Игорь АКСЕНОВ,
директор, специалист
по рыночным рискам
в секьюритизации,
Barclays

Секьюритизация в США в 2020 году: отложенный кризис

Кризис ликвидности в марте-апреле 2020 года затронул рынки структурированных продуктов так же, как и прочие инструменты с фиксированным доходом. Несмотря на неясность экономических последствий пандемии, цены на ABS, CMBS, RMBS, CLO вернулись к прежним значениям к концу года.

Самая большая неопределенность связана с состоянием экономики в целом. Все зависит от макроэкономической ситуации, а конкретно — от уровня безработицы и размера государственных выплат в текущем году. В отсутствие ясности рынки оптимистичны. Ухудшение экономических показателей практически во всех сделках в 2020 году нивелировалось государственной поддержкой системы жилищного финансирования и структурными резервами в финансировании коммерческой недвижимости. А гранты/займы малому бизнесу и прямые денежные выплаты населению поддержали экономику в целом. Государственная поддержка некоторых секторов экономики продолжается и в 2021 году. Во всех прочих секторах исчерпание резервов скоро покажет реальные последствия экономического кризиса.

За минувший год структура индустрии секьюритизации не претерпела особых изменений. Прежние тенденции остаются в силе. Последовательное ужесточение регулирования индустрии свело на нет многие преимущества[1], которые привели к ее безудержному росту в период до 2008 года. К 2019 году секьюритизация окончательно стала лишь одним из многих методов финансирования активов. Заемщики руководствуются экономической целесообразностью в значительно большей мере, чем арбитражем несовершенного законодательства. По-

[1] Расчет обязательного капитала, требования к раскрытию информации и т. п.

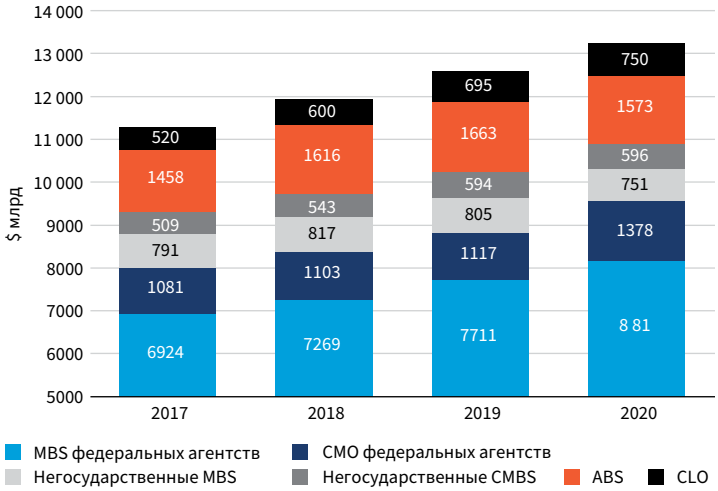


Рисунок 1
Рынок секьюритизированных облигаций США

этому наблюдается последовательное сокращение рынка негосударственной секьюритизации.

Чистая эмиссия на рынке в 2020 году составила $644 млрд против $632 млрд в 2019 году. Из-за волны предоплат на жилищном рынке, в сегменте FNMA GNMA FHLMC наблюдался рост (+$732 млрд), в то же время сокращение на рынке негосударственной секьюритизации составило $88 млрд.

В этом обзоре мы рассмотрим наиболее значимые сектора кредитования, в которых используется секьюритизация.

ЛИКВИДНОСТЬ НА РЫНКЕ

Март 2020 года застал многих игроков с большими длинными позициями, заложенными по договорам РЕПО. Случился классический кризис ликвидности, когда после внешнего шока сокращение кредитных линий вызывает форсированную продажу активов, цены падают, и это вызывает дальнейшее сокращение кредитных линий. Значительнее всего пострадали наиболее рискованные бумаги, купленные с финансированием. Цены на младшие B-транши сделок CRT упали в цене со 105 до 35% от номинала, цены

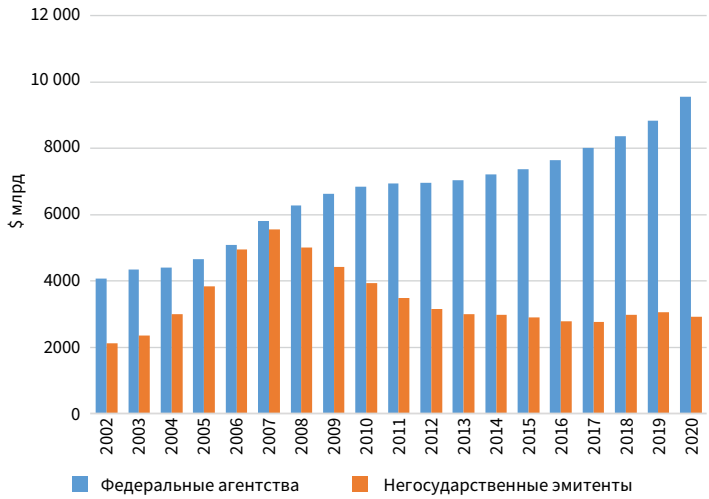
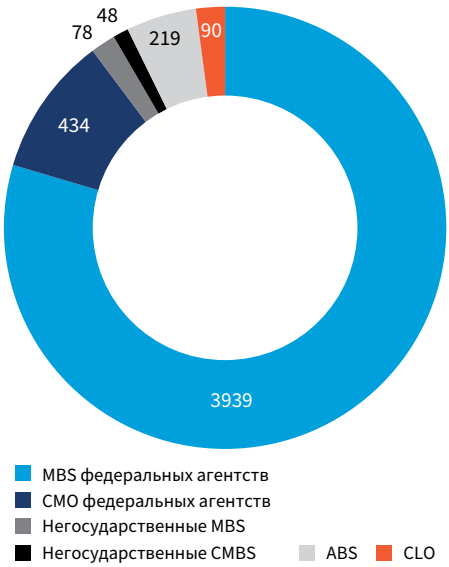


Рисунок 2
Рынок секьюритизации США в 2002–2020 годах: федеральные агентства и негосударственные эмитенты

Рисунок 3
Выпуск новых облигаций на рынке секьюритизации США в 2020 году, $ млрд



на младшие транши RMBS и CLO упали на 50–70%, на сравнимые величины упали многие прочие бумаги.

ФРС СПЕШИТ НА ПОМОЩЬ

Осознав масштаб стресса на рынке, ФРС использовала инструментарий 2008 года. 16 марта 2020 года была резко увеличена скупка ценных бумаг, сперва на сумму $200 млрд (MBS) и $500 млрд (государственные облигации), а после 23 марта — безлимитно. В июне программа скупки была зафиксирована на уровне $40 млрд в месяц по MBS и $80 млрд — по государственным облигациям.

Чтобы заменить закрытые кредитные линии банков, были реанимированы прямые программы финансирования в ФРС, в частности TALF, которая использовалась для возобновления выпуска ABS и CMBS в 2009 году. Но паника в 2020 году была краткосрочной, цены начали движение вверх практически сразу после обещания безлимитной ликвидности 23 марта 2020 года. Никто не использовал кредитные линии ФРС — спреды на CMBS сразу же упали ниже цены финансирования.

ЖИЛИЩНАЯ ИПОТЕКА НЕОБЯЗАТЕЛЬНА К ОПЛАТЕ…

Федеральное правительство на уровне агентств FHLMC, FNMA и GNMA разрешило ипотечным заемщикам не платить на основании достаточно размытых «экономических затруднений», под которые может подойти много ситуаций. Во время написания этого обзора регулятор ипотечной индустрии продлил разрешение не платить еще на 3 месяца, до 18 месяцев (для проблемных

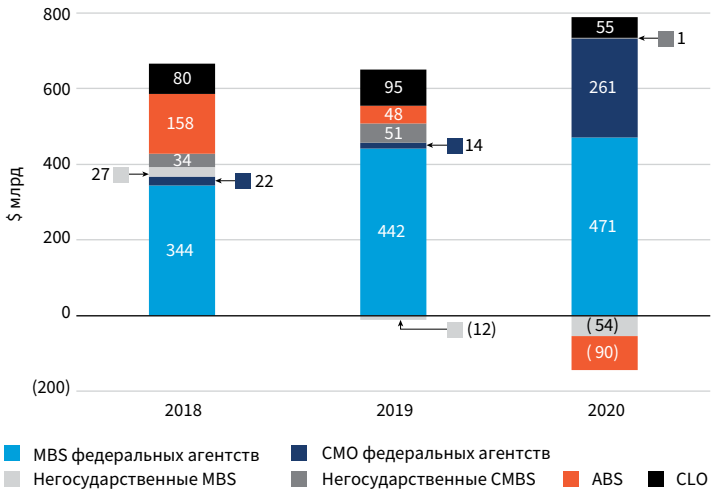


Рисунок 4
Чистая эмиссия на рынке секьюритизации США

заемщиков по состоянию на конец февраля 2021 года). Помимо этого, еще на 3 месяца продлено запрещение выселения неплательщиков — до конца июня 2021 года.

Так как риски неплатежа несет федеральное правительство, то разрешить не платить в его власти. С точки зрения инвесторов, ничего не изменилось. Такие займы официально не считаются просроченными, соответственно, денежный поток бумаг FHLMC, FNMA и GNMA не меняется, а платежи по облигациям гарантированы правительством.

НО ПРИ ЭТОМ ОЧЕВИДЕН РОСТ ЦЕН?

Федеральным законом выделены особые субсидии пострадавшим арендаторам, неспособным платить за квартиру. Немало людей действительно не могут платить, но одновременно растет спрос на жилье. Казалось бы, парадокс. Но он объясняется просто: в связи с повсеместной удаленной работой многие поняли, что жить в студии можно, только если туда приходить ночевать. Поэтому среди сохранивших работу спрос на улучшение жилищных условий существенно вырос. Предложение на рынке при этом не так велико, учитывая скромные объемы строительства после кризиса 2008 года. При низком проценте по ипотеке возникает ситуация почти неизбежного роста цен. По тем же причинам арендодатели пользуются ситуацией и не хотят участвовать в программах помощи неплательщикам, рассчитывая сдать освободившееся жилье платежеспособным клиентам.

ЖИЛИЩНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ВОЛНА ПРЕДОПЛАТ

Резкое падение процентных ставок в марте-апреле 2020 года привело к волне рефинансирования. В результате эмиссия новых сделок FNMA GNMA FHLMC выросла почти вдвое, с $2 трлн до $3.8 трлн. С учетом предоплат чистая эмиссия тоже выросла значительно, с $456 млрд до $732 млрд. Общее количество бумаг в обороте увеличилось на 7%, с $8.8 трлн до $9.6 трлн.

НЕГОСУДАРСТВЕННАЯ ЖИЛИЩНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Спрос на жилье после паузы во II квартале 2020 года вызвал рост выпуска негосударственных ипотечных бумаг, преимущественно для высококачественных заемщиков. Впрочем, масштаб не идет ни в какое сравнение с государственными агентствами. Выпуск сделок, обеспеченных займами категории QM/prime, вырос с $20 млрд до $21 млрд, категории Non QM/nonprime — упал с $25 млрд до $19 млрд. Ожидается, что в 2021 году рынок наверстает упущенное с эмиссией в $22 млрд QM и $25 млрд Non QM.

НОВЫЕ ЮРИДИЧЕСКИЕ ТОНКОСТИ

После кризиса 2008 года в результате реформ законодательства возникло определение «квалифицированного ипотечного займа»[1] с повышенными требованиями к доходам заемщика. Работа над окончательной редакцией закона продолжилась в 2020 году, была предложена концепция «выдержанного квалифицированного ипотечного займа». Такой статус получает заем, который кредитор или связанные с ним юридические лица держат в своем портфеле не менее 36 месяцев после выдачи денег[2]. В обмен на требование держать займы на балансе кредиторы получают возможность повысить их статус до «квалифицированного» и продать государству. Нововведение фактически сокращает рынок негосударственной секьюритизации, так как ипотечные банки будут стремиться использовать государственный канал еще больше, нежели раньше.

КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ: ОБЪЕМЫ ВСЕ ПАДАЮТ

Продолжилось сокращение рынка сделок, обеспеченных платежами по кредитным картам. В 2019 году было выпу-

[1] Правило сформулировано Bureau of Consumer Financial Protection по указанию закона Truth in Lending Act — Regulation Z.

[2] Наряду с другими требованиями к доходам заемщика, менее жесткими, чем требования для «квалифицированного займа».

щено облигаций на $25 млрд. В 2020 году было погашено $40 млрд ($32 млрд банковских выпусков, $8 млрд — розничных кредитов), но выпущено новых только на $5 млрд. Прогноз на 2021 год аналогичный: потенциально $10 млрд в новых выпусках против $35 млрд ожидаемых погашений. Банкам невыгодно финансировать свои портфели через секьюритизацию при доступности необеспеченного кредита, главным образом за счет все растущих депозитов граждан. Процесс ускорился в связи с резким падением ставок в 2020 году: фиксированные расходы на секьюритизацию превышают потенциальную выгоду от сделок.

АВТОЗАЙМЫ В ТРЕНДЕ

Объем продаж легковых автомашин в 2020 году упал на 15%, до 14.4 млн штук. Тем не менее выпуск новых автокредитных ABS упал только на 9%, до $75.3 млрд. При этом выпуск бумаг GM и Ford даже вырос. Автоконцерны — не банки, у них нет дешевых клиентских депозитов, и для них рациональны ABS. Предполагается, что в 2021 году продажи машин вырастут на 14%, до 16.4 млн штук, и объем финансирования через ABS достигнет уровня 2019 года — $83 млрд.

Рост объемов финансирования связан с жесткой конкуренцией. Все больше заемщиков получают льготные кредиты под 0% на срок до 84 месяцев. Но спрос на автозаймы растет также за счет распространения кредитования среди малообеспеченных слоев населения, для которых процентные ставки все еще относительно высоки.

В 2020 году на пике пандемии многие кредиторы разрешили заемщикам пропустить 2 или 4 платежа, с погашением в конце срока кредитования. Это серьезно улучшило статистику просроченных платежей и дефолтов.

CLO КАК ГРАДУСНИК ЭКОНОМИКИ

Цены на старшие транши вернулись и частично превзошли уровень начала 2020 года. Старшие транши AAA прошли путь от 125 до 220 и затем до 130 б. п., средние BBB — от 330 до 700 и до 345 б. п., младшие B — от 881 до 2125 и до 850 б. п. к концу года. За счет провала во II квартале новая эмиссия сократилась до $90 млрд с $118 млрд в 2019 году при чистой эмиссии $55 млрд. Общее количество бумаг в обороте выросло на 7%, до $750 млрд.

Резкое сокращение экономической активности сильнее всего ударило по небольшим компаниям со спекулятивными рейтингами. Обнуление доходов привело к закрытию или приостановке деятельности многих таких организаций. Облигации именно таких компаний — основные активы сделок CLO. С марта по апрель 2020 года кредитные показатели портфелей CLO резко ухудшились. В результате объем активов категории CCC вырос с 4 до 25%, объем активов с негативным прогнозом рейтинга вырос с 2 до 10%. К середине года рейтинги трети всех активов CLO были понижены, четвертая часть активов прекратила платежи младшим траншам. За этим последовало снижение рейтингов траншей самих CLO. Рейтинги S&P были понижены у 475 траншей, большая часть которых (77%) были изначально ниже категории BBB.

Для инвесторов в CLO цены резко упали, но на минимальных объемах торговли. Большинство держателей просто не стали продавать свои бумаги. Впрочем, уже в III квартале с оживлением экономической активности рейтинги многих компаний улучшились, процент CCC упал, что позитивно сказалось на общих показателях портфелей и позволило возобновить платежи по младшим траншам CLO.

ПУТЕШЕСТВИЯ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Исследования рынка прогнозируют спад деловых поездок на уровне 12–17%. Наиболее уязвимые сектора экономики путешествий — транспорт и общественное питание, завязанное на туризм. В этом сегменте сети финансируются через секьюритизацию.

Авиалинии традиционно владеют только частью своего парка и арендуют остальные самолеты. Сделки, финансирующие такой лизинг, пострадали сильнее всего. В марте-апреле цены на старшие транши упали со 100 до 75%,

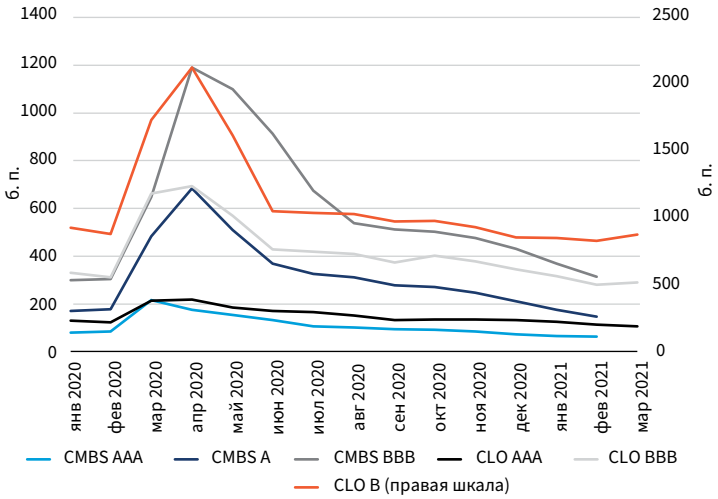


Рисунок 5
Котировки на рынке CLO и CMBS в 2020 году

на средние — со 100 до 45%, младшие — со 100 до 25 % от номинала. На сегодня старшие транши вернулись в район 92–98, средние — в район 75, но младшие остаются на прежнем уровне, равноценном стоимости опциона.

С одной стороны, новости о росте доступности прививок позволили некоторым авиалиниям привлечь прямое финансирование в октябре-ноябре 2020 года. Но рынок скептически оценивает возвращение уровня перевозок на прежний уровень в обозримом будущем и откладывает потенциальный спрос на незафрахтованные самолеты. Естественное старение и рационализация используемого парка самолетов вряд ли позволят ценам на младшие транши вернуться обратно в ближайшие годы.

КОММЕРЧЕСКАЯ ИПОТЕКА: ОСТРОВОК СТАБИЛЬНОСТИ?

В 2020 году было выпущено новых сделок на $53 млрд, почти поровну в форме диверсифицированных (conduit/fusion) и концентрированных портфелей (single asset / single borrower). Но чистая эмиссия составила всего $1 млрд. Это существенный спад — на $50 млрд (минус 45% новых сделок) по сравнению с 2019 годом. Он связан с полным прекращением кредитования коммерческой недвижимости во II и III квартале. Банки планомерно распродавали портфели уже «складированных» займов, выданных до пандемии. Дело в том, что в коммерческой ипотеке около 90% активов исторически приходится в равной мере на гостиницы, розничную торговлю и офисные помещения — три самых пострадавших сектора экономики.

На пике кризиса неплатежи по гостиничным займам выросли с 2 до 22%. По результатам 2020 года доход со среднего номера[1] упал на 50%, и возвращение на уровень 2019 года не ожидается вплоть до 2023 года. Но картина неоднородна — некоторые активы пострадали меньше других. В частности, отмена деловых поездок обнулила доходы гостиниц в деловых центрах, но туризм поддерживает жизнь в Лас-Вегасе и на курортах на побережье. Гостиницы с минимальным обслуживанием в небольших городах и деловых центрах пострадали меньше, чем полноценные гостиницы около аэропортов и крупных городов. Статистика за последнюю неделю: заполненность колеблется в районе 40–50%, наименьший спад наблюдается в экономклассе. Интересно, что средняя стоимость комнаты практически не изменилась для люкса и эко-

[1] Revenue per available room — RevPAR, стандартная система оценки доходности гостиниц.

номкласса, но серьезно упала для всех промежуточных категорий.

Просроченные платежи среди займов предприятиям розничной торговли выросли от 2.5 до 17%. Спрос упал не полностью — карантин и фактическое закрытие многих городов сместило активность от офисных центров к спальным районам. Но торговые центры в целом уже много лет теряли свою клиентуру из-за все большего перехода покупателей в интернет-магазины. Торговые центры категории люкс в основном сохранили своего клиента, большинство прочих теряет деньги и балансирует на грани закрытия. События 2020 года только ускорили уже существовавшую последние 5 лет тенденцию, которая продолжится и в 2021 году.

Похожая картина наблюдается и на рынке офисных помещений. Большинство из них почти полностью пустуют уже год. Многие компании в крупных городах безуспешно ищут возможность сдать большую часть своих помещений в субаренду[1]. Помимо этого, в долгосрочной перспективе спрос на офисные помещения в США может упасть от 18 до 24% из-за повсеместного внедрения удаленной работы[2]. И сотрудники, и наниматели поддерживают переход к работе из дома по крайней мере на часть рабочей недели. Поэтому даже полное восстановление экономики после окончания пандемии не приведет к возвращению спроса на помещения, так как новые сотрудники не потребуют новых офисов в той же мере, как раньше. Как и торговые центры, больше всего пострадают наименее современные здания категорий B и C с минимально обновленными интерьерами и оборудованием.

ИНВЕСТОРЫ СПОКОЙНЫ

Старшие AAA-транши (верхние 70% сделок) продолжают расти в цене[3]. Недавно они достигли рекорда на уровне Swaps+ 60 б. п. после колебаний от 80 до 350 б. п. во II квартале 2020 года. Младшие транши (нижние 30% сделок) очень индивидуальны, но многие вернулись к предкризисному уровню. Классы BBB сейчас на уровне 315 б. п. против 1250 в апреле и 300 в январе, классы A сейчас на уровне 150 б. п. против 750 в апреле и 170 в январе.

Коммерческие ипотечные займы обычно выпускаются на срок 5 или 10 лет и не предполагают возможность предоплаты[4]. В каждом займе существуют резервные фонды, покрывающие от 6 до 12 месяцев процентных платежей. Поэтому краткосрочные проблемы

[1] Нью-Йорк — 40–60% помещений ищут арендаторов или субарендаторов.

[2] По данным Barclays, WFH: Global Revolution, 3 декабря 2020 года.

[3] Частично из-за роста процентных ставок.

[4] Большинство займов такого типа продаются через секьюритизацию в портфелях conduit/fusion от 25 до 50 займов общим размером $500–700 млн.

Рисунок 6
Рынок облигаций США по итогам 2020 года, $ млрд

заемщиков не критичны, если в длительной перспективе не меняется экономическая привлекательность таких активов.

Важно правильно оценить масштаб потрясений. Неплатежи и задержки серьезно выросли, но при этом даже на пике кризиса 75% обязательств выполнялись в срок. Резкий спад арендных платежей в 2020 году был неравномерен, и в последнее время статистика стала улучшаться. Неплатежи на уровне 7% и платежные каникулы по 8% обязательств — серьезно, но не критично.

Но растущий спрос и ограниченное предложение ведут к недооценке реально существующих рисков и отражают наименее пессимистичные сценарии.

ПЕРСПЕКТИВЫ

Спрос на кредитные инвестиции всех типов растет с началом нового года. Политика ФРС заставляет инвесторов размещать приходящие деньги при постоянно уменьшающейся доходности. Поэтому все управляющие ставят на reflation trade, то есть на то, что экономика вернется в прежнее состояние и прежние экономические модели будут работать вновь.

ФРС поддерживает экономику сверхнизкими ставками и вливаниями ликвидности от $6 млрд в неделю. Конгресс выделяет средства для поддержания малого бизнеса, что позволяет платить зарплаты и не закрываться. Также государство предоставляет пособия по безработице многим категориям граждан, до этого их не получавшим (самозанятые и т. п.). Неочевидно, однако, как могут в принципе работать организации, которые испытывали проблемы даже при заполняемости выше 80%.

Проблема в том, что крупный бизнес уже перешел к новой экономической модели, предполагающей работу сотрудников из дома. Поэтому даже при полном успехе вакцинации возвращение к прежним схемам работы возможно. Полные клерков центральные кварталы городов и обслуживающие их рестораны, бары, магазины — все это со временем уйдет в прошлое. Могут ли расходы туристов обеспечивать жизнь городов в еще большей мере, чем раньше, — вопрос времени и открытия границ. Города пустыми явно не останутся, но для трансформации нужно длительное время, измеряемое десятилетиями.

Секьюритизация остается весомым инструментом финансирования разнообразных активов. Основные типы сделок и юридические методики прошли пробу временем и уже давно не вызывают такого же отторжения со стороны инвесторов, как в 2008 году. Динамика стратегического роста этого рынка значительно больше завязана на фундаментальную структуру экономики, чем на ликвидность сегодня или завтра.