Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
старший портфельный управляющий, American Family Mutual Insurance

Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года

Рынок секьюритизации в США в 2019 году двигался в одном направлении с остальными рынками облигаций. Основными макроэкономическими факторами, определяющими это движение, стали разворот политики Федерального резерва и изменение торговых отношений с Китаем. В рамках статьи мы рассмотрим общую атмосферу на рынках, затем разберем поведение отдельных сегментов рынка, подробно остановимся на рынке CLO, а также на бумагах с высокими доходностями, которые показали наименьшую корреляцию с остальными сегментами. Также мы рассмотрим самолетные сделки, обсудим недавние события, связанные с Boeing 737 MAX 8.

1. ДЕЙСТВИЯ ФРС И ПАДЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ

Главной темой американских рынков облигаций в 2019 году были действия ФРС, которая резко изменила курс в начале года. В сентябре 2018-го казалось, что ФРС с высокой вероятностью будет повышать целевую ставку. Кривая доходности представляла собой монотонно возрастающий график, десятилетние федеральные облигации торговались с доходностью выше 3% годовых. Уже к концу 2018 года доходность 10-летних облигаций просела до 2.5% годовых. ФРС упорно повышала ставки, 19 декабря 2018-го диапазон ставок был увеличен до 2.25% — 2.50%.

Затем начался 2019-й. Многочисленные признаки замедления в экономике заставили ФРС остановиться, сделать паузу и хотя не сразу, но начать снижать ставки. В итоге 30 октября 2019 года ставки опустились до 1.50% — 1.75% (Рисунок 1), на этом уровне они и закончили год. Кривая доходности гособлигаций, конечно, упала (Рисунок 2). Доходность 10-летних гособлигаций закончила год ниже 2% годовых.

На протяжении всего года портфельные управляющие решали, где найти доходность и при этом не подвергаться высоким рискам. Среди сегментов бумаг с фиксиро-

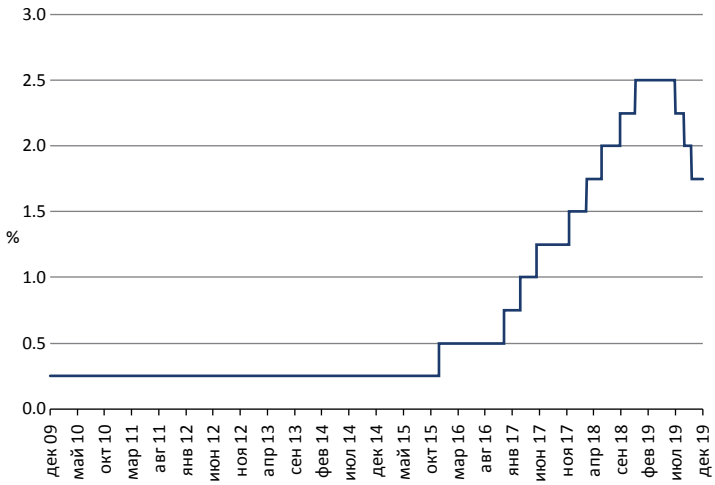

Рисунок 1
Верхняя граница целевой ставки по федеральным фондам ФРС США
Источник: Bloomberg

ванным купоном коммерческие ипотечные облигации (CMBS), авиационные ABS (Asset-backed securities), секьюритизация франчайзинга и другие сегменты длинных облигаций позволяют спокойно запереть высокие купоны в портфелях и наблюдать рост цен, связанный со снижением доходностей. Рынки потребительских ABS, вообще говоря, такой роскоши не предоставляют — бумаги в этих сегментах короткие, сделки быстро выплачиваются, приходится пополнять портфель или на вторичном рынке, где все подскочило в цене, или на первичном, где упали купоны. Если на портфельного управляющего наложены жесткие требования по абсолютной доходности, ему приходится понижать качество портфеля. Для этого существуют два пути: (1) покупать транши того же рейтинга, что и раньше, но из менее ликвидных и более сомнительных сделок или (2) покупать транши из таких же сделок, как и раньше, но ниже рейтингом, с меньшей субординацией. Оба варианта опасны не только для данного портфеля, но и для всего рынка — создается пузырь спроса на сомнительные по качеству бумаги. Дилеры начинают секьюритизировать всё, что попадается под руку и что можно классифицировать как портфель займов. Так прошел почти весь 2019 год. В младших траншах новых сделок количество желающих получить бумагу превышало объем выпуска в несколько раз. Спреды во многих сегментах сжались.

2. ABS, ASSET-BACKED SECURITIES

2.1. Потребительские займы

Рынок ABS потребительских займов как раз и представляет собой «короткий» сегмент облигаций с фиксированным купоном, в котором надо постоянно добавлять позиции взамен погашенных траншей. По объему выпуска автомобильных ABS-сделок субстандартных кредитов 2019-й был близок к рекордному 2018-му. По объему автомобильных ABS-сделок стандартных кредитов был установлен новый рекорд. Появились новые эмитенты — некоторые из них скорее являются объектом для инвестиций венчурных капиталистов, нежели инвесторов в ABS, однако на перегретом рынке даже стартапы могут финансировать свои операции за счет ABS. И 2019-й был тому прекрасной иллюстрацией.

Потребительские кредиты провели год стабильно, хотя какая-то доля участников рынка согласилась с тем, что инвестирование в потребительские субстандартные кредиты может привести к потерям. Аргумент инвесторов в этом сегменте остается одним и тем же: облигации короткие, успеют погаситься до того, как потери материализуются. При этом процент по закладным в сделках с субстандартными кредитами стал снижаться. Вспомним, что высокий уровень ежегодных потерь в таких сделках обычно компенсируется высоким купоном; следовательно, качество сделок с падением процента по закладным падает. Опасения могут вызывать

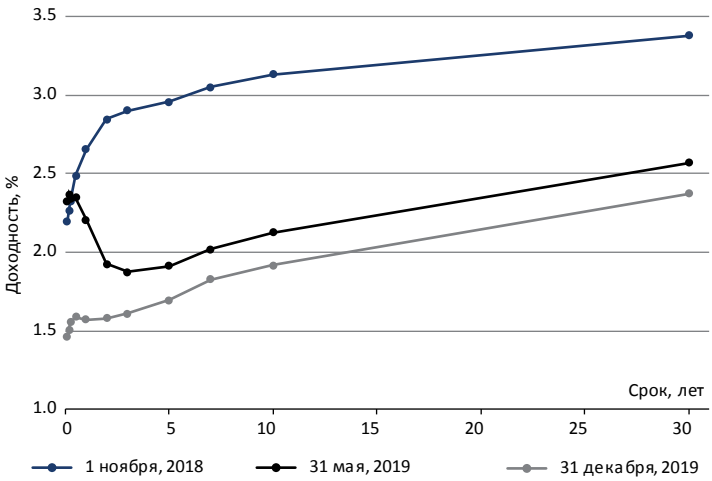

Рисунок 2
Кривые доходности государственных облигаций США
Источник: Bloomberg

и сделки, продаваемые как сделки со стандартными кредитами: хотя средний балл FICO в такой сделке составляет 700, вполне может оказаться, что портфель имеет достаточно займов с FICO ниже 600.

Объемы новых выпусков сделок персональных займов, не подкрепляемых закладными, выросли по сравнению с прошлым годом — с $12 млрд до более $16 млрд. Новые сделки вызывали огромный ажиотаж, особенно в младших траншах со сравнительно высокими доходностями.

2.2. Транспортные займы

К данной категории относятся контейнерные, железнодорожные и авиационные ABS.

Контейнеры. В то время как спреды ABS субстандартных уровней с рейтингом A сжались примерно на 20–30 б.п., спреды контейнерных сделок значительно увеличились — на 30–40 б.п. Для этого рынка важны два фактора: активность международной торговли и цены на сталь — они двигали цены на контейнерные ABS вниз. Остается много неопределенностей в вопросе сделки по тарифам между США и Китаем, поэтому к контейнерам следует относиться осторожно (хотя доходности в этом секторе стали привлекательнее). Общеэкономическая активность в США слегка замедлилась, в этих условиях железнодорожные перевозки также могут пострадать, поэтому к сделкам секьюритизации вагонов следует относиться осторожно.

Авиационные сделки. Спреды на транши с рейтингом A здесь выросли примерно на 90 б.п. — с 120–130 до 210–220 б.п. Спреды на транши с рейтингом BBB превысили 300 б.п. Среди основных продуктов на уровне рейтинга A динамику можно сравнить только с CLO, ABS персональных займов и отдельными кондуитными CMBS-сделками.

Проблемы с Boeing 737 Max 8 не объясняют такую динамику цен, поскольку данная модель самолетов обычно не присутствует в списках закладных. Большую часть флота с узким корпусом составляют семейства Boeing 737NG и Airbus 320ceo. К самолетам данных семейств относятся, например, Boeing 737-800 (было выпущено чуть меньше 5000 самолетов этой модели) или Airbus 320-200 (около 4500 самолетов). Спрос на модели 737NG и 320 (как семейства ceo, так и neo) и без того высок, а проблемы Max 8 только поддерживают его. Поэтому непонятно, почему подешевели сделки секьюритизации с закладными на узкокорпусные самолеты сильных компаний и, соответственно, выросли спреды. Количество самолетов «на земле» (которые не летают, так как ищут нового хозяина или уже находятся в переоборудовании под нового владельца) в процентах от общего числа выросло, но незначительно (около 1% на A320, 0.3% на 737NG). Похоже, объяснение увеличения спредов является чисто техническим: аудитория покупателей авиационных сделок невелика, а выпуски продолжают раз-

мещаться, причем, как и в остальных ABS, появляются новые маленькие компании с небольшим парком арендуемых самолетов.

Ограниченность аудитории авиационных сделок объясняется несколькими причинами. Во-первых, продукт существует давно и некоторые сделки до кризиса 2008–2009-х годов имели серьезные проблемы. Однако структуры сделок того периода сильно отличались от современных. Во-вторых, просто выпуск подобных облигаций увеличился слишком резко, люди не успели освоить продукт. В-третьих, моделировать авиационные сделки сложнее, чем сделки в других сегментах. Анализ затрудняется тем, что оценки цен на самолеты порой существенно разнятся между разными оценщиками, самолет нуждается в регулярных техосмотрах и ремонтах, для чего в сделки вводятся специальные счета, передача самолета от одной авиакомпании к другой занимает время и так далее. Авиационные сделки — это сложный продукт, требующий аналитической работы с моделями, в то время как структуры иных ABS зачастую являются более простыми.

В 2019-м слегка изменились и сами сделки. Появилось несколько сделок с equity-траншем, который имеет CUSIP и может продаваться подобно CLO-equity. Чтобы привлечь покупателей старших траншей, сделки начали амортизировать последовательно после определенной даты выплаты.

2.3. Все остальные ABS

Среди других сегментов нужно отметить секьюритизацию франчайз-займов. В 2019 году среди дебютантов на первичном рынке мы видели и оператора спортзала, и даже сеть массажных заведений. Бумаги таких эмитентов часто имеют доходности гораздо ниже, чем старшие корпоративные займы. Это объясняется защищенностью ABS от досрочного погашения.

3. CLO, COLLATERIZED LOAN OBLIGATION

Осенью в американской прессе появилось несколько статей о проблемах в CLO-секторе. Хотя журналистам свойственно раздувать сенсации, некоторые проблемы действительно просматриваются.

Технически рынок кредитов выглядел более привлекательно, чем облигаций того же качества. В то же время фундаментально рынок корпоративных займов в 2019-м был значительно слабее. Леверидж на займах рос, рост доходов компаний замедлялся. Продолжала увеличиваться доля рынка кредитов с рейтингами B-/B3. Возросло количество снижений рейтингов. Это все отразилось и на CLO — кредитное качество портфелей ухудшилось.

На фоне происходящего особой опасностью для CLO-портфелей является снижение рейтинга закладных до CCC+ или ниже. Дело в том, что CLO используют CDO-структуру, в которой обычно представлены транши всех рейтингов, от AAA до BB (иногда от equity-транша и транш с рейтингом B отрезают сверху). Начиная с рейтинга A, перед тем как платить по траншу купон, проверяется выполнение тестов покрытия по сделке. Если тесты не выполнены, купон по закладным перенаправляется на амортизацию старшего транша, а младшие транши купон не получают. В случае постепенного падения качества первыми, кто пострадает, становятся equity-транш, затем транш BB и так далее. Сами тесты покрытия проводятся на основе балансовой стоимости закладных, деленной на номинальную стоимость покрываемых облигаций. Но не всегда — только 7.5% займов с CCC+ рейтингом в портфеле учитываются по номинальной стоимости. А вот если займов с таким низким рейтингом больше 7.5%, то избыток (в него включают займы с самыми низкими ценами) учитывается по рыночной стоимости. Эта особенность CLO-сделок опасна для владельцев нижних частей структуры в случае увеличения доли B-/B3 кредитов в портфеле. С точки зрения владельцев AAA и AA траншей, CLO-сделка — это замечательный механизм, который увеличивает шансы возврата капитала инвесторам в верхней части структуры.

Рынок BB траншей и equity-траншей CLO осенью особенно болезненно отреагировал на снижение рейтингов, ухудшение качества и, возможно, газетный ажиотаж. Однако в конце 2019-го рынок опять пошел вверх. Изменение спредов по BB траншам достигало 100 б.п. за месяц. Особенно интересно было наблюдать, насколько рынок CLO живет своей собственной жизнью, которая слабо коррелирует с остальными сегментами секьюритизированных продуктов.

Вопросом является, насколько точно рынок CLO отражает фундаментальную реальность по сравнению с техническим перегревом остальных сегментов.

Может показаться, что CLO — это какой-то особенный класс секьюритизации, опасный и непредсказуемый. Особенный — да, но в каком смысле? Американские и европейские AAA и AA CLO не потеряли ни доллара за более чем 20-летнюю историю существования продукта. В то же время корпоративные облигации с 1983-го по 2016-й имели средний уровень дефолтов[1] на уровне 0.1% для AAA и 0.3% для AA. Американские CMBS AAA, не включая CRE CLO, с 1993-го по 2016-й имели средний уровень дефолтов на уровне 0.3% в год — и 2.1%, включая CRE CLO, эти же цифры для AA CMBS составляли 3.4% и 7.8% соответственно. Американские ABS в том же промежутке времени имели средний уровень дефолтов на уровне 0.7% по AAA траншам и 3.9% по траншам AA. Для не гарантированных агентствами сделок ипотечной секьюритизации эти цифры составляли 28.4% для AAA Alt-A, 11.3% для AAA субстандартных кредитов и 2.7% для AAA секьюритизаций кредитов, превышающих по размеру установленный максимум стандартного займа (Jumbo Mortgage Loans). Конечно, последние цифры просто говорят о том, что кризис 2008–2009 годов был ипотечным, а не корпоративным.

Есть достаточно оснований полагать, что в 2020 году объемы выпуска CLO будут ниже. Спрос же будет определяться скорее общим состоянием на рынках. Есть вероятность, что, если рынки пойдут вниз, технический механизм будет поддерживать цены старших траншей CLO.

4. CMBS, COMMERCIAL MORTGAGE-BACKED SECURITIES

Рынок CMBS выглядел в 2019-м устойчиво, драматических событий не происходило. Продолжилось ослабление активов, связанных с розничной торговлей, некоторые займы на офисные здания выглядели хуже.

Остыл интерес участников рынка к CRE CLO — продукту, который вызывал много ажиотажа в 2018-м. Причина очевидна: вместо ожидаемого повышения процентных ставок мы получили понижение, и продукты с плавающим купоном стали менее интересны еще в начале года, когда этим понижением «только запахло». Даже если портфелю не помешал бы флоатер, сделок с плавающим купоном достаточно в SASB пространстве. Спреды CRE CLO оставались близкими к обычным корпоративным CLO и перестали быть интересными — сделки имеют гораздо более низкую диверсификацию и переходные, нестабильные активы. CRE CLO не так интересны для портфелей, которые могут принимать обычные CLO.

Кондуитные сделки CMBS издавались приблизительно в тех же объемах, что и в 2018-м, но стало заметно труднее встретить новую «чистую» сделку, где среди хотя бы самых крупных займов в портфеле нет откровенно сомнительных кредитов.

В 2018 году заем на некий торговый центр недалеко от Майами был разбит на части, одна из которых вышла отдельной SASB-сделкой, а несколько других последовательно включались в список самых значительных по размеру кредитов кондуитных сделок. Подобное наблюдалось и в 2019 году. Для инвесторов в нижние транши кондуитных сделок важно обращать внимание на такие перекрестные кредиты.

Как и все облигации с фиксированным купоном, Agency CMBS выпуска 2018 года значительно выросли в цене в 2019-м, когда кривые доходности гособлигаций упали. Какое-то время рынок продолжал игнорировать это обстоятельство, сделки нового выпуска Freddie K и сделки на вторичном рынке были близки в спреде. Затем ситуация изменилась — в конце года облигации с высокими ценами торговались значительно шире, чем новые, выпущенные ближе к цене в 100%.

На фундаментальном уровне займы на коммерческую недвижимость имели купоны ниже, и при этом показатель DSCR (отношение дохода от здания к сумме выплаты по займу за тот же период) тоже снизился. Леверидж вырос.

Одна из интерпретаций происходящего заключается в том, что рынки закладных CMBS и CLO указывают на поздние стадии экономического цикла. Потребитель же еще не успел почувствовать охлаждение экономики, кре-

[1] Цифры в этом параграфе относятся к пятилетним облигациям и цитируются из исследований Wells Fargo Securities.

Рисунок 3
Доходность 10-летних гособлигаций США
Источник: Bloomberg

диты легкодоступны, безработица в стране на рекордно низких уровнях — и потому потребительские ABS пока выглядят устойчиво. И «пока» здесь следует подчеркнуть…

5. ИПОТЕЧНЫЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Ипотечные секьюритизации выглядели привлекательно, динамика в этом сегменте была технической. Рынок жилья в США продолжает оставаться стабильным, наблюдается умеренный рост. Важно заметить, что все больший процент жилья приходится на молодых собственников.

Снижение процентных ставок по ипотеке стимулирует рефинансирование. Скорость предоплат на сделках значительно выросла. Реформа ипотечных агентств остается неизвестной переменной, которая может изменить сегмент изнутри.

Продолжал развиваться и рынок частных сделок, к которым относятся сделки с займами высокого качества, сделки с переносом риска рейтинговых агентств, секьюритизации займов с плохой историей, ипотека на частные дома, сдаваемые в аренду.

Наиболее быстро растет так называемый Non-QM сектор. В 2014 году в США было принято правило, определяющее QM — Qualified Mortgage. Займы с такой аббревиатурой могут перепродаваться агентствам. Компании, выдающие займы QM, защищены от того, чтобы быть судимыми своими же клиентами. Ипотечная индустрия в целом стала более надежной благодаря этим стандартам, но в то же время не всякий заемщик может легко удовлетворить QM требованиям. Например, люди с доходом от частной деятельности или люди с проблемами в кредитной истории. В качестве Non-QM классифицируются и IO (Interest Only) займы, выплачивающие только купон на протяжении всего займа, без частичного погашения. Не совсем очевидно, как анализировать секьюритизации таких займов. Исторической информации нет, некоторые участники рынка применяют для анализа кредита данные по Alt-A сектору десятилетней давности, но многое изменилось с тех пор. Скорости предоплат на таких займах значительно варьируются, например заемщики с полностью подтвержденным доходом статистически выплачивают кредит гораздо быстрее остальных.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Вопреки многим ожиданиям американские рынки секьюритизированных продуктов в 2019 году вели себя довольно стабильно и характеризовались высоким уровнем спроса на первичном и вторичном рынках, ставшим причиной технического сжатия кредитных спредов во многих сегментах. Одновременно некоторые сегменты продолжают оставаться более привлекательными по сравнению с корпоративными облигациями, среди них — авиационные ABS, CLO и некоторые типы CMBS.