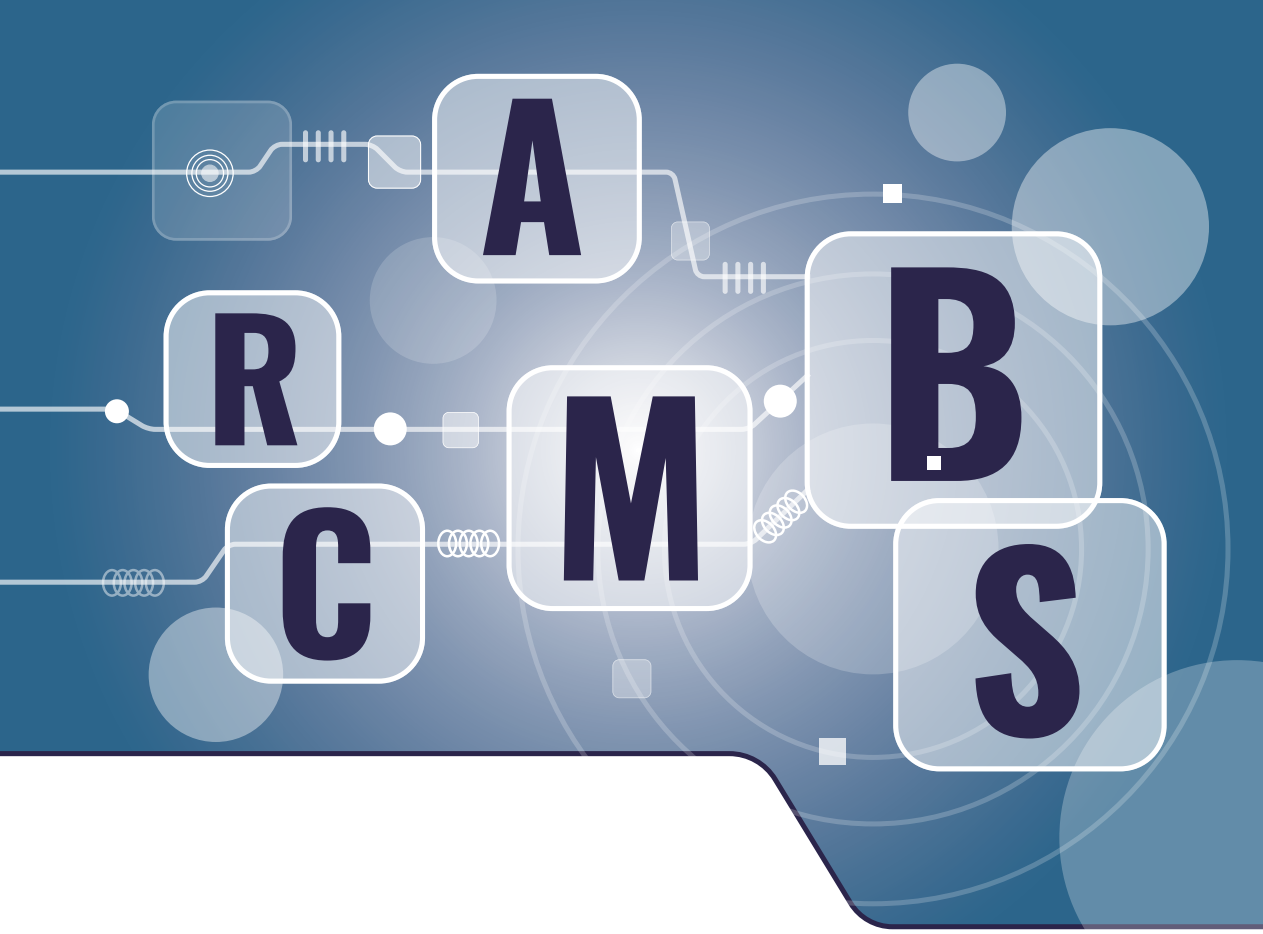

Мировой рынок секьюритизации

Джеймс МАНЦИ,
старший директор группы глобальных исследований в секторе структурированных финансов, S&P Global Ratings

Том ШОПФЛОХЕР,
старший директор группы глобальных исследований в секторе структурированных финансов, S&P Global Ratings

Прогноз по рынку структурированных финансов на 2022 год

В настоящее время кредитная ситуация является в целом благоприятной, и мы ожидаем ее сохранения в 2022 году, если не возникнет непредвиденная рыночная нестабильность. Лишь в отдельных сегментах рынка ситуация остается напряженной, хотя позитивное влияние на большинство секторов оказывает восстановление экономики регионов, повышение цен на жилье и рост потребительского кредитования. Низкие показатели доходности обусловили повышение спроса на инструменты структурированного финансирования, что, в свою очередь, привело к увеличению годового объема эмиссии в 2021 году (Рисунок 1).

Мы прогнозируем небольшое повышение процентных ставок в течение 2022 года из-за корректировки денежно-кредитной политики центральными банками, тем не менее показатели доходности останутся низкими в исторической перспективе. Очевидно, что пандемия и развитие ситуации со штаммом омикрон являются непредсказуемым фактором и продолжают оказывать влияние на экономику разных стран (Рисунок 2).

РОЛЬ ЭКОЛОГИЧЕСКИХ И СОЦИАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ ПОВЫШАЕТСЯ

Экологические, социальные и управленческие факторы (environmental, social and governance — ESG) становятся все более важными для международных инвесторов по разным причинам, и ожидается, что эта тенденция сохранится до конца 2022 года. Высокое качество корпоративного управления всегда имело большое значение для сделок секьюритизации, поэтому на самом деле возрастает значение компонентов «E» и «S». Эти факторы все чаще обсуждаются участниками мирового рынка. Например, на рынке CLO выполнение требований, связанных с факторами ESG, обеспечивается стратегией отрицательного отбора, то есть инвесторы не вкладывают средства в отрасли и активы, деятельность

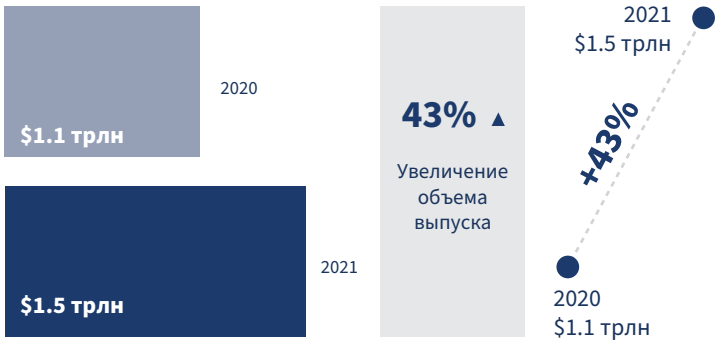

Рисунок 1
Объем эмиссии инструментов структурированного финансирования в мире
Источник: S&P Global Ratings

которых имеет внешние последствия. Вместе с тем в течение ближайшего года мы можем отмечать больше случаев положительного отбора.

БОЛЬШОЕ ВНИМАНИЕ ОБРАЩАЕТСЯ НА КОММЕРЧЕСКУЮ (ОСОБЕННО ОФИСНУЮ) НЕДВИЖИМОСТЬ

Цены на коммерческую недвижимость повысились после снижения в 2020 году и в настоящее время находятся на допандемийном уровне в большинстве секторов. Вместе с тем рост цен на гостиничную недвижимость несколько отстает от темпов роста в других секторах вследствие медленного повышения коллективного спроса и спроса со стороны бизнеса. Принимая во внимание неопределенность относительно развития пандемии, трудно определить, когда основные показатели полностью восстановятся, хотя в США, по нашему мнению, в сегменте гостиничной недвижимости показатели выручки в расчете на доступный номер в 2021 году повысятся до уровня конца 2019 года на фоне более высоких, чем ожидалось, показателей четвертого квартала 2021 года. Пандемия обусловила значительное увеличение объемов онлайн-торговли и более быстрое снижение показателей традиционной розничной торговли. Наиболее значительные негативные рейтинговые действия в США и Европе были связаны с этим видом недвижимости. Отказ от покупок в традиционных магазинах носит временный характер, и, как ожидается, рынок офлайн-торговли восстановится по мере снижения риска заражения COVID-19, однако расширение электронной торговли сохранится, что поставит торговые центры в сложное положение. Значительная часть персонала по-прежнему частично или даже полностью работает удаленно. До тех пор, пока у нас не будет более ясного представления о том, как будет происходить возврат сотрудников в офисы, будущее офисной недвижимости останется неопределенным. В то же время мы прогнозируем весьма

Рисунок 2
Прогнозируемые объемы эмиссии мирового рынка структурированных финансов в 2022 году
Источник: S&P Global Ratings

умеренное снижение спроса с течением времени, при этом объекты недвижимости, для которых срок продления аренды наступает в ближайшее время, будут подвергаться относительно более высокому риску, а новые объекты недвижимости высокого качества будут демонстрировать более уверенный рост.

СЕКТОР ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ И RMBS

Рынки жилой недвижимости демонстрировали высокие показатели в США, Европе, Канаде и Австралии в 2021 году, и, за исключением Китая, мировой спрос на жилищные кредиты может сохраниться в 2022 году. Повышение цен на жилье в США составило почти 20% в год с лета 2021 года, и лишь недавно темпы роста начали демонстрировать признаки снижения. К числу факторов, обусловливающих этот процесс, относятся низкие ставки по ипотечным кредитам, ограниченное предложение нового жилья и высокий спрос со стороны молодых людей, родившихся в 2000-х годах («миллениалы»), которые образуют семьи и стараются выйти на рынок жилья. Текущие темпы роста цен на жилье вряд ли будут устойчивыми в долгосрочной перспективе. Однако тот факт, что рынок поддерживают основные экономические показатели и баланс спроса и предложения, позволяет предположить, что рост цен будет плавно замедляться по мере возврата к исторически нормальным значениям на уровне 3–5% в год. Объем выпуска RMBS (residential mortgage-based securities — ценные бумаги США, обеспеченные жилищной ипотекой) эмитентами, которые не являются агентствами, составил $188 млрд в 2021 году, и это был рекордно высокий уровень со времен мирового финансового кризиса. Аналогичным образом в Австралии бум на рынке недвижимости поддерживал высокий спрос на жилищные кредиты, что обусловило спрос на RMBS и повышение привлекательности этого инструмента для новых инвесторов. Интерес к RMBS со стороны иностранных инвесторов также повысился в период пандемии вследствие общей устойчивости сектора к ее влиянию и стремления инвесторов всех стран мира получить высокую доходность.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ МОНИТОРИНГА CLO НА ФОНЕ РЕКОРДНОГО ОБЪЕМА ЭМИССИИ

В американском секторе CLO отмечался рекордный объем эмиссии, который составил $188 млрд в 2021 году. В совокупном объеме эмиссии сделок структурированного финансирования в Европе CLO оставался самым активным сегментом — более €38 млрд. Мы объясняем столь высокие объемы стремлением инвесторов получить высокую доходность, скорректированную с учетом рисков, а также устойчивыми показателями CLO в период спада в 2020 году и выходом на рынок новых инвесторов. Мы ожидаем, что объем эмиссии в обоих регионах останется высоким в 2022 году по этим же причинам. В 2020 году мы понизили рейтинги примерно 11% американских выпусков CLO; в 2021 году мы повысили примерно половину этих рейтингов, во многих случаях до первоначального уровня, ввиду улучшения показателей залогового обеспечения. Стабилизация сектора корпоративных кредитов обусловила улучшение показателей американских CLO, обеспеченных кредитами, с середины 2020 года, но мы полагаем, что снижение рейтингов ожидаемого возмещения долга после дефолта и средневзвешенных коэффициентов возвратности дефолтных активов для некоторых выпусков CLO может оказать давление на рейтинги субординированных траншей, особенно если в отношении этих сделок будет отмечаться потенциальное снижение избыточного спреда в период перехода от LIBOR к SOFR по активам и обязательствам.

ИНФЛЯЦИЯ И ПОТРЕБИТЕЛИ

Показатели сегмента ABS (asset-backed securities — ценные бумаги, обеспеченные активами), обеспеченных потребительскими кредитами, оставались довольно устойчивыми благодаря поддержке со стороны государства, повышению цен на активы, низким процентным ставкам и экономическому росту. Совокупный объем активов домохозяйств также увеличился до рекордных уровней и составил немногим менее $154 трлн по состоянию на третий квартал 2021 года. Вместе с тем инфляция повысилась до рекорд-

ного уровня с начала 1980-х годов. Индекс потребительских цен (ИПЦ) в США для всех позиций повысился на 6.8% за 12 месяцев, закончившихся в декабре 2021 года, и, как ожидается, останется высоким вследствие ограничений со стороны предложения в экономике. Ситуацию на мировом рынке инструментов структурированного финансирования иллюстрирует Таблица 1.

Объем эмиссии европейских инструментов секьюритизации увеличился в большинстве стран и сегментов в 2021 году и оставался достаточно диверсифицированным (Рисунок 3). В некоторых небольших секторах возобновился очень высокий рост после спада, обусловленного пандемией. Например, объем выпуска ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities — CMBS), и ABS, обеспеченных потребительскими кредитами, увеличился больше чем в два раза и достиг максимального за несколько лет уровня — более €5 млрд и €7 млрд соответственно, при этом новые сделки были обеспечены активами из восьми стран. В сегменте CLO, обеспеченных крупными кредитами заемщиков, имеющих значительную кредиторскую задолженность, и в секторе британских RMBS, на долю которых в совокупности приходится более половины объема европейской эмиссии, также отмечался рост выше среднего — более чем на 70% в сравнении с предыдущим годом. Соответственно, доля этих сегментов в общей структуре эмиссии возросла, что привело к некоторому снижению диверсификации эмиссии по сравнению с предыдущим годом. Вместе с тем объем эмиссии RMBS за пределами Великобритании увеличился немного меньше, на 50%, а в сегменте ABS, обеспеченных автокредитами, рост составил всего 10%, что обусловило снижение доли этих секторов в общем объеме эмиссии.

Самый большой объем эмиссии в 2021 году по-прежнему отмечался в сегменте CLO, где он составил более €38 млрд. Мы полагаем, что эмиссия CLO будет оставаться на высоком уровне — около €35 млрд в 2022 году, принимая во внимание растущее число компаний по управлению активами на европейском рынке и сохраняющийся объем кредитования заемщиков, имеющих значительную кредиторскую задолженность, в связи с ростом сделок по слиянию и поглощению активов. В совокупных показателях эмиссии не учитываются сделки по рефинансированию и изменению условий CLO, на долю которых приходились рекордные €60 млрд дополнительного объема выпусков в 2021 году. В течение почти всего года спреды по облигациям, выпущенным в рамках сделок CLO, были меньше, чем в 2019–2020 годах, что способствовало рефинансированию или пересмотру условий существующих выпусков, у которых наступал период возможного досрочного погашения. Такой значительный объем подобных сделок объясняется тем,

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022(п)
США, $ млрд	373	510	540	582	452	783	786
Канада, млрд канадских долл.	18	20	25	19	11	13	13
Европа, € млрд	81	82	107	102	69	114	120
Китай, $ млрд	116	220	292	334	432	485	500
Япония, $ млрд	53	48	56	61	60	61	63
Австралия, $ млрд	16	36	23	31	22	38	40
Латинская Америка, $ млрд	12	17	9	13	13	24	24
Приблизительный объем новой эмиссии на мировом рынке, $ млрд	**670**	**930**	**1050**	**1150**	**1070**	**1530**	**1560**

(п) — прогноз.

* Мы оставляем за собой право периодически пересматривать данные показатели задним числом при поступлении новой информации. Из общих показателей исключены облигации с покрытием, коммерческие бумаги, обеспеченные активами (ABCP), и сделки по рефинансированию и пересмотру условий CLO.

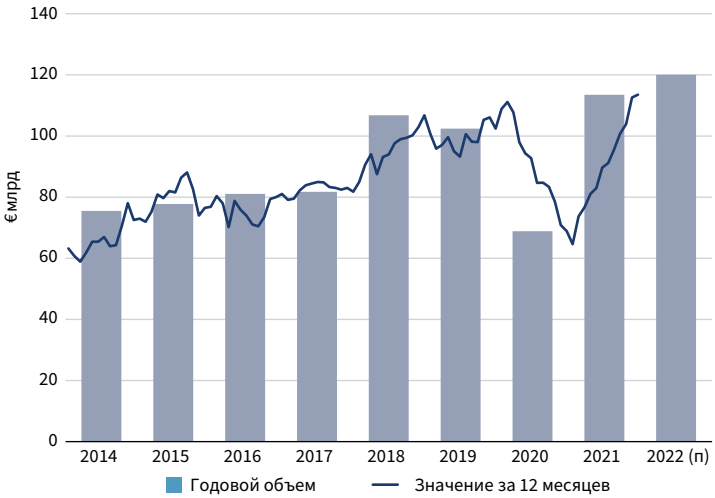

Рисунок 3
Объем эмиссии европейских инструментов секьюритизации, размещенных среди инвесторов

Источник: S&P Global Ratings

(п) — прогноз.

что многие CLO в 2020 году были структурированы с коротким периодом обращения до наступления досрочного погашения из-за ожиданий будущего снижения процентных спредов, что впоследствии и произошло. По нашему мнению, рефинансирование существующих выпусков CLO продолжится в 2022 году, однако объем может несколько сократиться.

Рефинансирование может быть значительным фактором роста эмиссии также и в сегменте RMBS в 2022 году. По нашим оценкам, объем существующих выпусков RMBS с колл-опционом в 2022 году (главным образом в Великобритании) составляет почти €30 млрд. Если большинство этих выпусков будут погашены и рефинансированы посредством секьюритизации, это послужит увеличению общего объема эмиссии. Вместе с тем на долю всего пяти сделок приходится половина этого объема, поэтому влияние на показатели эмиссии будет зависеть от мотивации продавцов и от рыночных условий на дату реализации колл-опциона.

Объемы кредитования банками домохозяйств и нефинансовых организаций в Великобритании и еврозоне оставались устойчивыми в последние годы, а его темпы роста составляли несколько процентов в год и даже повысились в разгар пандемии. При прочих равных условиях этот фактор будет поддерживать эмиссию (нетто) инструментов финансирования на открытом рынке, хотя доля секьюритизации в общей структуре заимствований также всегда зависит от наличия и стоимости альтернативных финансовых инструментов.

Банки-оригинаторы получили особую выгоду от нерешительности состоятельных клиентов, когда речь идет о вариантах финансирования. В рамках мер денежно-кредитной политики, принятых в ответ на пандемию коронавирусной инфекции, Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Англии возобновили программы поддержки ликвидности, направленные на предоставление кредитным организациям дешевого срочного финансирования. Кроме того, в банках отмечался значительный рост депозитов, обусловленный снижением расходов домохозяйств и компаний. Совокупность этих факторов привела к резкому ослаблению стимулов для банков выпускать инструменты финансирования на открытом рынке, что обусловило сокращение предложения выпускаемых банками инструментов структурированного финансирования, объем которых достиг самого низкого за все годы уровня — 18% совокупного объема эмиссии в 2021 году.

Вместе с тем эта тенденция может начать меняться в 2022 году, поскольку центральные банки сокращают программы поддержки, а обусловленное панде-

мией поведение заемщиков нормализуется. В Великобритании финансовые организации привлекли четырехлетнее финансирование объемом 200 млрд фунтов стерлингов от Банка Англии в рамках «Схемы срочного финансирования с дополнительными стимулами для малых и средних предприятий» (TFSME), но получение новых средств по этой программе было ограничено в октябре 2021 года. Принимая во внимание объем этих средств, банкам придется тщательно управлять постепенным рефинансированием этих долговых обязательств, в том числе за счет поступательного возвращения к привлечению средств на открытом рынке. В еврозоне ЕЦБ еще не объявил сроки и детали продления своей программы целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO) после последнего запланированного заимствования в рамках действующей схемы в середине декабря 2021 года. Ужесточение условий рефинансирования может обусловить привлекательность возвращения на рынок частного долга для отдельных банков еврозоны.

В то время как нормализация денежно-кредитной политики может увеличить предложение инструментов структурированного финансирования, продолжающийся процесс количественного смягчения будет и в дальнейшем поддерживать спрос на сделки секьюритизации, соответствующие определенным критериям. Например, мы не ожидаем, что ЕЦБ сократит свою основную программу покупки активов до конца 2023 года. Вместе с тем инфляционное давление и отмечавшаяся в последнее время волатильность процентных ставок могут повысить спрос со стороны частного сектора на европейские структурированные выпуски. Сочетание плавающих ставок и повышение доходности в этом секторе могут стать привлекательными для более широкого круга инвесторов в инструменты с фиксированным доходом, которые стремятся снизить дюрацию портфелей, насколько позволяет их политика инвестирования.

Внимание к экологическим, социальным и управленческим факторам (ESG) в европейском секторе структурированного финансирования повысилось в 2021 году. На фоне масштабных изменений режима регулирования стандартов раскрытия информации и эмиссии на рынки вышло больше оригинаторов, чем когда бы то ни было, с инструментами секьюритизации, маркированными как «зеленые» или «социальные». В сегментах ABS, CMBS и RMBS мы отмечаем восемь таких сделок в течение года, на их долю приходится более 4% совокупной эмиссии. Мы ожидаем, что значение характеристик устойчивого финансирования будет продолжать повышаться в 2022 году. Однако негативное влияние на темпы роста эмиссии может оказывать медленная оригинация нового устойчивого залогового обеспечения и то, насколько быстро оригинаторы смогут выполнять обязательства по использованию поступлений, которые они взяли на себя по более ранним сделкам. В секторе CLO формулировки об исключении определенных классов активов из пула активов из-за факторов ESG уже стали нормой. В 2022 году, вероятнее всего, будет все более широко распространяться разработка оценок на основании факторов ESG для заемщиков и отражение этих оценок в отчетности.

ДАВЛЕНИЕ НА КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОСЛАБЕВАЕТ

В 2021 году мы понизили рейтинги лишь немногим более 1% инструментов структурированного финансирования в Европе. В наибольшей степени пострадали сделки в сегменте CMBS, обеспеченные розничными активами, но на этот сектор 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 до пандемии, что свидетельствует о повышении рейтингов в целом (Рисунок 4). Хотя эта тенденция ослабела в 2020 году, ее направление после 2020 года изменилось. Рейтинги CMBS продолжали снижаться в среднем на 0.7 ступени в течение 12 месяцев, закончившихся в сентябре 2021 года, однако в других секторах отмечались нетто-

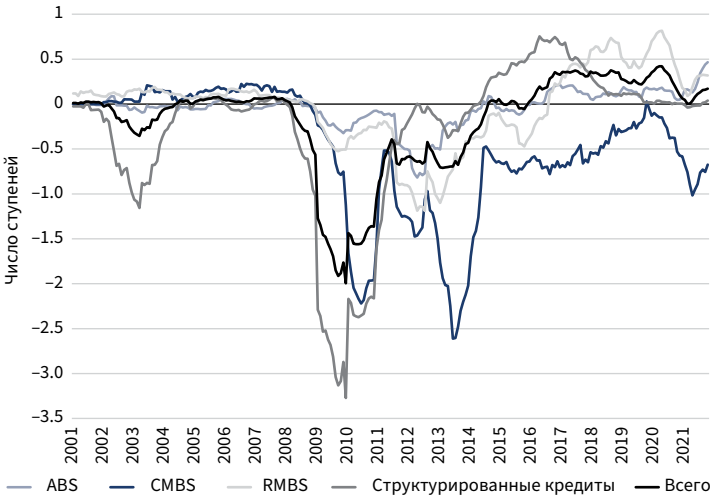

Рисунок 4
Среднее изменение кредитного качества структурированных инструментов, выпущенных в Европе
Источник: S&P Global Ratings

повышения рейтингов, и наши рейтинги европейских инструментов структурированного финансирования в целом повысились в среднем почти на 0.2 ступени.

Окончательных данных за 2021 год нет, однако мы полагаем, что рост экономики еврозоны составил более 5% в 2021 году, и прогнозируем дальнейший рост на уровне 4.4% в 2022 году. Отмечавшееся в последнее время увеличение числа заболевших COVID-19 во многих европейских странах немного замедлит восстановление потребления, но ВВП еврозоны, вероятнее всего, все же превысил допандемийный уровень в четвертом квартале 2021 года. Мы также ожидаем, что уровень безработицы в еврозоне снизится в 2022 году до 7.5%, что будет оказывать позитивное влияние на активы, связанные с потребителями, обеспечивающие сделки секьюритизации. Показатели занятости в Великобритании, вероятнее всего, улучшатся в меньшей степени, а темпы безработицы снизятся лишь незначительно — до 4.5% в 2022 году.

В секторах, поддерживаемых потребительским кредитованием, позитивное влияние на заемщиков оказали меры по поддержке доходов при помощи схем оплачиваемого отпуска на период ограничительных мер (furlough) и снижения объема текущих расходов в период платежных каникул. Негативное влияние, которое окончание этих программ поддержки оказывает на отдельных заемщиков, может постепенно распространиться на показатели залогового обеспечения сделок секьюритизации в 2022 году, несмотря на снижение безработицы. Вместе с тем мы до сих пор отмечали мало свидетельств ухудшения ситуации, а сервисеры обычно хорошо подготовлены для того, чтобы управлять такими случаями.

Инфляционное давление является еще одной проблемой для финансовых показателей домохозяйств, поскольку общие темпы инфляции в конце 2021 года достигли такого высокого уровня, который в течение десяти лет не отмечался ни в Великобритании, ни в еврозоне. Однако это влияние было обусловлено возможными временными дисбалансами спроса и предложения после того, как экономика разных страна стала снова открываться, а также разовыми искажениями вследствие снижения налогов, связанного с окончанием пандемии. Поэтому мы ожидаем, что темпы инфляции будут медленно снижаться в 2022 году по мере того, как влияние этих временных факторов начнет ослабевать. Напротив, инфляция цен на жилье, которая также оставалась высокой, будет сохраняться в большинстве европейских стран. Это будет оказывать позитивное влияние на кредитные показатели пулов непогашенных жилищных ипотечных кредитов.