ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

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

Прогноз по рынку структурированных финансов на 2021 год: семь основных тенденций

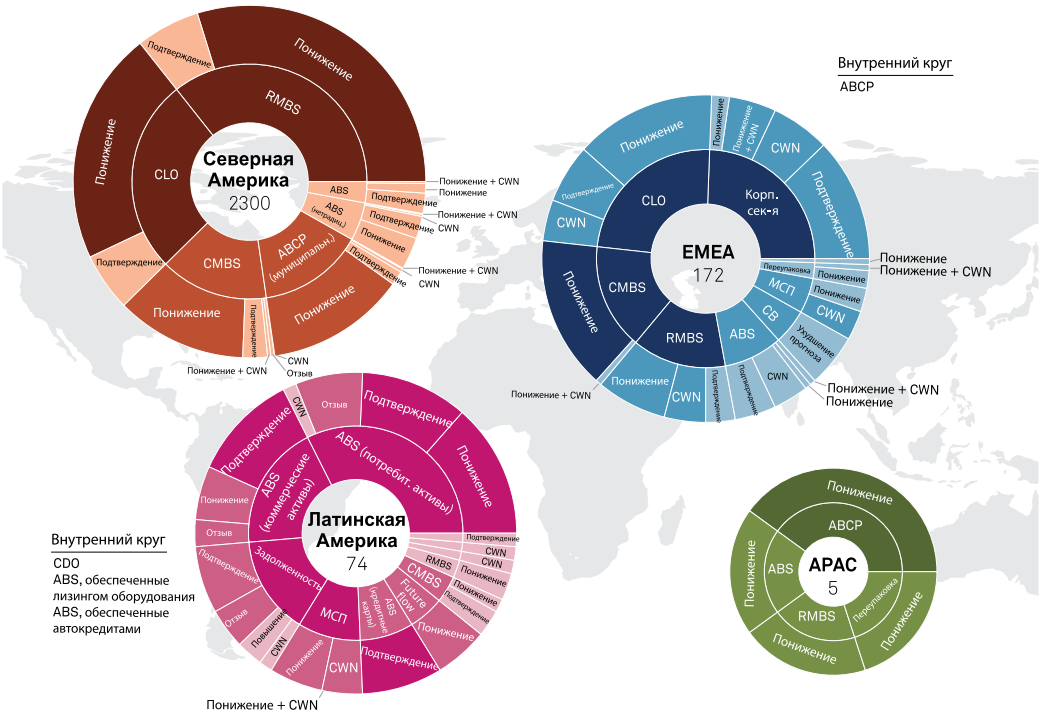
В начале 2021 года влияние пандемии COVID-19 на рост макроэкономических показателей мировой экономики и обусловленное им воздействие на стоимость активов, настроения участников рынка, процентные ставки и потребительское кредитование, не говоря о многом другом, останутся ключевыми факторами, определяющими объем эмиссии и показатели инструментов структурированного финансирования в течение года. Как и в соответствии с нашим прогнозом относительно текущего восстановления мировой экономики, эти показатели могут быть довольно неравномерными и зависеть от конкретного класса активов структурированного финансирования или от конкретного региона. Принимая во внимание этот фактор, в нашем прогнозе по мировому рынку структурированных финансов на 2021 год мы прежде всего отмечаем семь тенденций, за которыми следует вести наблюдение в будущем году.

1. ВОЗМОЖНОСТЬ ПОНИЖЕНИЯ РЕЙТИНГОВ ПО-ПРЕЖНЕМУ СУЩЕСТВУЕТ, НО МАСШТАБНАЯ ВТОРАЯ ВОЛНА НЕГАТИВНЫХ РЕЙТИНГОВЫХ ДЕЙСТВИЙ МАЛОВЕРОЯТНА

В период с 1 января по 11 декабря 2020 года как минимум одно негативное рейтинговое действие было предпринято в отношении 2551 транша инструментов структурированного финансирования, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, в результате влияния пандемии и (или) снижения цен на нефть и газ (см. Рисунок 1). В это число входят несколько классов активов, рейтинги которых были поме-

Рисунок 1. Транши инструментов структурированного финансирования, имеющие рейтинги S&P Global Ratings, в отношении которых до 11 декабря 2020 года были предприняты рейтинговые действия в связи с пандемией COVID-19

Источник: S&P Global Ratings



ABCP — коммерческие бумаги, обеспеченные активами. ABCP/muni-structured — коммерческие бумаги, обеспеченные муниципальными облигациями. ABS — ценные бумаги, обеспеченные активами. ABS (нетрадиц.) — ABS, обеспеченные нетрадиционными активами. APAC — Азиатско-Тихоокеанский регион. CB (Covered bonds) — облигации с покрытием. CDO — облигации, обеспеченные долговыми обязательствами. CLO — облигации, обеспеченные кредитами. CMBS — ипотечные ценные бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью. CWN (CreditWatch negative) — рейтинги на пересмотре с негативными ожиданиями. EMEA — Европа, Ближний Восток и Африка. Future flow — долговые обязательства, обеспеченные будущими поступлениями. RMBS — ипотечные ценные бумаги, обеспеченные жилой недвижимостью. Корп. сек-я — корпоративная секьюритизация. МСП — малые и средние предприятия. Переупаковка (Repack) — ценные бумаги, выпущенные на основе других бумаг.

щены в список CreditWatch с негативными ожиданиями и впоследствии подтверждены в 2020 году, при этом было понижено почти 2000 рейтингов. Если рассматривать эти данные в широком контексте, то 2300 рейтинговых действий в Северной Америке (к настоящему времени в Канаде рейтинговые действия не предпринимались) были предприняты в отношении примерно 6.3% общего числа инструментов, имеющих рейтинги S&P Global Ratings.

В настоящее время рейтинги лишь очень небольшого числа классов активов остаются в списке CreditWatch с негативными ожиданиями. Мы не прогнозируем еще одну столь же масштабную волну понижений рейтингов в текущем году, особенно принимая во внимание тот факт, что процесс вакцинации уже начался. Вместе с тем сохраняется риск в некоторых направлениях, в частности в сегменте коммерческой недвижимости и в некоторых сегментах ценных бумаг, обеспеченных потребительскими/экзотическими активами (asset-backed securities, ABS). Что касается потребительского сегмента, дополнительные меры стимулирования являются непредсказуемым фактором, который будет влиять на наш прогноз относительно кредитования. Прогноз по рейтингам облигаций, обеспеченных кредитами (collateralized loan obligations, CLO), по обе стороны Атлантики стабилизировался, и, несмотря на возмож-

Таблица 1
Объем новых выпусков инструментов структурированного финансирования на мировом рынке*
Источник: S&P Global Ratings

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021П
США ($ млрд)	436	373	510	540	582	452	520
Канада (млрд канадских долл.)	15	18	20	25	19	11	21
Европе (млрд евро)	78	81	82	107	102	68	75
Азиатско-Тихоокеанский регион ($ млрд)							
Китай	97	116	220	292	334	432	500
Япония	38	53	48	56	61	60	60
Австралия	24	16	36	23	31	22	22
Итого в Азиатско-Тихоокеанском регионе	159	185	304	371	420	514	582
Латинская Америка ($ млрд)	11	12	17	9	13	13	15
Приблизительный объем новой эмиссии на мировом рынке, $ млрд	**700**	**670**	**930**	**1050**	**1150**	**1070**	**1225**

* Мы оставляем за собой право периодически пересматривать данные показатели задним числом при поступлении новой информации. Из общих показателей исключены облигации с покрытием и коммерческие бумаги, обеспеченные активами (ABCP). П — прогноз.

ность единичных рейтинговых действий, мы не прогнозируем дальнейшего понижения рейтингов в США при отсутствии еще одной волны понижений рейтингов компаний неинвестиционной категории (BB+ или ниже), чьи долговые обязательства служат обеспечением.

2. ОБЪЕМ ЭМИССИИ БУДЕТ ВОССТАНАВЛИВАТЬСЯ, ПРИ ЭТОМ ЛИДИРУЮЩИЕ ПОЗИЦИИ БУДУТ ЗАНИМАТЬ США И КИТАЙ

Принимая во внимание все обстоятельства, объем эмиссии оставался устойчивым в 2020 году. В разгар первой волны пандемии мы прогнозировали снижение совокупного объема эмиссии по итогам 2020 года примерно на 25%. Фактическое снижение составило около 7%, главным образом вследствие небольшого увеличения (в годовом выражении) эмиссии в Китае, устойчивых показателей в Японии и значительного объема выпусков ABS и CLO в США. По нашим прогнозам, в 2021 году объем эмиссии увеличится примерно на 14% по сравнению с 2020 годом и составит в эквиваленте немногим более $1.2 трлн, при этом показатели останутся стабильными или увеличатся в каждом крупном регионе. Мы ожидаем, что в Китае (где в отношении влияния пандемии в некотором смысле действовал принцип first-in first-out) продолжится рост и увеличение объема эмиссии составит около 15%. В США и Европе увеличение будет умеренным и составит 15% и 10% соответственно.

3. УХУДШЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ В СЕГМЕНТЕ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ ОСТАЕТСЯ ОДНИМ ИЗ ОСНОВНЫХ ОБЪЕКТОВ ВНИМАНИЯ

Сектор коммерческой недвижимости по-прежнему остается в центре внимания СМИ и наверняка останется одним из основных направлений, вызывающих интерес в 2021 году. Это обусловлено главным образом стрессовой ситуацией в некоторых сегментах кредитования (в частности, в отдельных направлениях торговой недвижимости и аренды недвижимости) и возможностью распространения этой стрессовой ситуации в другие сегменты рынка. Ведется активная дискуссия о будущих показателях в сегменте офисной недвижимости, особенно в густонаселенных городах, представляющих собой транспортные узлы, а также о возможных показателях некоторых рынков многоквартирных домов в случае оттока населения из этих городов в течение длительного времени. Эти факторы уже оказали влияние на рейтинги ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities — CMBS), в 2020 году, и эта тенденция может сохраниться в 2021-м; при этом показатели дефолтов по CMBS в США остаются высокими, хотя и снизились с максимального уровня.

4. ОТКАЗ ОТ ПРИМЕНЕНИЯ СТРОГИХ МЕР И ПЛАТЕЖНЫЕ КАНИКУЛЫ ЗАКАНЧИВАЮТСЯ

Отказ от применения строгих мер и платежные каникулы в период пандемии до настоящего времени оказывали позитивное влияние на показатели потребительских ABS, CMBS и в некоторой степени — ипотечных ценных бумаг, обеспеченных жилой недвижимостью (residential mortgage-backed securities — RMBS). Вероятнее всего, эти механизмы будут постепенно отменяться в течение 2021 года, и мы будем тщательно отслеживать результаты их применения. Объем прямого стимулирования, пособий по безработице и других мер, вероятнее всего, будет и в дальнейшем оказывать значительное влияние на некоторые потребительские сектора.

5. НЕРАВНОМЕРНЫЕ ТЕМПЫ ВОССТАНОВЛЕНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

В связи с новым увеличением числа случаев заболевания COVID-19 и разными уровнями мер по ограничению распространения эпидемии в США и Европе наши экономисты прогнозируют более низкие показатели в начале 2021 года, а темпы роста ВВП мировой экономики, как мы в настоящее время ожидаем, составят 5% (ранее мы прогнозировали показатель на уровне 5.3%). Мы прогнозируем рост на 4% и 3.6% соответственно в 2022 и 2023 годах. Мы ожидаем, что показатели безработицы восстановятся до уровня 2019 года не ранее чем в 2023 году или позже во многих регионах, за исключением Китая. Благодаря новостям об успешной разработке нескольких вакцин появилась надежда, но в нашем сценарии все еще остается риск ухудшения прогноза.

6. ПРОЦЕСС ОТКАЗА ОТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТАВКИ LIBOR ПРОДОЛЖИТСЯ

Эмиссия инструментов структурированного финансирования с плавающими ставками, привязанными к ставке LIBOR, продолжалась в 2020 году. Тем не менее большинство эмитентов включили в документацию по сделкам четкий порядок замещения LIBOR на альтернативные процентные ставки при определении купона, чтобы минимизировать риски, связанные с неупорядоченным переходом. Самой серьезной проблемой в будущем станут сделки, заключенные в прошлые годы. 30 ноября 2020 года администратор индикатора, или администратор бенчмарка (ICE Benchmark Administrator), опубликовал результаты консультаций, проведенных при согласованной поддержке со стороны федеральных органов США по регулированию банковского сектора, согласно которым срок поэтапного отказа от LIBOR для большинства инструментов, номинированных в долларах США и привязанных к ставке LIBOR, продлен на 18 месяцев, до июня 2023 года. На момент подготовки настоящей статьи срок для привязанных к ставке LIBOR инструментов, номинированных в четырех валютах (за исключением доллара США), который заканчивается в декабре 2021 года, остался без изменений. Кроме того, органы регулирования банковского сектора США настоятельно рекомендовали банкам прекратить использование ставки LIBOR в долларах США в новых контрактах до декабря 2021 года. В связи с этим сделки и изменения на рынках секьюритизации будут сначала происходить за пределами рынка США.

7. РОЛЬ ЭКОЛОГИЧЕСКИХ, СОЦИАЛЬНЫХ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ФАКТОРОВ (ESG) В СТРУКТУРИРОВАННОМ ФИНАНСИРОВАНИИ БУДЕТ ПОВЫШАТЬСЯ

Компонент G (government, управленческие факторы) в оценке ESG давно учитывается в сделках структурированного финансирования. Влияние компонентов E (ecological, экологические факторы) и S (social, социальные факторы) возрастает, они все чаще становятся темой обсуждения для участников рынка. К числу примеров относятся CLO, в которых учитываются факторы ESG при выборе активов, CMBS, и «зеленые» здания. Хотя этот факт уже имеет значение в течение некоторого времени, о чем свидетельствуют сертификация «Лидерство в энергоэффективности и экологическом проектировании» (Leadership in Energy and Environmental Design), сделки в сегменте «чистой» энергетики и др. Мы также опубликовали «зе-

леные» оценки сделок в рамках программ оценки недвижимости с точки зрения использования чистой энергии (property assessed clean energy — PACE). Кроме того, факторы ESG обусловили многочисленные рейтинговые действия в 2020 году. В настоящее время дальнейшие шаги и конечное влияние факторов ESG на рынок структурированного финансирования остаются не очень ясными, хотя роль факторов ESG, безусловно, возрастает.

США: ABS, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ АВТОКРЕДИТАМИ

Несмотря на снижение объема продаж легковых автомобилей в США, по оценкам, на 15% (до 14.4 млн единиц) в 2020 году, объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, снизился всего на 9% — до $75.3 млрд. Объемы эмиссии компаний GM и Financial Ford Credit фактически увеличились по сравнению с прошлым годом благодаря росту объемов их оригинации в течение первых 9 месяцев 2020 года в сравнении с тем же периодом 2019-го. Увеличение объемов их оригинации было отчасти обусловлено привлекательными программами кредитования, в частности финансированием по нулевой ставке кредитов сроком 84 месяца, которые были введены для увеличения продаж. Вместе с тем объемы эмиссии в банковском секторе и сегменте субстандартных кредитов снизились. В 2020 году в число шести крупнейших компаний, выдававших автокредиты, входили GM Financial/AmeriCredit ($8.3 млрд), Toyota Motor Credit ($7.9 млрд), Ford Credit ($7.4 млрд), Santander Consumer USA ($7 млрд), American Honda Finance Co. ($5 млрд) и CarMax Business Services ($5.6 млрд).

Принимая во внимание наш текущий прогноз относительно увеличения продаж автомобилей на 14%, до 16.4 млн единиц в 2021 году, мы полагаем, что объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, может достичь показателя 2019 года (приблизительно $83 млрд). Вместе с тем в текущей беспрецедентной ситуации прогнозировать показатели затруднительно, и они будут очень сильно зависеть от следующих факторов:

- развитие пандемии и меры, принимаемые для того, чтобы остановить распространение коронавирусной инфекции, в том числе ограничения на некоторые виды бизнеса, связанные с работой с людьми;
- уровень безработицы;
- эффективность нового раунда стимулирования в форме предоставления чеков (на сумму $600 для некоторых физических лиц) и продолжение программы выплаты повышенных пособий по безработице в размере $300 в неделю;
- объем возможной дальнейшей помощи заемщикам со стороны кредиторов, в частности продление срока погашения кредитов и изменение условий кредитов;
- стандарты и политика кредиторов в отношении андеррайтинга, которые остаются под давлением в связи с очень высокой конкуренцией. Сроки погашения кредитов продолжают увеличиваться, при этом растет доля кредитов со сроком погашения 84 месяца в пулах стандартных кредитов;
- показатели стоимости подержанных автомобилей и показатели возврата средств в случае дефолта, которые могут продолжать снижаться с рекордно высоких уровней, отмечавшихся в августе 2020 года.

Рисунок 2. Восстановление проблемной задолженности в сегменте субстандартных кредитов США

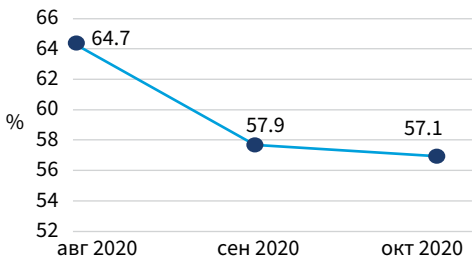
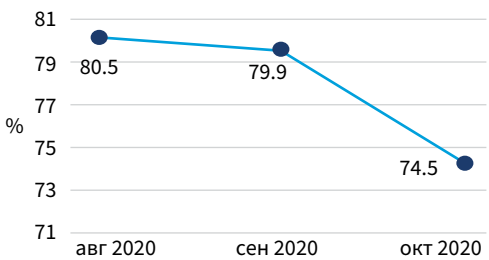


Рисунок 3. Восстановление проблемной задолженности в сегменте стандартных кредитов США



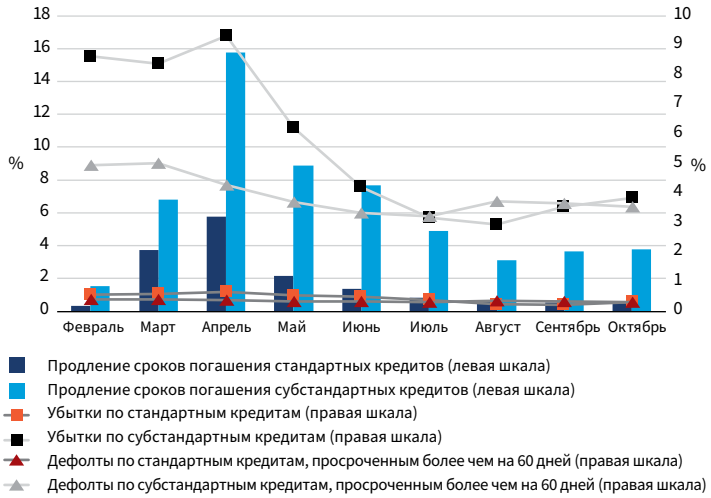


Рисунок 4
Стандартные и субстандартные автокредиты: продление сроков погашения, убытки и дефолты

После начала пандемии кредиторы выдали рекордно высокое число разрешений на продление сроков погашения кредитов; в некоторых случаях такие разрешения позволили заемщикам пропустить от двух до четырех платежей, которые были добавлены к платежам в конце срока погашения кредита. Эти меры поддержки, наряду с выдачей федеральных стимулирующих чеков и выплатой повышенных пособий по безработице, обусловили снижение числа дефолтов и потерь до рекордно низких уровней. И несмотря на общее снижение числа кредитов с продленными сроками погашения после достижения пикового уровня в апреле 2020 года, их число в пулах субстандартных кредитов начало опять увеличиваться в сентябре.

Несмотря на многочисленные факторы неопределенности, мы в настоящее время полагаем, что показатели кредитования начнут нормализоваться в текущем году, а число дефолтов и потерь будет увеличиваться умеренно. Это мнение определяется нашим экономическим прогнозом, согласно которому уровень безработицы останется высоким и вернется к значениям, отмечавшимся до пандемии, не ранее 2023 года, показатели восстановления проблемной задолженности снизятся с рекордно высоких уровней, отмечавшихся в августе — сентябре 2020 года, а программы помощи заемщикам (включая разрешения на продление срока погашения кредитов) станут менее доступными.

Учитывая этот прогноз, мы все же ожидаем, что рейтинги инвестиционной категории, присвоенные ABS, обеспеченным автокредитами, останутся стабильными. Вместе с тем классы активов, имеющие рейтинги неинвестиционной категории (присвоенные субстандартным кредитам), более чувствительны к риску понижения, принимая во внимание более низкие уровни кредитной поддержки таких кредитов и их более длительные сроки погашения. Классы активов с самыми низкими рейтингами также являются чувствительными к риску потерь по кредитам, по которым были выданы разрешения на отсрочку платежей; вероятность дефолта по таким кредитам выше, чем по кредитам, сроки погашения которых не были продлены.

США: RMBS

Прогноз на 2021 год в отношении американских RMBS определяется тремя основными факторами: плавным снижением темпов роста цен на жилую недвижимость, влиянием связанных с COVID-19 планов отказаться от применения принудительных судебных мер на урегулирование кредитов и умеренно высоким уровнем оригинации ипотечных кредитов в США благодаря низким ставкам по ипотечным кредитам.

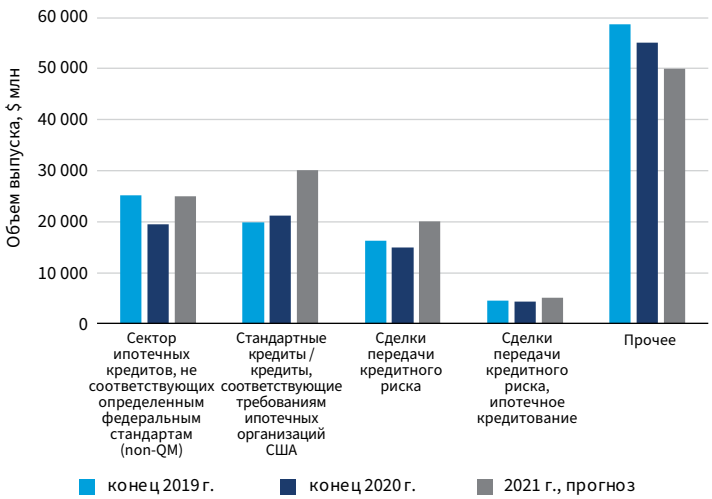
Несмотря на пессимизм, отмечавшийся в конце весны и начале лета, когда началась пандемия, темпы повышения цен на жилую недвижимость были значительными в течение всего второго полугодия 2020 года вследствие спроса на жилье, которое соответствовало как финансовой целесообразности, так и образу жизни покупателей.

В октябре 2020 года индекс Кейса — Шиллера повысился на 8.4% по сравнению с предыдущим годом, но наши экономисты прогнозируют его рост на 3% в 2021 году, то есть его значение останется положительным, но будет ниже уровня прошлого года. Первое полугодие 2021 года станет поворотным пунктом в ипотечном кредитовании в том смысле, что некоторые заемщики, для которых закончился период отказа от применения принудительных судебных мер (12 месяцев) в течение 2020 года, выйдут из этих программ, урегулировав свои кредиты тем или иным образом (например, в форме восстановления в прежнем правовом имущественном положении или в виде отсрочки). Часть этих заемщиков в конечном счете допустят дефолт. Позитивным фактором является то, что ограниченное предложение жилой недвижимости и в целом сильные показатели собственного капитала могут ослабить негативное влияние, которое эти убытки оказывают на заемщиков и сделки секьюритизации. 2020 год был успешным годом для оригинации жилищных ипотечных кредитов в США (их объем составил примерно $4 трлн), но показатели 2021 года могут быть ненамного ниже, поскольку ставки по ипотечным кредитам останутся на исторически низком уровне. Низкие ставки будут также способствовать доступности жилья.

В 2020 году объем выпуска RMBS эмитентами, которые не являются агентствами, получающими государственную поддержку, снизился на 10% по сравнению с предыдущим годом (составив около $115 млрд по сравнению примерно с $125 млрд в 2019-м) вследствие пандемии. Мы ожидаем, что указанные факторы обусловят эмиссию в размере примерно $130 млрд в 2021 году (структура эмиссии по подсекторам приводится на диаграмме ниже).

Сектор ипотечных кредитов, не соответствующих определенным федеральным стандартам (non-qualified mortgage, non-QM), сильнее всего пострадал весной 2020 года, поскольку заключение сделок в основном остановилось. Это обусловило сокращение объема эмиссии в этом секторе по итогам 2020 года по сравнению с 2019-м. Вместе с тем мы ожидаем, что в 2021 году объем эмиссии в данном секторе составит приблизительно $25 млрд —

Рисунок 5
Прогнозируемые показатели размещения американских RMBS (private-label, частные сделки) в 2021 году
Источник: S&P Global Ratings



как и в 2019 году. Это объясняет наши ожидания того, что объем сделок будет увеличиваться на сильном рынке кредитов на приобретение нового жилья и что рефинансирование кредитов агентствами будет постепенно снижаться. Мы также полагаем, что реализация опционов на досрочное погашение по старым выпускам, обеспеченным ипотечными кредитами, не соответствующими определенным федеральным стандартам (non-QM), может способствовать увеличению эмиссии в условиях низких процентных ставок.

Мы прогнозируем небольшой рост в сегменте сделок передачи кредитного риска (credit risk transfer, CRT), обусловленный значительными объемами оригинации ипотечных кредитов (хотя они будут ниже, чем в 2020 году), однако сдерживающее влияние на него будет оказывать сохраняющаяся неопределенность относительно влияния изменения правил, касающихся капитала организаций, финансируемых государством (government-sponsored entity, GSE), на объем сделок CRT. Механизм передачи рисков в форме ипотечного страхования является побочным продуктом CRT и организации ипотечных кредитов ипотечными агентствами и, как ожидается, также будет способствовать увеличению объема прогнозируемых сделок на несколько миллиардов долларов вследствие активизации в сегменте кредитов на приобретение недвижимости, выдаваемых продавцом покупателю, имеющих высокий коэффициент «кредит/стоимость» (loan-to-value ratio, LTV). Вместе с тем у нас нет определенности в отношении устойчивости темпов эмиссии.

Согласно прогнозам, самые высокие темпы роста эмиссии RMBS будут отмечаться в секторе стандартных кредитов / кредитов, соответствующих требованиям ипотечных организаций США, к которому мы относим и очень крупные стандартные ипотечные кредиты, и кредиты, соответствующие требованиям ипотечных агентств, используемые в сделках секьюритизации с ипотечными ценными бумагами эмитентов (private-label securitizations). Существует кумулятивный эффект, когда стандартные кредиты рефинансируются посредством частных сделок (private-label) секьюритизации. Как правило, объем кредиторской задолженности эквивалентен сумме выпущенных ценных бумаг в сегменте секьюритизации private-label, но если стандартный кредит используется в качестве залогового обеспечения сделки CRT, то объем выпущенных ценных бумаг составляет лишь небольшую часть объема кредиторской задолженности. Кроме того, недавно объявленные изменения правила в отношении стандартных кредитов могут обусловить увеличение частных сделок секьюритизации. В любом случае низкие ставки по ипотечным кредитам способствуют большому объему кредитования, который может устойчиво сохраняться до конца 2021 года, а объем рефинансирования агентствами немного снизится.

Для категории «прочие» (включающей секьюритизацию ипотечных кредитов, по которым был допущен дефолт, но в дальнейшем возобновились платежи; проблемные кредиты; авансовые кредиты сервисеров ипотечных кредитов заемщикам для покрытия пропущенных платежей; арендные платежи одной семьи; обратные ипотечные кредиты) мы прогнозируем примерно такие же объемы эмиссии, как и в 2020 году. В одних из этих секторов может отмечаться снижение объемов выпусков, в других — рост вследствие связанных с COVID-19 дефолтов или отказа от применения принудительных судебных мер, в результате чего по кредитам может быть допущен дефолт, но в дальнейшем платежи возобновятся, или кредиты могут стать проблемными.

ЕВРОПА: СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ФИНАНСЫ

После сильных показателей в начале 2020 года объем эмиссии инструментов секьюритизации, размещенных европейскими инвесторами, не увеличивался вследствие пандемии коронавирусной инфекции и в конце года снизился на 33%, составив 68 млрд евро — это самый низкий годовой показатель с 2013 года (см. Рисунок 6). Объем эмиссии может увеличиться с этой низкой базы до 75 млрд евро в 2021 году при условии успешного применения вакцин и связанного с ним ослабления ограничений и восстановления экономики. Объем эмиссии европей-

ских эталонных облигаций с покрытием также снизился на 34% (до 87 млрд евро) в 2020 году. Мы полагаем, что увеличение числа погашаемых в соответствии с графиком облигаций с покрытием может обусловить небольшое восстановление объема эмиссии, несмотря на сохранение доступа инвесторов к альтернативным источникам дешевого финансирования.

Мы полагаем, что позитивное влияние на объем эмиссии инструментов, размещаемых на открытом рынке, будет оказывать продолжающийся устойчивый рост кредитования реального сектора экономики. Вместе с тем экстренные меры денежно-кредитной политики, принятые в ответ на пандемию, включали возобновление предоставления ликвидности центральными банками, что может обусловить сокращение предложения как облигаций с покрытием, так и инструментов секьюритизации, предлагаемых банками, в течение 2021 года.

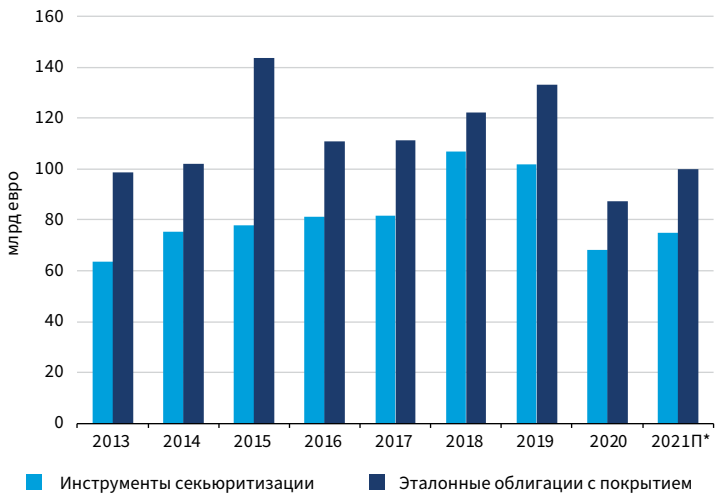
Несмотря на снижение объемов сделок секьюритизации в Европе (в разных странах и секторах) в 2020 году, уровень диверсификации новой эмиссии повысился, поскольку в нишевых секторах отмечалось менее значительное сокращение объемов выпуска в сравнении с совокупным снижением на 40% в трех основных направлениях: CLO, обеспеченные кредитами, выданными заемщиками с большим объемом долга, британские RMBS и немецкие ABS, обеспеченные автокредитами. В частности, объемы выпуска RMBS за пределами Великобритании и Нидерландов снизились всего на 22%. Вместе с тем объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, за пределами Франции, Германии и Великобритании увеличился на 8%, а в Греции, Ирландии, Нидерландах и Португалии выпуск этих инструментов возобновился после перерыва в 2019 году. Несмотря на неблагоприятную ситуацию, объем эмиссии инструментов секьюритизации в Испании также увеличивался второй год подряд, а объем выпусков, размещенных инвесторами, увеличился на 25% и составил более 4 млрд евро — это самый высокий уровень после финансового кризиса 2008 года.

Самый большой объем эмиссии в 2020 году отмечался в секторе CLO, несмотря на снижение на 40% после роста в течение 4 лет подряд. Мы полагаем, что объемы выпусков CLO могут восстановиться примерно до 25 млрд евро в 2021 году, принимая во внимание вероятное увеличение числа кредитов заемщикам, имеющим значительную задолженность, и улучшение ситуации в транзакционном секторе экономики. В этих показателях эмиссии не учитываются данные о рефинансировании CLO и о повторном выпуске CLO на новых условиях; на долю таких сделок приходился значительный объем допол-

Рисунок 6.
Объем эмиссии инструментов секьюритизации, размещенных европейскими инвесторами

Источник:
S&P Global Ratings

* П — прогноз.



нительной эмиссии в 2017–2019 годах, но очень небольшой — в 2020 году, поскольку происходило расширение спредов и у менеджеров CLO не было стимула для рефинансирования сделок или повторного заключения на новых условиях таких сделок, для которых закончились сроки, в течение которых невозможно досрочное погашение или рефинансирование CLO. Однако на 2021 год мы прогнозируем значительное увеличение числа сделок по рефинансированию CLO и повторному выпуску CLO на новых условиях, особенно в связи с тем, что многие винтажные CLO в 2020 году были структурированы таким образом, что имели короткие сроки, в течение которых невозможно досрочное погашение или рефинансирование CLO, с учетом ожидавшейся тенденции к снижению затрат на финансирование, которая впоследствии реализовалась.

Объем эмиссии эталонных облигаций с покрытием снизился на большинстве рынков, за исключением Франции, где он увеличился на 5%, до более чем 27 млрд евро. Объем эмиссии в Германии снизился до менее чем 20 млрд евро впервые с 2017 года, а на рынке Великобритании, где отмечался третий по величине объем выпуска таких инструментов в 2019 году, он снизился почти на 60% в 2020-м.

Объемы выпуска инструментов структурированного финансирования европейскими банками оставались под давлением в течение нескольких лет вследствие доступности более дешевых инструментов финансирования, предлагаемых Европейским центральным банком (ЕЦБ) и Банком Англии. Некоторые из этих программ постепенно сокращаются, однако меры денежно-кредитной политики, принятые в ответ на пандемию коронавирусной инфекции, обусловили возобновление масштабных программ центральных банков, в рамках которых кредитным организациям предоставляется доступное срочное финансирование, что может опять оказать сдерживающее влияние на объем предложения выпускаемых банками инструментов структурированного финансирования.

В период пандемии кредитование банками домохозяйств и нефинансовых организаций в Великобритании и еврозоне оставалось устойчивым, а темпы его роста составляли несколько процентов в год. Этот фактор поддерживает эмиссию (нетто) инструментов финансирования на открытом рынке, которая может включать сделки секьюритизации и облигации с покрытием, хотя доля этих продуктов в общей структуре финансирования будет частично зависеть от наличия и стоимости альтернативных инструментов центральных банков.

В Великобритании приближение срока погашения некоторых заимствований оригинаторов в рамках программ финансирования государственного сектора дало основание прогнозировать рост в сегменте инструментов структурированного финансирования, выпускаемых банками, в течение 2020 года и в последующие годы. Однако в марте 2020 года Банк Англии возобновил «Схему срочного финансирования» (Term Funding Scheme), которая теперь называется «Схема срочного финансирования с дополнительными стимулами для малых и средних предприятий» (TFSME). Ее введение обусловило сокращение в 2020 году объема британских облигаций с покрытием и сделок секьюритизации, организованных банками, а финансовые организации привлекли почти 70 млрд фунтов стерлингов в рамках этой новой схемы в течение года. ЕЦБ смягчил условия своей аналогичной программы целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO), что имело сходные последствия в еврозоне. В начале декабря 2020 года срок действия программы ЕЦБ был еще раз продлен, чтобы обеспечить финансирование до конца 2024 года. Кроме того, ЕЦБ на 10% увеличил размеры возможных заимствований для банков в рамках этой программы и продлил срок применения наиболее благоприятной ставки заимствований.

Эмитенты, вероятнее всего, будут использовать это финансирование со стороны центрального банка для замещения некоторых выпусков европейских облигаций с покрытием, однако они могут по-прежнему считать облигации с покрытием привлекательным способом финансирования на более длительные сроки. Кроме того, объем по-

гашаемых согласно графику облигаций с покрытием должен увеличиться почти на 10% в 2021 году, поэтому мы полагаем, что объемы их эмиссии (брутто) могут увеличиться на 10–15%, даже с учетом того, что значение показателя эмиссии (нетто) будет выражаться небольшой отрицательной величиной. Другим возможным позитивным фактором для сектора облигаций с покрытием является то, что положения законодательства ЕС, направленного на повышение согласованности рынков облигаций с покрытием в данном регионе, будут перенесены в национальное законодательство стран — членов ЕС до июля 2021 года, а новые меры вступят в силу к июлю 2022-го. Вместе с тем мы отмечаем повышение риска того, что в некоторых странах выполнение этого проекта может быть отложено в связи с изменениями в законодательстве, направленными на поддержку восстановления экономики после пандемии.

На европейском рынке секьюритизации внимание к долгосрочным регуляторным проектам в целом снизилось в 2020 году, но были достигнуты успехи в отношении регламента ЕС об установлении общих правовых рамок для секьюритизации (Securitization Regulation), поскольку вступили в силу основные технические стандарты, в том числе касающиеся требований к раскрытию информации. Вместе с тем некоторые элементы инфраструктуры рынка, которые требуются в соответствии с регламентом, все еще находятся на этапе развития, в частности банки данных о сделках. Кроме того, некоторые предложенные поправки к регламенту о секьюритизации и связанные с ними правила в отношении требований к банковскому капиталу были включены в быстро рассмотренный пакет законов в 2020 году и будут распространяться на сделки «простой, прозрачной и стандартизованной» (simple, transparent and standardized — STS) секьюритизации, имеющей синтетическую структуру. Это может способствовать более широкому распространению секьюритизации как инструмента управления балансом и стимулировать рост объема эмиссии в долгосрочной перспективе.

Мы также ожидаем, что на европейских рынках секьюритизации будут происходить некоторые изменения после окончания периода выхода Великобритании из ЕС 31 декабря 2020 года. В частности, режимы регулирования ЕС (27 стран) и Великобритании больше не будут включать полное взаимное признание сделок секьюритизации; это означает, что сделки в Великобритании больше не могут нести маркировку STS, принятую в ЕС. Как следствие, некоторым инвесторам ЕС придется увеличить расходы на выполнение требований к регулятивному капиталу, связанные со сделками на британском рынке секьюритизации.

Мы ожидаем, что показатели кредитов, используемых в европейских сделках структурированного финансирования, останутся под давлением в 2021 году. Темпы заболеваемости COVID-19 остаются высокими, и правительства разных стран принимают более строгие меры, поэтому процесс восстановления экономики останется сложным до тех пор, пока эффективные вакцины не станут широкодоступными. По нашему мнению, объем экономического ущерба от пандемии станет более ясным в течение 2021 года, после начала восстановления экономики и сокращения бюджетной поддержки.

С марта 2020 года и начала пандемии COVID-19 в Европе мы понизили рейтинги лишь немногим более 3% инструментов структурированного финансирования в регионе. В наибольшей степени пострадали сделки с CMBS, обеспеченными жилой недвижимостью и гостиничными зданиями, а также сделки корпоративной секьюритизации, связанные с бизнесом в сегменте досуга и развлечений, однако на эти секторы приходится небольшая часть наших рейтингов, присвоенных европейским сделкам секьюритизации.

Для большинства классов активов среднее изменение показателей кредитного качества, отслеживаемых в течение 12 месяцев, было положительным в течение нескольких лет, что свидетельствует о повышении рейтингов в целом, хотя эта тенденция стала более слабой в 2020 году (см. Рисунок 7). Этот показатель свидетельствует об ослаблении кредитных показателей сектора CMBS, в котором

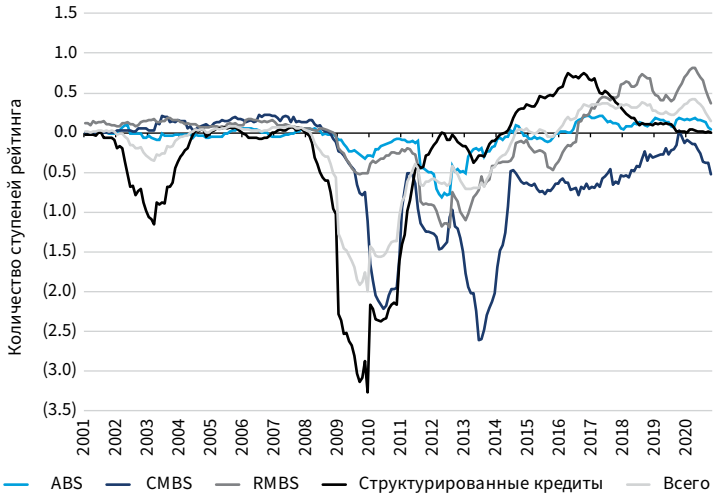


Рисунок 7
Среднее изменение показателей кредитного качества европейских инструментов структурированного финансирования за 12 месяцев

Источник:
S&P Global Ratings

рейтинги снизились в среднем на 0.5 ступени в течение 12 месяцев, завершившихся в сентябре 2020 года.

На момент написания этого обзора окончательных данных за 2020 год еще нет, однако мы полагаем, что экономика еврозоны сократилась более чем на 7%; при этом мы прогнозируем рост примерно на 5% в 2021 году. ЕЦБ сохранит низкие ключевые процентные ставки в течение более длительного времени и продлит программу приобретения активов, принимая во внимание тот факт, что инфляционное давление вряд ли будет усиливаться в краткосрочной перспективе. Мы также ожидаем, что в 2021 году темпы безработицы в еврозоне повысятся менее чем на один процентный пункт — до 8.7%, что будет оказывать небольшое давление на активы, связанные с потребителями, и поддерживать сделки секьютеризации и выпуск облигаций с покрытием в еврозоне. Мы прогнозируем восстановление показателей безработицы до уровня 7.6%, отмечавшегося до пандемии, к концу 2023 года. Относительно более неблагоприятная ситуация в сфере занятости, вероятнее всего, сложится в Великобритании, где уровень безработицы повысится на два процентных пункта, до 6.7%, в 2021 году, а его снижение будет более медленным, чем в еврозоне, отчасти вследствие дополнительного давления в связи с выходом Великобритании из ЕС.

В секторах, поддерживаемых потребительским кредитованием, позитивное влияние на заемщиков оказали меры по поддержке доходов при помощи схем оплачиваемого отпуска на период ограничительных мер и снижения объема текущих расходов в период платежных каникул. Действие многих из этих схем было продлено в конце 2020 года, после начала второй волны ограничений, однако мы ожидаем, что показатели залогового обеспечения в конечном счете ухудшатся во втором полугодии 2021 года, когда срок действия мер поддержки закончится и уровень безработицы повысится. В секторах, поддерживаемых корпоративными сделками, сохраняется некоторый риск понижения рейтингов в случае ухудшения стрессовой ситуации для заемщиков, кредиты которых используются в пулах секьюритизации, в текущем году. В частности, мы прогнозируем возможное повышение показателя дефолтов в годовом выражении для европейских корпоративных ценных бумаг с рейтингами неинвестиционной категории до 8% к сентябрю 2021 года. Влияние на рейтинги европейских CLO будет отчасти зависеть от того, насколько хорошо управляющие залоговым обеспечением смогут и в дальнейшем снижать риски, связанные с ухудшением показателей кредитов, при помощи торговых операций.

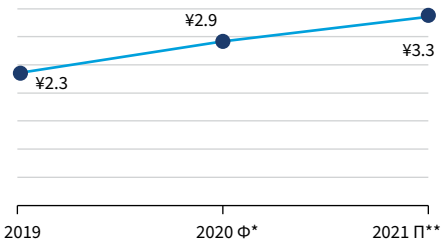
Мы не прогнозируем негативного влияния на основные показатели сделок в европейском секторе структурированного финансирования в связи с завершением торговых переговоров между Великобританией и ЕС. Напротив, принимая во внимание различные виды залогового обеспечения, используемые в европейских сделках секьюритизации и выпусках облигаций с покрытием, мы ожидаем, что любое влияние выхода Великобритании из ЕС будет ощущаться постепенно, по мере того как более общие макроэкономические последствия будут оказывать воздействие на показатели кредитов. Одним из объектов внимания будет сектор жилой недвижимости Великобритании, хотя любой дополнительный стресс, обусловленный Брекзитом, может оказаться незначительным в сравнении с влиянием пандемии и окончанием действия связанных с ней мер бюджетной и денежно-кредитной поддержки.

КИТАЙ: СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ФИНАНСЫ

Мы ожидаем, что объем эмиссии китайских инструментов структурированного финансирования увеличится примерно на 15%, до 3.3 трлн юаней ($500 млрд) в 2021 году. Показатели секторов, связанных с корпоративным риском, останутся высокими и будут поддерживать общие показатели эмиссии, отражая более активное использование секьюритизации в корпоративном секторе и в секторе факторинга, а также устойчивое восстановление экономики, которое будет поддерживаться прогнозируемым нами ростом ВВП в 2021 году. Объем эмиссии RMBS, вероятнее всего, увеличится в 2021 году, но останется ниже уровня до пандемии, отчасти вследствие нулевого роста продаж жилой недвижимости. Мы прогнозируем нулевой или невысокий рост в сегменте ABS, обеспеченных автокредитами, благодаря росту продаж автомобилей на несколько процентов в ближайшие годы и продолжающемуся повышению распространенности автокредитов.

Что касается показателей залогового обеспечения, китайские ABS, обеспеченные автокредитами, и RMBS, имеющие рейтинги S&P Global Ratings, будут по-прежнему демонстрировать сильные (и стабильные) кредитные показатели. К ним относятся стабильно низкие показатели дефолтов, начиная с I квартала 2020 года, что может быть отчасти связано с устойчивым восстановлением экономики после максимального снижения экономических показателей во II квартале вследствие пандемии. Мы ожидаем, что прогнозы по нашим рейтингам китайских ABS, обеспеченных автокредитами, и RMBS останутся «стабильными» для траншей, имеющих рейтинги AAA, и «стабильными» или «позитивными» для классов активов, имеющих рейтинги инвестиционной категории (от AA+ до BBB-). Этот прогноз определяется нашим ожиданием относительно стабильных показателей залогового обеспечения и увеличения кредитной поддержки для большинства сделок, поддерживаемых статичными пулами кредитов, поскольку рейтингуемые облигации со временем амортизируются. Мы также полагаем, что рейтингуемые ABS, обеспеченные автокредитами, которые имеют меняющуюся структуру, с большей вероятностью будут подвергаться несистемному риску по мере восстановления экономики от влияния пандемии. Этот риск может возникнуть в результате того, что отдельные компании будут расширять бизнес в менее привычных для них субсегментах или использовать новые каналы оригинации и, таким образом, подвергаться более высокому кредитному риску.

Рисунок 8. Объем выпуска инструментов секьюритизации в Китае, трлн юаней



* Ф — фактические данные.
** П — прогноз.

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 2020)

ТОП-5 по стоимости контролируемого имущества (ПАРТАД, на 30 июня 2020)

ПРОВЕРЕНО **>500.000*** закладных

НА УЧЕТЕ **>8000*** **электронных** закладных

Партнер проекта «ДОМ.РФ»

Партнер ВЭБ (программа строительства доступного жилья)

* По итогам 2020 года, данные отчетности

АО «ДК РЕГИОН»
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 04 апреля 2006 года, без ограничения срока действия.
Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-0-00088, выданная ФСФР России 13 мая 2009 года, без ограничения срока действия.
Реклама