко опишем динамику цен и уровень спроса. Особое внимание уделим CMBS, ABS авиационных сделок и потребительских кредитов.

Прежде чем приступить к более подробному описанию, сделаем общие замечания о рынке. Во-первых, определим типы инвесторов. Подавляющее большинство секьюритизаций продается институциональным инвесторам. Фактически только малая часть ипотечных секьюритизаций агентств и некоторые высоколиквидные и качественные AAA бумаги ABS попадают в частные руки (инвесторам, которые не классифицируются как «состоятельные лица» — англ. high net worth individuals). Уровни рынка и ликвидность диктуются инвестиционными фондами, страховыми компаниями, банками, пенсионными фондами, управляющими компаниями и им подобными, торгующими через крупных дилеров и мелких или средних брокеров. В отсутствие очевидных фундаментальных экономических трудностей этот рынок, как и другие, в значительной мере управляется чисто техническими силами спроса и предложения. Таким, во многом техническим, был и рынок 2018 года.

Практически все сегменты рынка вошли в 2018 год на подъеме и с огромным оптимизмом. Почти все достигли цен выше, чем те, которых мы ожидали в январе 2018 года. И все без исключения пошатнулись к концу года. При этом графики зависимости цен от времени достигли пика в разные моменты в разных сегментах. Динамика отдельных сегментов также различалась, поэтому мы обсудим их отдельно.

1. CMBS, COMMERCIAL MORTGAGE-BACKED SECURITIES

CMBS — это сделка секьюритизации ипотеки на коммерческую недвижимость. В этом сегменте рынка секьюритизации в настоящее время существуют четыре направления.

1.1 Кондуитные (англ. Conduit) CMBS

Подавляющее большинство этих облигаций имеют фиксированный купон. Сделки траншируют риски вертикально в достаточно примитивные структуры с несколькими AAA траншами и с одним траншем всех остальных рейтингов. Эти сделки секьюритизируют портфели с числом займов примерно от 40 до 100. Обычно в таких портфелях есть несколько займов, на каждый из которых приходится от 5% до 13% портфеля, и много более мелких займов. Рынок предпочитает портфели, в которых самый крупный займ не превышает по размеру 10% от всего портфеля. Каждый займ принадлежит одному из нескольких стандартных типов:

Займы на торговые центры. Это могут быть займы на моллы (отдельно стоящие комплексы десятков магазинов), отдельные магазины или скромные линейки из нескольких магазинов с парковкой перед ними. Это наименее любимый рынком сегмент. В последние годы банкротства сетей магазинов составили довольно большой список. Среди них можно отметить сети Toys R Us, Sears, которые часто были представлены огромным магазином в молле. Проблема усугубляется тем, что контракты мелких магазинов часто имеют «условие соаренды» (англ. co-tenancy clause), при котором маленькие магазины могут уйти из молла до истечения своего контракта, если большой магазин по соседству вышел из бизнеса (и, следовательно, упала посещаемость молла).

Займы на отели. Отели очень быстро реагируют на экономический климат. Даже довольно солидные отели часто оперируют при 70–80% средней заполненности, и достаточно экономике слегка остыть или другому отелю открыться через дорогу, как рассматриваемый отель теряет доходность. Кроме того, доходность отелей коррелирует с состоянием окрестных бизнесов. Например, падение нефтяных цен в 2016 году ударило по отелям, расположенным вблизи объектов нефтяной промышленности.

Займы на многоквартирные дома или комплексы. Это уже построенные здания, в которых квартиры сдаются в аренду. Есть мнение, что с наступлением рецессии какой-то процент населения не сможет более оплачивать ипотеку на свои дома и будет вынужден снимать квартиры, потому якобы многоквартирные комплексы защищены от рецессий. Возможно. Пока лишь отметим, что и в наше дорецессионное время 2018 года какая-то, хотя и малая, часть таких комплексов испытывала проблемы, возможно, благодаря обратному механизму — семьи в растущей экономике могли позволить себе дома и личные квартиры.

Индустриальные займы. Часто это займы на склады. Склад просто построить и переоборудовать, он не требует затрат раз в 5 лет на обновление комнат, как этого требует отель, и такие займы обычно стабильны, покуда экономика нормально функционирует.

Займы на индивидуальные хранилища. Это хранилища, где люди хранят личные вещи, не поместившиеся в квартиру, своего рода кладовки-чуланы в отдельном комплексе. Они также используются при переездах — если вы не готовы перевозить свое имущество целиком, вы перевезете только самое нужное, а для остального снимете комнатку в хранилище и сгрузите все туда. Уже через год-другой вы вспомните, что платите 100 или 200 долларов в месяц за комнату, набитую уже забытым и ненужным хламом, и наконец очистите ее. Обычно это хранилище представляет собой одноэтажное здание в стиле «гаражей» или многоэтажное здание с эстакадами, но в любом случае оно не требует особых затрат на содержание и обеспечивает достаточно устойчивый денежный поток.

Займы на офисные здания. Здесь рынок различает здания в городах и вне городов. Вне города земли много, строить проще, но желающих снять офис в здании гораздо меньше. Такие займы часто более проблемны, чем городские. В городах при прочих равных адрес и класс здания определяют надежность займа.

1.2 SASB[1], Single Asset/Single Borrower CMBS

В таких сделках встречаются и фиксированные купоны, и плавающие с привязкой к LIBOR. В качестве закладной выступает один-единственный займ на отель, офисное здание или молл либо портфель похожих займов одного и того же заемщика. О диверсификации здесь речь не идет, просто последовательно траншируется риск. Обычно здание, на которое выдан займ, является очень качественным и пользуется спросом. Это может быть курортный ком-

[1] Следует читать как «Сасби».

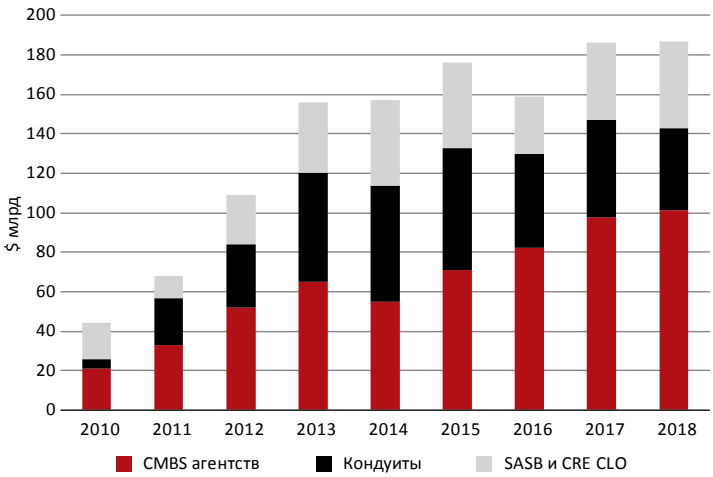

Рисунок 1
Общий объем выпуска CMBS
Источник: Bloomberg

плекс на берегу гавайского острова, небоскреб в Чикаго или Нью-Йорке либо комплекс офисных зданий крупнейшей технологической компании. К этой же категории относятся портфели займов на однотипные постройки, собранные одной и той же компанией, — например на мотели одной и той же сети мотелей.

1.3 CRE CLO, Commercial Real Estate Collaterized Loan Obligation

Это сделки, имеющие CLO-структуру (рус. ОЗО, Обеспеченные займовые обязательства). Займов в таких структурах меньше, порядка 30, и это чаще более короткие займы, взятые для стабилизации и обновления объектов недвижимости. Многие из таких траншей имеют плавающий купон, и хотя структура CLO имеет более высокий уровень защиты для инвестора, сами закладные, очевидно, являются более рискованными. Торгуя такими облигациями, рынок обычно смотрит на обычные CLO, и потому часто доходности в этом секторе выше при тех же рейтингах.

1.4 Agency CMBS

Это сделки секьюритизации многоквартирного жилья, гарантируемые ипотечными агентствами. Freddie Mac выпускает секьюритизации на базе портфелей и гарантирует всё, кроме младших классов. Fannie Mae размещает облигации, относящиеся и к отдельным объектам, и к портфелям. Доля этого направления в общем объеме CMBS значительно выросла после кризиса 2008–2009 годов (и, следовательно, меньше многоквартирного жилья встречается в кондуит-сделках). Мы сравниваем объемы выпуска на Рисунке 1.

Рынок CMBS относится к рейтингам со значительной долей сарказма. Летом 2018-го SASB BBB- облигации с фиксированным купоном торговалась со спредами в среднем 150–170 б.п., в то время как BBB- conduit CMBS в среднем имели спред 325–400 б.п.

Как выглядел CMBS-рынок в 2018 году? В отличие от многих других секьюритизаций, он будто бы не заметил резкого увеличения кредитных спредов и проседания рынка акций в феврале-марте и продолжал снижать спреды. Монотонное уменьшение спредов продлилось до лета, рынок был стабилен все лето, а конец августа — сентябрь принесли скачок цен в мезонинных траншах: транши с рейтингом A взлетели вдруг в цене от спреда 180 до 150 б.п., высококачественные транши рейтинга BBB- перебрались из 325 в 250 б.п. и так далее. Это был чисто технический ажиотаж. Как результат, октябрьское падение и последовавшие за ним ноябрь и декабрь вернули рынок к уровням начала года и даже шире — порядка 380 б.п. на тех траншах, что стоили 325 б.п. летом и 250 б.п. в сентябре. Следует отметить, однако, что далеко не все типы секьюритизации дают подобные доходности. Пожалуй, лишь CLO, секьюритизации самолетов и экзотические ABS представляют собой сравнимые по размеру и доходности рынки. Для иллюстрации мы приводим динамику спредов CMBS-сделок на Рисунке 2.

Отчего же, проигнорировав падение февраля, CMBS-рынок так болезненно отнесся к событиям конца года? Одним из объяснений может быть тот факт, что многие крупные инвесторы не хеджируют процентные ставки, покупая облигации фиксированного дохода. Почему — отдельная тема. Но если вы поверите мне в этом и представите портфельного управляющего, которому необходим доход в 5%, вы увидите, что 10-летние гособлигации с 3.2% годовых (лето) требуют от него всего лишь спред 180 б.п. (к гособлигациям), а вот 2.8% годовых (в декабре) — уже спред 220 б.п. То есть то, что наши облигации А-рейтинга прошли из 180 б.п. летом в 220 б.п. к Новому году, никого не должно удивлять. Ну и, конечно, сами по себе доходности гособлигаций падают как из-за сомнений в дальнейших действиях Федерального резерва, так и из-за «бегства в качество» (англ. flight to quality) — ротации кредитных рынков из рисковых бумаг в безрисковые.

2. ABS, ASSET-BACKED SECURITIES

Трудно дать определение термину ABS. Это все сделки секьюритизации, которые не являются CMBS, CLO и RMBS, то есть закладными для которых не являются постройки — частные или коммерческие — или банковские займы компаниям. Этот рынок делится на основные сегменты и еще множество экзотических сегментов. Таблица 1 иллюстрирует общие объемы выпуска в различных сегментах, о которых мы ниже поговорим подробнее.

2.1 Потребительские займы

Если кредитоспособность заемщика высока, то долги на кредитных карточках часто держатся недолго, но за это время они все-таки успевают накрутить проценты. Компании, выдающие карточки, часто сбрасывают все эти долги в огромные трасты, так называемые «мастер-трасты», из которых издаются траншированные секьюритизации по достаточно своеобразной схеме — так, что несколько секьюритизаций пользуются закладными одного и того же мастер-траста. Такие секьюритизации существуют очень давно, они спокойно перенесли кризис 2008 года. Но именно кредитные карточки породили и другой, новый сектор потребительского долга: если потребитель уже не в состоянии выплачивать свои долги по карточкам, его долг накапливается, а кредитный рейтинг FICO падает. Он уже не может получать новые карточки. И на помощь к нему приходят «субстандартные кредиторы» (англ. sub-prime lenders) — они дают деньги людям с низкой кредитоспособностью. Многие такие заемщики берут долг, чтобы расплатиться с карточками, получить наличные «на жизнь» и залезть в новую долговую дыру — уже subprime lender'у. Секьюритизации таких subprime-займов не могут не пугать. Начнем с того, что из опыта кризиса 2008 года мы прекрасно знаем, как это страшное слово работало в рынке ипотечных активов. Кроме того, одного взгляда в довольно простые структуры этих секьюритизаций достаточно,

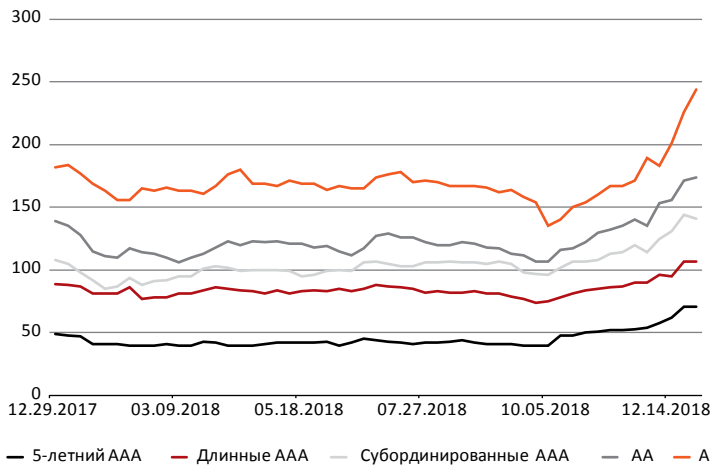

Рисунок 2
CMBS Conduit — средние спреды новых сделок (к LIBOR swaps), б.п.
Источник: Bloomberg

	2016	2017	2018
Кредитные карточки	35	47	36
Автозаймы (заемщики с хорошей историей)	38	42	46
Автозаймы (заемщики со слабой историей)	26	25	32
Автодилеры (новые авто на полу Dealership)	9	12	10
Авто — остальное (автопрокат, лизинг и т. п.)	22	25	25
Студенческие займы	15	16	18
Займы на оборудование	10	12	14
Кредиты без закладных частным лицам	9	12	12
Все остальное	24	29	35
Всего ABS	188	222	229

Таблица 1
Годовые объемы выпуска по типам ABS, $ млрд
Источник: J.P. Morgan

чтобы понять, что сделки эти выживают за счет огромных купонов. Например, купон в 22% используется, чтобы компенсировать 15% потерь на портфеле закладных, ну и остаток платить действительно как купон. Сделки такие же короткие, как и сами займы, и агентства спокойно дают им рейтинги A, BBB, BB, а иногда и AA. Вы прекрасно понимаете, что как только потребитель даст слабину и 15% превратится в 30%, этим сделкам будет нанесен сильный удар. Короткие займы накладывают на потребителя дополнительное давление: выплата самого займа за три года — это не выплата ипотеки, растянутая на 30 лет. Конечно, не все такие потребители необдуманно набирают долг. Некоторые меняют работу, имеют непредвиденные медицинские расходы, а некоторые только иммигрировали в США, стараются встать на ноги, тяжело работают, а берут займ, чтобы купить своим матери и детям обыкновенную кровать. Есть компании, работающие с людьми лично в офисах, пытающиеся выяснить, что происходит с человеком, прежде чем дать ему займ. На их портфелях потери сравнительно меньше. Но есть и такие, которые используют алгоритмы и принимают решение за 20 минут через Интернет. Некоторые выдают кредиты прямо в магазинах — это называется point of sale кредитование.

Другой вид потребительских кредитов — кредиты на автомобили. Здесь, как и выше, тоже существует не только prime, но и subprime-сектор. Автомобили — это разумные закладные, примерно 40% subprime-займа, ушедшего в дефолт, возвращаются через продажу автомобиля на специализированном аукционе. Кроме того, в США система общественного транспорта работает плохо, население с малым достатком размазано по пригородам, потребителям автомобиль необходим, чтобы добраться до работы, и они стараются изо всех сил его не потерять. Структуры автомобильных сделок секьюритизации очень похожи на структуры сделок из предыдущего абзаца. И те и другие пользовались фантастическим спросом почти весь 2018 год вплоть до октября. Такие облигации довольно короткие — 2–3 года, и управляющим активами приходится реинвестировать наличные, постоянно приходящие от амортизаций. Нередко в 2018 году спрос на подобные облигации нового выпуска превышал размер выпуска в 3 раза, а порой это число доходило до 10. Спреды на таких бумагах упорно падали. До такой степени, что, учитывая все вышесказанное, переставало быть ясным, почему кого-то интересует мезонинный транш BBB- такой сделки со спредом чуть выше 100 б.п.

Много в 2018 году было сказано в прессе о студенческих займах. Эти секьюритизации продолжают торговаться время от времени. Кроме того, возник новый тип: если вы уже не студент, а имеете диплом «денежной профессии» и нашли работу, вам помогут перефинансировать ваш заем, и он имеет шанс попасть в секьюритизацию с такими же врачами и адвокатами, как и вы.

2.2 Транспортные займы

В категорию транспортных секьюритизаций входят контейнеры (обычные, стандартного размера ящики, которые, даже если приходят в негодность, годятся в металлолом), вагоны (громко называемые rails, — хотя рельсы и локомотивы обычно принадлежат самой железной дороге, речь в сделках идет о вагонах) и самолеты. Контейнеры играют важную роль в морской торговле с Азией. Многие наблюдатели осторожно следили за событиями, связанными с тарифами. Желез-

ные дороги, с другой стороны, — это функция внутренней торговли и экономического климата. Несмотря на такую разную природу, бумаги этих секторов с рейтингами A (самые старшие в структурах) дружно дошли до спредов (к свопам) порядка 120 б.п. и так же дружно расширились в октябре.

Поговорим отдельно о самолетах, которые выступают в качестве закладных. Сделка сдает самолеты в аренду, и когда аренда истекает, лизинговая компания, которая инициировала сделку, старается сдать самолет снова, минимизировав время, которое он не летает. Обычно в сделке находятся самолеты, предоставленные в аренду многим компаниям в разных странах (в том числе в России), таким образом возникает вопрос, возможно ли будет забрать самолет назад, если компания обанкротится. Заметим, что такой же вопрос можно задать и о контейнерах, плавающих на баржах под разными флагами по всему миру. Ответом является Кейптаунская конвенция (англ. Cape Town Treaty), подписанная множеством стран (Россией — в 2011 году).

Для самолетной сделки помимо банкротства авиакомпании риском также является продление срока аренды. Среднее число самолетов «на земле», либо ожидающих нового хозяина, либо уже его получивших, но еще не переоборудованных под него и не готовых летать, было рекордно низким в 2018 году. Особенно это относится к самолетам «с узким корпусом» — семейств Boeing 737 и Airbus 320. Рынок настороженно следит за динамикой спроса на самолеты «с широким корпусом» — Boeing 777, Airbus 330 и другими. Такие самолеты гораздо дороже, переоборудование их под другую авиалинию занимает больше времени, летает на них от 50 до 100 авиакомпаний — сравните с тремя сотнями и более компаний, летающих на узких самолетах.

И вторичный, и первичный рынки авиационных сделок выглядели до октября здоровыми и процветающими. В конце весны спреды на BBB (обычно в этих структурах есть A, BBB и иногда BB) резко начали сжиматься и к октябрю сжались с 320 до 270 б.п. или даже 230 б.п. на некоторых сделках. Конец года сильно расширил A-спреды от 120 (или даже 115) до 150 б.п., а вот про спреды BBB было даже трудно говорить — предложение на эти транши просто исчезло, и только начало 2019 года опять обнаружило их чуть шире 300 б.п.

2.3 Все остальные ABS

К сожалению, чтобы перечислить все виды ABS, нужно исписать гораздо больше страниц, чем нам позволяет место. Назовем лишь некоторые.

1. Секьюритизации займов на оборудование — от фермерских тракторов и экскаваторов до стиральных машин в общественных прачечных.
2. Секьюритизации франчайзов. Отдельные закусочные, которые оперируют по модели франчайзинга, берут займы у материнской компании, которая эти займы секьюритизирует. Часто это известные имена: Taco Bell, Domino Pizza, Wendy's и так далее.
3. Секьюритизации займов на драгоценные металлы и алмазы.

Можно и далее расширять этот список. Инвесторам всегда необходимо оценивать ликвидность подобных активов и уровень поддержки со стороны дилеров на вторичном рынке. Иногда слишком велики риски потери ликвидности и того, что маленький дилер, работавший в одиночку над сделкой, совершил ошибки при структурировании. И тогда никакие щедрые процентные ставки не компенсируют потерь. К сожалению, одна сделка (никак не относящаяся к упомянутым выше компаниям) такого рода была издана и в 2018 году привела к потерям от 8% до 16% от размера начальной инвестиции для своих инвесторов уже через полгода после выпуска. Интересно, что инвесторы, решившие продать свою инвестицию в эту сделку в течение первого месяца ее жизни, заработали, а не потеряли деньги — облигации никому не известного до того момента бизнеса продавались по цене выше 101% от номинала. Это еще одна иллюстрация того, насколько перегрет рынок ABS.

3. CLO, COLLATERIZED LOAN OBLIGATION

Рынок CLO давно стал одним из крупнейших рынков секьюритизированных продуктов. Закладными являются займы, выдаваемые банками отдельным компаниям. CLO-рынок отличается наиболее эффективной структурой денежных потоков (CLO-структурой[1]). Закладные торгуются сами по себе на рынке займов, и потому в каждый момент времени извест-

[1] См. книгу А. В. Литвинцева «Что такое CDO и как это работает на американском и европейском рынках», http://www.ludiipoteki.ru/shop/researches/entry/64/

на цена портфеля. Поэтому рынок CLO более чувствителен к корпоративным кредитным рынкам. События февраля-марта 2018 года резко расширили спреды CLO, в то время как остальные рынки структурированного финансирования на эти события не реагировали. Расширились спреды и в конце года, как и на остальных рынках.

Интересно еще и то, что объемы выпуска CLO значительно регулируются спредами на AAA CLO. Дело в том, что CLO могут перефинансироваться и переиздаваться, что становится выгодным, только когда спреды на старших траншах опускаются ниже, чем те, которые заложены в структуру. То есть со взлетом рынка объем выпуска растет за счет рефинансирования. Это перенасыщает рынок, рынок падает, объем падает, рынок взлетает, и так далее. Речь идет о рынке, печатающем более $200 млрд в год и являющемся основным потребителем корпоративных займов самих по себе — рынке, который, по моему мнению, в идеале не должен иметь подобных чисто технических колебаний.

4. ИПОТЕЧНЫЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Как известно, рынок секьюритизаций в США начался с агентств, секьюритизирующих ипотеку. Сейчас, 40 лет спустя, этот сектор до сих пор жив и продолжает выпускать бумаги в значительных объемах (порядка $ 250 млрд в год). Рынок частных сделок (не имеющих к агентствам отношения и не поддерживаемых гарантиями агентств) значительно уменьшился, фактически торгуются облигации докризисных сделок, и весь новый выпуск сводится к их перефинансированию. Как и CLO, это сектор, о котором российские участники рынка знают больше, чем о других формах секьюритизации, и поэтому мы не будем на нем останавливаться. Заметим лишь одну крайне существенную вещь: агентства Freddie Mac и Fannie Mae до сих пор имеют статус «законсервированных» государством[1]. Разговоры о реформе идут постоянно, и кроме того меняется руководство регулятора FHFA (Federal Housing Finance Agency). Потенциально это может повлиять на объемы нового выпуска и, как следствие, на вторичный рынок.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На протяжении большей части 2018 года рынки секьюритизации в США функционировали стабильно. Декабрь стал исключением — отсутствие ликвидности, характерное для последних двух недель декабря, в минувшем году наступило значительно ранее — в конце ноября, отражая общую растерянность управляющих долларовыми активами во всех секторах рынка ценных бумаг.

Значительно возрос спрос на рисковые (BBB рейтинг и ниже) бумаги от долгосрочных инвесторов — банков и страховых компаний. Это подогревало рынок большую часть года и держало его на рекордно высоких уровнях. Рынки стали менее избирательными, и, как следствие, среднее качество займов по всем рынкам слегка упало. Появились агрессивные структуры с более высокими уровнями левериджа. Так, на CLO-рынке возникло понятие par-flush: если закладные проданы из портфеля по цене выше цены изначальной покупки в портфель, прибыль идет не на амортизацию, а рассматривается как процент и фактически уходит из структуры к equity-инвестору.

Особую тревогу вызывает рынок займов без закладных, выданных частным заемщикам с низким FICO. Как в 2005–2007 годах секьюритизации финансировали ипотечных заемщиков, которых, вообще говоря, финансировать не следовало, так и сейчас этот рынок вносит леверидж в потребительский сектор, и трудно оценить, насколько это опасно.

В то же время рынки CLO, Aircraft ABS, CMBS и некоторых экзотических ABS предлагают инвестору доходности в 5–6% годовых по довольно качественным BBB-облигациям, риски которых лимитированы. Это позволяет установить разумные инвестиционные стратегии. Облигации более низких рейтингов иногда доступны с двухзначными доходностями, но, учитывая их ограниченную ликвидность и способность упасть на несколько процентов в цене просто из-за того, что «рынок сдвинулся», инвестор должен иметь достаточный иммунитет к колебаниям цены портфеля либо изобретать стратегии хеджирования.

[1] Эти агентства — частные компании. Но в результате кризиса 2008–2009 годов потери по кредитам, которые они гарантировали, привели их к серьезным финансовым трудностям. Поскольку им нельзя было дать обанкротиться, государство начало вливать в них деньги, но взяло под свой жесткий контроль; рынок, вообще говоря, и до того надеялся, что они имеют «подразумеваемую гарантию» (англ. implicit guarantee) от правительства...