ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2020

Мировой рынок секьюритизации

Джеймс МАНЦИ,
старший директор, направление «Структурированные финансы», глобальные исследования, S&P Global Ratings

Том ШОПФЛОХЕР,
старший директор, направление «Структурированные финансы», глобальные исследования, S&P Global Ratings

Эндрю САУС,
глава направления «Структурированные финансы», регион EMEA, S&P Global Ratings

Прогноз по сделкам структурированного финансирования на мировых рынках на 2020 год

Несмотря на обеспокоенность относительно замедления темпов роста мировой экономики, в 2019 году отмечалась активная деятельность на рынках структурированного финансирования: глобальный объем эмиссии составил более $1.1 трлн, что почти на 10% больше показателя предыдущего года. США, Китай, Австралия и Латинская Америка увеличили объемы новых выпусков, в то время как в Европе, Японии и Канаде наблюдалось небольшое снижение.

Наш базовый прогноз относительно макроэкономических показателей в 2020 году является в целом нейтральным, однако в нем учитываются риски их ухудшения. К числу факторов, которые могут оказывать негативное влияние на кредитное качество и объем сделок структурированного финансирования, относятся напряженность на мировых торговых рынках, сохраняющаяся неопределенность относительно Brexit, незапланированное повышение процентных ставок и волатильность рынка, которая сказывается на ликвидности. Вместе с тем наш базовый сценарий по-прежнему предполагает рост макроэкономических показателей мировой экономики и относительно низкие (по сравнению с предыду-

Таблица 1
Объемы эмиссии инструментов структурированного финансирования*

Источники: S&P Global Ratings, Bloomberg, LCD, Commercial Mortgage Alert

	2015	2016	2017	2018	2019	2020, прогноз
США, $ млрд						
ABS	183	191	229	239	244	240
CMBS	95	69	88	77	96	100
CLO	98	72	118	129	118	90
Реструктурированные / рефинансированные CLO	10	39	167	156	43	40
Связанные с RMBS	54	34	70	95	124	130
Совокупный объем новой эмиссии в США**	436	373	510	540	582	560
Канада, млрд канадских долл.	**15**	**18**	**20**	**25**	**19**	**20**
Европа, € млрд	**78**	**81**	**82**	**107**	**102**	**100**
Азиатско-Тихоокеанский регион, $ млрд						
Китай	97	116	220	292	334	330
Япония	38	53	48	56	55	55
Австралия	24	16	36	23	31	31
Совокупный объем новой эмиссии в Азиатско-Тихоокеанском регионе	159	185	304	371	420	416
Латинская Америка, $ млрд	**11**	**12**	**17**	**9**	**13**	**15**
Приблизительный совокупный объем новой эмиссии на мировом рынке, $ млрд	**700**	**670**	**930**	**1050**	**1140**	**1120**

* S&P оставляет за собой право периодически пересматривать эти показатели задним числом по мере появления новой информации. Обеспеченные облигации не учитываются.

** Реструктурированные / рефинансированные CLO не учитываются.

щими годами) процентные ставки. В связи с этим мы ожидаем, что в 2020 году объем эмиссии инструментов структурированного финансирования останется на уровне примерно $1 трлн (почти на уровне 2019 года). Мы прогнозируем сохранение в целом устойчивых показателей кредитного качества, хотя и допускаем их возможное ухудшение в некоторых секторах и регионах. В Таблице 1 представлены наши прогнозы относительно объема эмиссии по сравнению с показателями за последние пять лет.

США

Несмотря на замедление темпов роста ВВП, экономика США остается устойчивой и имеет значительный рынок труда. Ожидается, что в этом году объем выпуска инструментов структурированного финансирования в США сохранится примерно на том же уровне, что и в прошлом году, но немного снизится в связи с прогнозируемым сокращением объема эмиссии облигаций, обеспеченных кредитами (collateralized loan obligation — CLO). Несмотря на ожидаемое в 2020 году снижение продаж новых автомобилей, объем выпуска ценных бумаг, обеспеченных автокредитами (asset-backed securities — ABS), останется стабильным вследствие роста среднего размера автокредитов. Что касается ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities — RMBS), и ценных бумаг, обеспеченных коммерческой ипотекой (commercial mortgage-backed securities — CMBS), мы прогнозируем некоторую позитивную динамику, поддерживаемую ростом в секторе нестандартных кредитов (nonqualified mortgages — non-QM), в секторах секьюритизации с использованием кондуита (conduit securitization) и кредитов, основанных на принципе «один кредит — один заемщик» (single asset — single borrower — SASB). Сильный рынок труда и низкие процентные ставки определяют наш стабильный прогноз для большинства секторов. Вместе с тем в секторе CLO в 2020 году будет отмечаться подверженность более высоким рискам, связанным с заемщиками, имеющими рейтинги «B-», и мы отмечаем возрастающий риск понижения рейтингов для ценных бумаг, имеющих рейтинги неинвестиционной категории («BB+» или ниже).

ЕВРОПА

Объем эмиссии размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг составил €102 млрд к концу 2019 года, снизившись лишь на 5% по сравнению с предыдущим годом (см. Рисунок 1). Неопределенность относительно выполнения директивы ЕС о секьюритизации (Securitization Regulation) обусловила низкие темпы эмиссии в начале 2019 года,

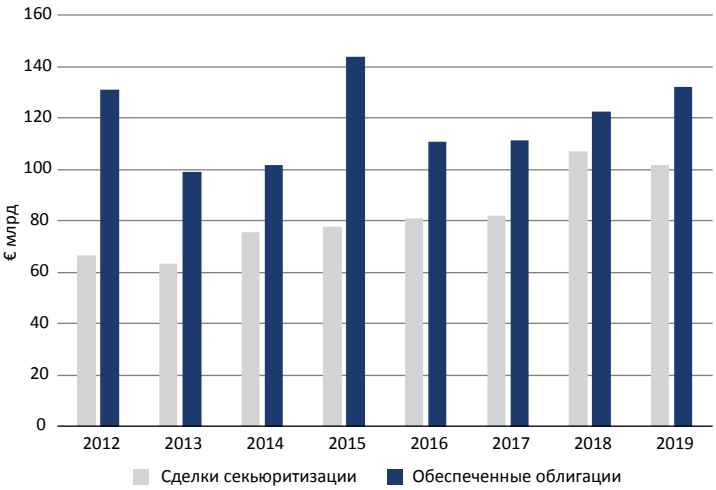

Рисунок 1
Объем эмиссии европейских инструментов структурированного финансирования, размещенных на открытом рынке

однако со временем она стала активно реализовываться на практике, и мы не ожидаем, что она будет сдерживать активность эмитентов в 2020 году. По нашему мнению, объем эмиссии сделок секьюритизации сохранится на стабильном уровне — около €100 млрд в 2020 году. Объем выпуска европейских эталонных обеспеченных облигаций (covered bonds) оставался значительным в 2019 году, увеличившись на 8% — до €132 млрд. В 2020 году наступающие сроки погашения существующих выпусков обеспеченных облигаций будут способствовать небольшому росту объема эмиссии.

Сохраняющийся невысокий рост кредитования реального сектора экономики будет оказывать позитивное влияние на выпуск ценных бумаг на открытом рынке. Приближающиеся сроки погашения заимствований некоторых эмитентов в рамках схем дешевого финансирования за счет средств Банка Англии могут стимулировать дальнейший рост сделок секьюритизации, оригинаторами которых являются банки, а также эмиссии обеспеченных облигаций в Великобритании. Вместе с тем вновь начала действовать эквивалентная схема ЕЦБ, предусматривающая новые заимствования, что может обусловить ослабление аналогичного эффекта в еврозоне.

Сделки секьюритизации в Европе в 2019 году стали менее разнообразными, поскольку снизилась активность в нишевых направлениях, а рост объемов выпусков был сосредоточен в сегментах, которые и раньше были самыми крупными: CLO на основе кредитов, выданных компаниям с высокой кредиторской задолженностью, британские RMBS и германские ABS. В 2019 году в сегменте CLO четвертый год подряд отмечался рост объемов выпуска, который оставался самым высоким в секторе, но мы ожидаем, что размеры эмиссии в 2020 году уменьшатся, принимая во внимание все более сложные экономические условия для сделок и снижение объема новых кредитов, используемых в качестве обеспечения. В менее крупных секторах высокие темпы роста отмечались в Испании, где объем размещенных на рынке эмиссий увеличился на 60% и достиг нового посткризисного максимума — почти €4 млрд, поскольку возросло число оригинаторов, использующих секьюритизацию для повышения достаточности капитала. На рынке эталонных обеспеченных облигаций Великобритании и Испании отмечался значительный рост: объемы выпусков составили €20 млрд и €7 млрд соответственно, что в каждом случае на 60% выше показателей предыдущего года.

Поскольку процентные ставки будут оставаться низкими на протяжении длительного периода, тот факт, что большинство европейских выпусков имеют плавающие ставки, снижает вероятность повышения весьма низкого спроса со стороны инвесторов. Проведение гибкой денежно-кредитной политики может более

чем компенсировать влияние этого фактора, поскольку недавно ЕЦБ возобновил чистые покупки ценных бумаг в рамках программы количественного смягчения, вернув на рынок крупного покупателя и секьюритизированных ценных бумаг, и обеспеченных облигаций.

Кроме того, сохранявшаяся в течение длительного времени неопределенность в отношении режима регулирования, которая обусловила ограничение эмиссии секьюритизированных ценных бумаг, снижалась в течение 2019 года и перестанет быть существенным препятствием в 2020 году. Участникам рынка пришлось выполнять принятую ЕС новую директиву о секьюритизации с начала 2019 года. Помимо введения льготного режима для так называемых «простых, прозрачных и стандартизированных» (simple, transparent and standardized — STS) сделок директива содержала также пересмотренные правила в отношении удержания риска, аудита обеспечивающих пулов активов и раскрытия информации, и эти правила применяются в отношении всех сделок секьюритизации. Вместе с тем предусмотренные в директиве важные элементы инфраструктуры рынка, а также проекты различных технических стандартов, содержащих руководство по ее применению, в начале 2019 года все еще находились в стадии разработки, хотя новые правила уже действовали. Это сдерживало активность многих оригинаторов и инвесторов.

Однако в настоящее время основные технические стандарты практически доработаны и могут вступить в силу в первом квартале 2020 года. Доверие участников рынка к новому режиму STS уже повысилось в течение 2019 года, поскольку независимые проверяющие организации получили одобрение регулирующих органов и начали проводить оценки соответствия сделок требованиям STS. К концу года более 35% всех размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг было выведено на рынок с маркировкой соответствия требованиям STS, а оригинаторы также начали применять эту маркировку ретроспективно в отношении находящихся в обращении ценных бумаг, выпущенных до 2019 года. Значение этой маркировки вероятнее всего будет повышаться в 2020 году. С апреля 2020 года только секьюритизированные ценные бумаги, имеющие маркировку STS, могут считаться высококачественными ликвидными активами при расчете банками ЕС своего коэффициента покрытия ликвидности (liquidity coverage ratio — LCR) — основного нормативного показателя.

КАНАДА

Мы ожидаем, что в 2020 году объем новой эмиссии в Канаде немного увеличится по сравнению с прошлым годом. Ожидается, что объем ABS, обеспеченных автокредитами и автолизингом, сократится вследствие прогнозируемого снижения продаж автомобилей в 2020 году. По прогнозам, объем трансграничной эмиссии, деноминированной в долларах США, в виде ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам и автокредитам, останется стабильным. В секторе RMBS объемы эмиссии останутся низкими в связи с трудностями в привлечении инвесторов, рисками негативного освещения ситуации в жилищном секторе в СМИ и политикой, направленной на снижение стоимости заимствований. Объем выпуска ABS, обеспеченных оборудованием коммерческих сельскохозяйственных предприятий, и коммерческих ABS, как ожидается, останется стабильным вследствие неблагоприятных условий торговли и неопределенности в розничном секторе. В целом мы полагаем, что рейтинги канадских ABS останутся стабильными в 2020 году.

КИТАЙ

Темпы выпуска новых секьюритизированных ценных бумаг в Китае снизились во втором полугодии 2019 года главным образом вследствие низкой активности эмитентов в секторе RMBS. Благоприятные процентные ставки и увеличение числа выданных кредитов продолжают оказывать позитивное влияние на объем новой эмиссии в потребительском секторе. Мы ожидаем, что в 2020 году объем новых сделок структурированного финансирования останется стабильным или будет отмечаться рост на уровне менее 10% и, несмотря на возможное дальнейшее снижение в сегменте RMBS, объем выпусков, обеспеченных автокредитами, потребительскими кредитами и поступлениями по кредитным

картам, может повыситься. Показатели активов в сегменте розничной дебиторской задолженности оставались высокими, хотя 2020 год может стать еще одним сложным годом для некоторых сделок секьюритизации, не связанных с розничным сектором.

ЯПОНИЯ

Мы ожидаем, что в 2020 году объем эмиссии инструментов структурированного финансирования в Японии будет соответствовать показателям 2019 года и, возможно, немного увеличится. Преобладание RMBS и ABS в Японии сохраняется, эти классы активов составляют более 95% совокупного объема выпуска. Мы прогнозируем снижение темпов роста ВВП в Японии в 2020 году по сравнению с 2019 годом. Несмотря на то что летом в Токио будут проводиться Олимпийские игры, позитивное влияние этого фактора будет частично нивелироваться повышением ставки налога на потребление с 8% до 10% в октябре 2019 года. Торговые споры между США и Китаем также могут обусловить давление на бизнес в Японии. Вместе с тем мы ожидаем, что рейтинги в 2020 году останутся стабильными благодаря прогнозируемым благоприятным макроэкономическим факторам, в частности низкой безработице и низким процентным ставкам.

АВСТРАЛИЯ

Мы ожидаем, что в 2020 году объем новой эмиссии в Австралии сохранится примерно на том же уровне, что и в 2019 году, при этом ожидается, что небанковские финансовые организации сохранят значительные объемы сделок, поскольку их темпы роста кредитования остаются существенно выше темпов роста банковского кредитования. Влияние этого фактора будет частично компенсироваться тем, что некоторые банки выпускают ценные бумаги раз в два года, поэтому в 2020 году у некоторых из этих эмитентов не будет эмиссии. Основные риски для сектора RMBS ниже, чем 12 месяцев назад, хотя экономическая ситуация ухудшилась. Стабильная занятость оказала благоприятное влияние на высокие показатели залогового обеспечения секьюритизированных активов, о чем свидетельствуют низкий уровень задолженности и кумулятивные показатели убытков (брутто) в сегментах и ABS, и RMBS. Снижение процентных ставок, признаки стабилизации на некоторых рынках недвижимости и улучшение условий рефинансирования будут поддерживать устойчивые показатели в этих сегментах в ближайшие месяцы, хотя низкие темпы роста заработной платы и высокая долговая нагрузка домохозяйств сохраняются.

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Объем сделок структурированного финансирования в Латинской Америке немного увеличится в 2020 году, что отражает наши ожидания относительно сохраняющегося значительного объема эмиссии в Бразилии, который, как мы предполагаем, вырастет примерно на 20%. Очень низкие процентные ставки в совокупности с новой эмиссией RMBS и облигаций с обеспечением будут в 2020 году основными факторами роста. В Мексике снижение процентных ставок и повышение темпов экономического роста обусловит увеличение объема эмиссии. В Аргентине сохраняется значительная неопределенность в отношении нового правительства.

РЕГИОН
ГРУППА КОМПАНИЙ

25 двадцать пять лет

«Депозитарная компания «РЕГИОН» – один из крупнейших небанковских депозитариев России

ПОД КОНТРОЛЕМ

>1.000.000.000.000 рублей*

ТОП-5 по суммарной величине собственных средств и страхового покрытия
(ПАРТАД, на 30 июня 2019)

ТОП-5 по стоимости контролируемого имущества
(ПАРТАД, на 30 июня 2019)

Партнер проекта «ДОМ.РФ»

Партнер ВЭБ (программа строительства доступного жилья)

Реклама

* по итогам 2019 года