



▪ **Виктория Бакланова¹ CFA**

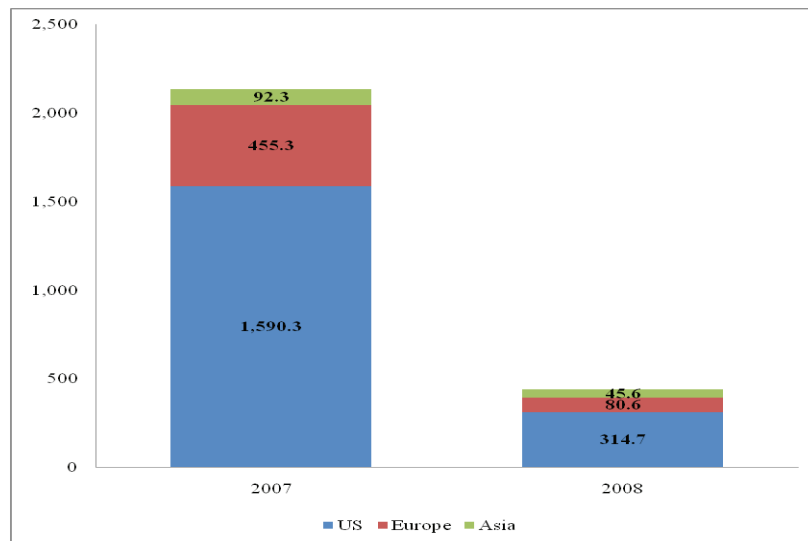
Старший директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний рейтингового агентства Fitch Ratings, Нью-Йорк

**ОБЗОР СОСТОЯНИЯ МИРОВОГО РЫНКА
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В 2009 ГОДУ²**

ВВЕДЕНИЕ

Начиная с сентября 2007 года, мировой рынок секьюритизации находился в состоянии непрерывной контракции. Проблемы, с которыми инвесторы столкнулись в результате кризиса на рынке ипотечных кредитов subprime, оказались игрушечными по сравнению с паникой, охватившей финансовую систему при известии о банкротстве инвестиционного банка Lehman Brothers. Банковские портфели оказались перегруженными инвестициями в ценные бумаги с залогом ипотечными и потребительскими кредитами, справедливая оценка которых оказалась серьезно осложнена практическим отсутствием сделок в этом сегменте рынка. Отсутствие ликвидного банковского капитала потребовало рекапитализации банков в ряде стран, включая крупнейшие банки США и Великобритании. Кроме того, управляющие портфелями CDO, которые в последние годы составляли значительную долю инвесторов в секьюритизированные активы, практически ушли со сцены. Динамика выпуска ценных бумаг с залогом в 2007 и 2008 годах показаны на Графике 1:

График 1: Динамика выпуска ценных бумаг с залогом (не включая выпуски, не размещенные выпускающими банками на публичном рынке), в миллиардах долларов США



Цифры свидетельствуют, что объем новых выпусков ценных бумаг с залогом снизился на 79% с 2 138 миллиардов долларов США в 2007 году до 441 миллиарда долларов США в 2008 году, но предварительные результаты по первому кварталу 2009 года нам показывают активизацию деятельности в этом сегменте. Однако надо отметить, что выпуск секьюритизированных облигаций с залогом ипотечными жилищными и коммерческими кредитами практически не производится, если только такие кредиты не гарантированы государственными жилищными агентствами.

В попытке восстановить доверие инвесторов к рынку секьюритизации, в декабре 2008 года лидирующие саморегулирующие организации объявили о совместном проекте, нацеленном на выработку рекомен-

¹ Мнения, приведенные в этой статье, являются личными мнениями автора, которые могут отличаться от мнения компании Fitch Ratings.

² Статья подготовлена по материалам исследования организации International Financial Services London.

дации по улучшению функционирования рынка. В проекте приняли участие Ассоциация участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA), Американский форум по секьюритизации (American Securitization Forum – ASF), Европейский форум по секьюритизации (European Securitisation Forum (ESF) и Австралийский форум по секьюритизации (Australian Securitisation Forum – Aus SF). Отчет, озаглавленный «Восстановление доверия к рынку секьюритизации», содержал детальный анализ факторов, приведших к кризису: снижение стандартов выдачи займов, подмена скурпулезной аналитической работы ссылкой на рейтинги, выданные рейтинговыми агентствами, высокий левередж, а также недооценка риска ликвидности.

Исследования участников проекта также показали, что без восстановления рынка секьюритизации, спрос примерно на 2 триллиона долларов кредитного финансирования останется неудовлетворен. Однако вопрос восстановления процессов секьюритизации опирается не только на исправление ошибок прошлого, но более всего на макроэкономические показатели и состояние рынка недвижимости во многих, и, прежде, всего развитых странах. Саморегулируемые организации определили четыре ключевых приоритета совместного проекта:

- повышение стандартов раскрытия информации, особенно в отношении качества залоговых портфелей;
- повышение прозрачности в отношении стандартов выдачи кредитов, включая ипотечные и потребительские кредиты;
- восстановление доверия к рейтинговым агентствам;
- улучшение процессов оценки активов.

Правительственные меры в США и Европе были сконцентрированы на повышение ликвидности денежных рынков и рекапитализации системно-важнейших банков. Правительство США особенно быстро оценило важность здорового рынка секьюритизации для стабилизации экономической деятельности и уполномочило Федеральный резерв поддержать ликвидность ценных бумаг с залогом через специальную программу по кредитованию инвестиций с такие бумаги (Term Asset-Backed Securities Loan Facility - TALF). Размер этой программы – 200 миллиардов долларов. Нижеприведенная таблица приводит показатели выпуска ценных бумаг с залогом в различных странах.

**Таблица 1: Выпуск ценных бумаг с залогом по странам и регионам
(в миллиардах долларов США)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US	3,671.3	2,648.8	3,138.8	3,240.9	2,951.7	1,520.9
Australia	71.3	76.1	76.7	90.9	68.1	16.3
Japan	32.8	50.9	80.8	83.4	76.4	58.0
Canada	16.6	17.5	24.5	28.9	45.2	78.8
UK	85.7	130.5	157.4	241.6	236.7	400.4
Spain	43.6	40.7	50.4	55.4	83.8	118.8
Netherlands	23.7	22.7	48.8	35.8	55.9	106.9
Italy	38.3	42.8	40.5	37.9	36.1	121.0
Germany	8.5	10.1	19.3	47.4	25.5	73.8
Ireland	3.8	3.1	0.6	13.3	14.3	59.9
Belgium	3.0	2.5	0.6	2.9	5.6	51.4
France	8.9	9.8	9.3	9.5	5.3	20.9
Portugal	11.8	9.7	9.5	7.3	14.8	21.8
Pan-Europe	13.0	19.4	62.9	142.7	132.0	40.8
Other Europe	7.2	12.0	7.7	10.5	12.0	31.6
<i>Europe total</i>	<i>247.5</i>	<i>303.2</i>	<i>407.1</i>	<i>604.3</i>	<i>622.0</i>	<i>1,047.3</i>
South Korea	33.5	23.6	27.9	24.3	21.3	18.7
Other Asia	1.0	7.0	4.0	6.0	2.5	19.0
Latin America	10.8	10.8	14.0	19.9	19.5	17.7

ЕЕМЕА	2.4	4.4	8.6	13.4	10.0	---
Emerging mkts total	47.7	45.8	54.5	63.6	53.3	55.4
World total	4,087.1	3,142.3	3,782.4	4,112.0	3,816.7	2,776.8

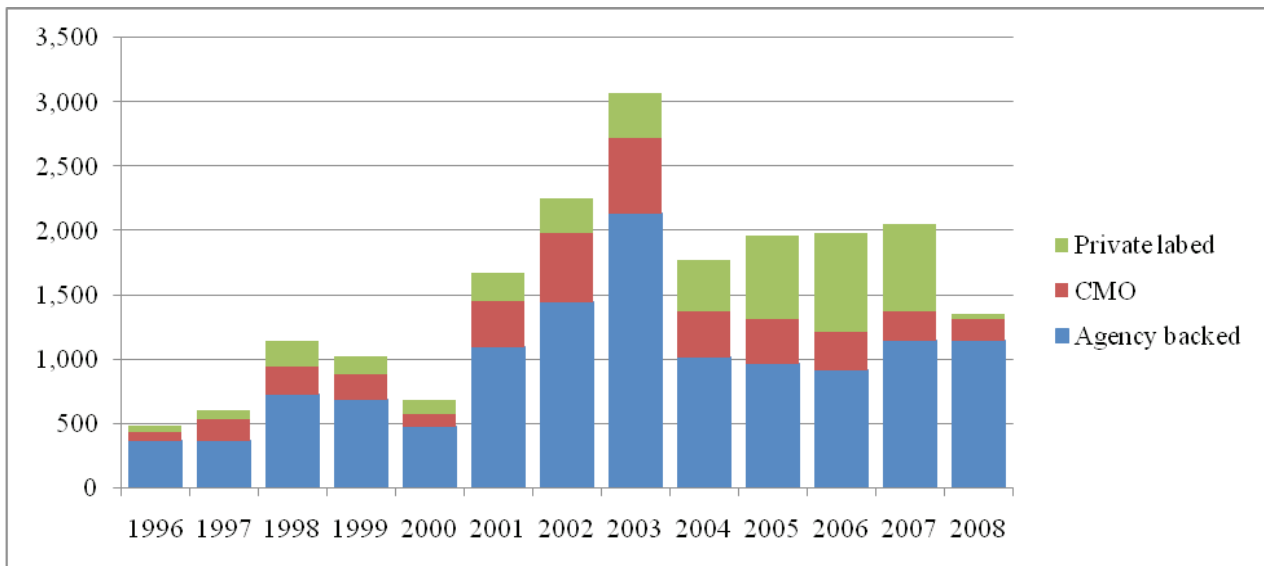
Приведенные данные показывают, что в 2008 году США оставались лидером рынка секьюритизации, выпустив ценных бумаг на 1 521 миллиард долларов. Статистика практически полностью основана на выпуске ценных бумаг с ипотечным залогом, поскольку бумаги с другими типами залогов выпускались в минимальном объеме.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В США

Исторически примерно 2/3 объема выпускаемых в США ценных бумаг с залогом ипотечными кредитами производился тремя федеральными жилищными агентствами Federal National Mortgage Association (FNMA или Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA или Ginnie Mae) и Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC или Freddie Mac). В сентябре 2008 года Fannie Mae и Freddie Mac были практически национализированы с целью стабилизации деятельности этих агентств и ограничения системного риска. За прошедшие восемь месяцев правительству США удалось значительно улучшить ситуацию на рынке ипотеки и обеспечить бесперебойное финансирование первичного рынка. Однако правительству США пришлось гарантировать обязательства этих агентств на сумму, превышающую 5 триллионов долларов.

Как было отмечено выше, рынок ипотечных кредитов, не гарантированных федеральными агентствами, практически заморожен. Приведенный ниже график отражает 13-летнюю статистику по выпуску ипотечных ценных бумаг в США, собранную SIFMA. Из графика видно, что выпуск таких бумаг упал почти на треть с 2 050 миллиардов долларов в 2007 году до 1 358 миллиардов долларов в 2008 году, однако выпуск ипотечных ценных бумаг, гарантированных федеральными агентствами остался приблизительно на уровне 2 000 миллиардов долларов.

График 2: Выпуск ценных бумаг с ипотечным залогом в США, в миллиардах долларов



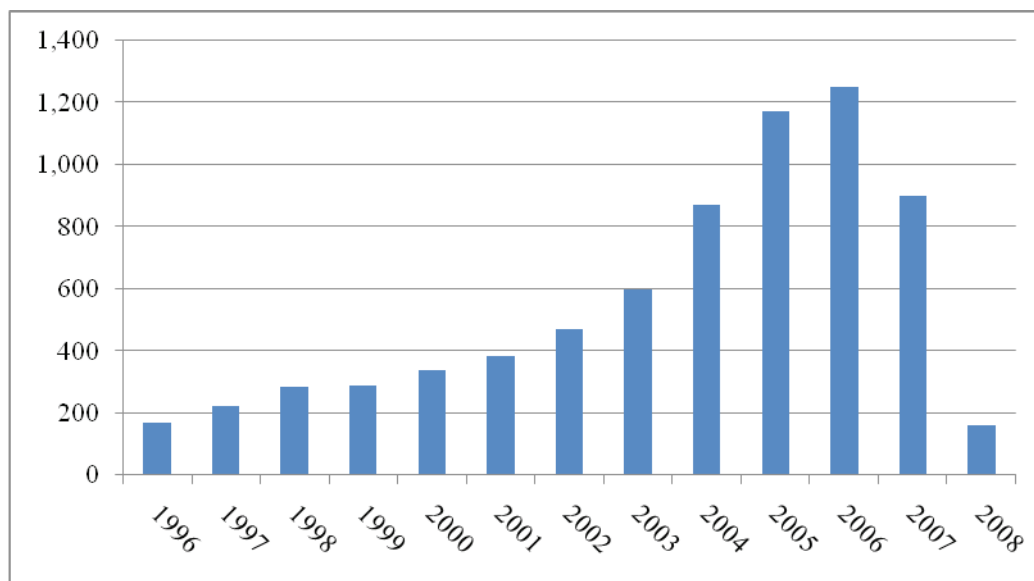
Выпуск ценных бумаг, заложенных непотечными активами, производился в США с 1985 года и, начиная с 1990 года, ежегодный объем выпуска только возрастал. Ситуация резко изменилась в 2007 году. В Таблице 2 приводятся данные SIFMA по выпуску секьюритизированных облигаций по типу активов. Объем выпусков секьюритизации в таких сегментах, как кредитные карты, автомобильные и студенческие кредиты, снизился практически в 2 раза. Сектор непотечного кредитования с залогом недвижимости (Home Equity) показал минимальный выпуск.

**Таблица 1: Выпуск ценных бумаг с залогом по странам и регионам
(в миллиардах долларов США)**

	2005	2006	2007	2008
Home equity	461	484	223	4
Credit card	67	68	95	57
Mortgage loan	251	132	86	3
Auto	85	81	74	36
Student loan	63	67	61	28
Other	245	423	362	36
Total ABS	1,172	1,253	902	163

Американское финансово-информационное агентство Thomson Reuters прогнозирует вялую динамику сектора секьюритизации на весь 2009 год. Выпуск первого квартала этого года показал лишь 20 миллиардов по сравнению с 80 миллиардами первого квартала 2008 года, уж совсем забытыми цифрами ежеквартального выпуска в 500 миллиардов в 2005 – 2007 годах. Некоторая стабилизация сектора ожидается в том случае, если инвесторы оценят достоинства TALF. Как упоминалось ранее, эта программа предоставляет инвесторам займы на покупку новых выпусков секьюритизированных ценных бумаг, включая такие сектора, как кредитные карты, автомобильные кредиты, а также недавно добавленные к программе коммерческие ипотечные кредиты. Надо добавить, что на данный момент программа активно инвесторами не используется.

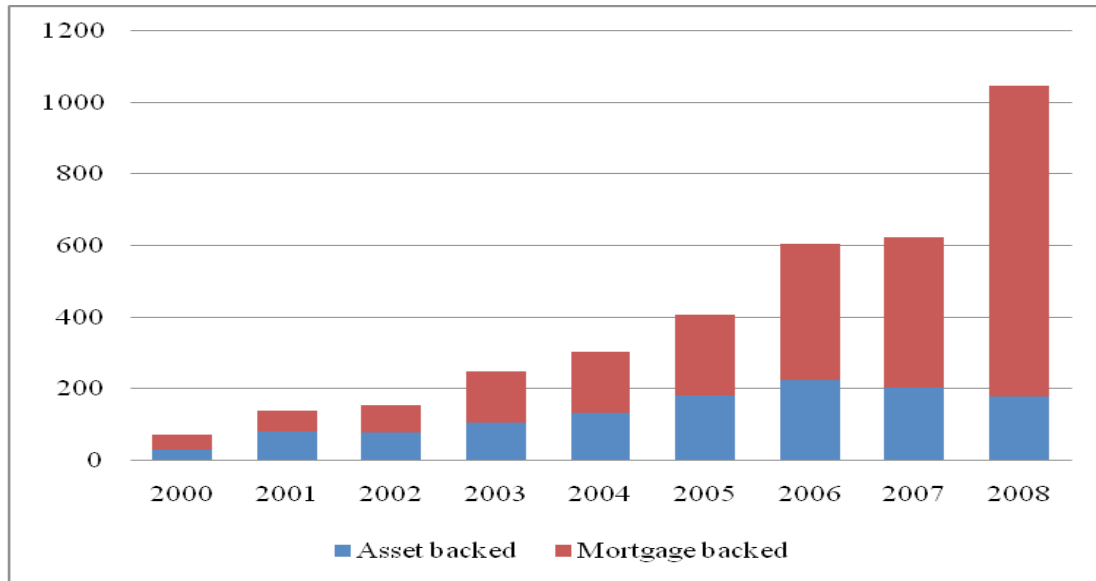
**График 3: Выпуск ценных бумаг с неипотечным залогом в США,
в миллиардах долларов**



СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ЕВРОПЕ

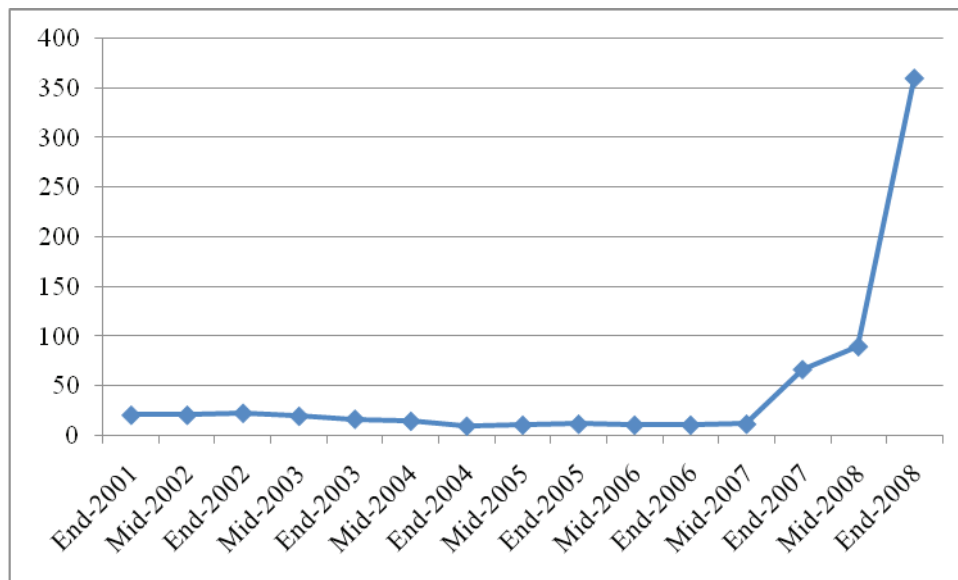
В 2008 году публичный рынок секьюритизации в Европе практически обвалился. Объем выпуска снизился на 82% с 445 миллиардов долларов США в 2007 году до 81 миллиарда долларов в 2008 году. Европейский форум по секьюритизации так прокомментировал ситуацию в своем отчете: «снижение торгового плеча, низкая ликвидность, высокий кредитный риск и пониженный аппетит на какой-либо риск». Стоит упомянуть, что свежесекьюритизированные инструменты принимаются Банком Англии и Европейским центральным банком в качестве залога по сделкам кредитования «репо». Это объясняет тот факт, что в Европе объем секьюритизации все-таки растет, однако до размещения на публичном рынке эти бумаги не доходят, а остаются на балансах банков-оригинаторов в качестве инструментов управления ликвидностью банка. График 3 иллюстрирует этот феномен (данные компании Dealogic).

График 4: Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в Европе, в миллиардах долларов США



Кредитный риск и отсутствие ликвидности на европейском рынке секьюритизации полностью отражается в торговом спреде, который значительно возрос в период со второй половины 2007 года. График 5 иллюстрирует динамику торгового спреда высококачественных европейских секьюритизированных бумаг с непотечным залогом.

График 5: Спред европейских секьюритизированных ценных бумаг с непотечным залогом с рейтингом AAA (в базисных пунктах)

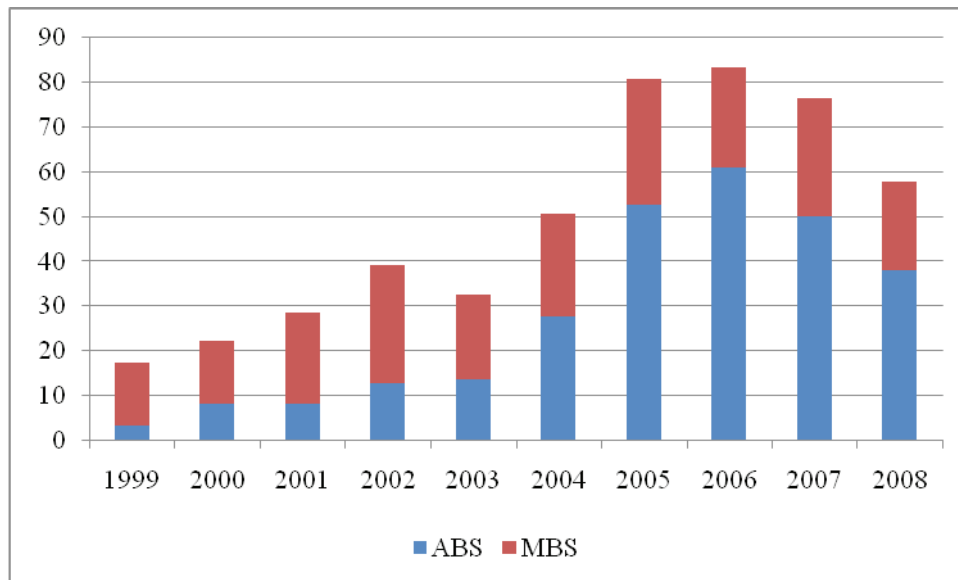


Важно отметить, что одной из мер по восстановлению рынка в Европе и укреплению ответственности его участников за качество выпускаемых ценных бумаг является решение Европейского Союза обязать банки оставлять в своих портфелях как минимум 5% оригинальных ими кредитов в том случае, если такой кредитный портфель секьюритизируется.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ОСТАЛЬНЫХ РЕГИОНАХ

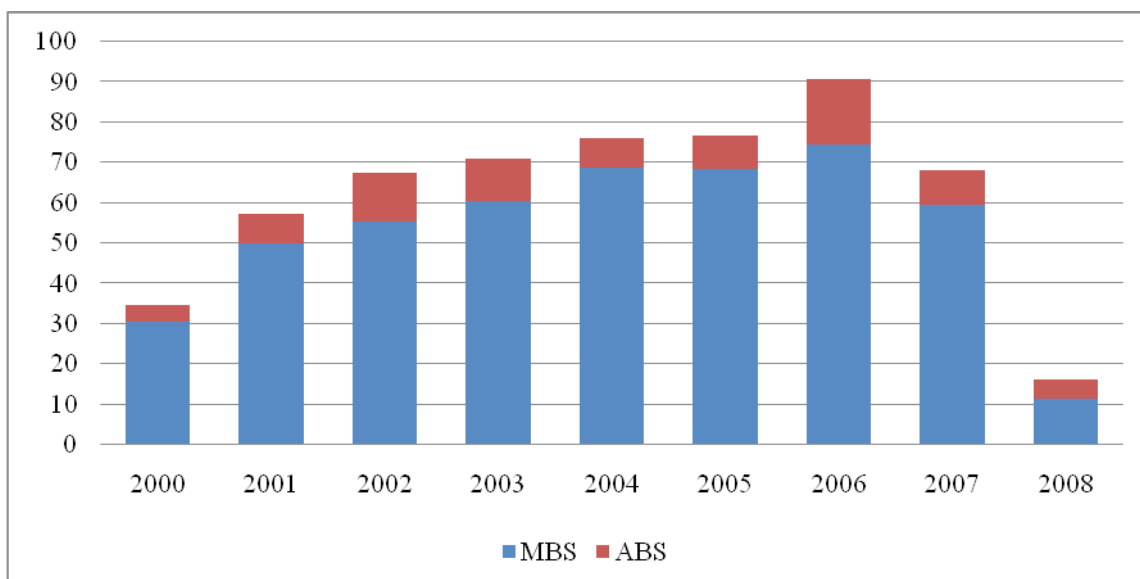
Выпуск секьюритизированных бумаг в Японии снизился примерно на 25% с 76 миллиардов долларов США в 2007 году до 58 миллиардов в 2008 году. Снижение задело все типы активов, но особенно сектор кредитования коммерческой недвижимости. Рейтинговое агентство Фитч негативно отозвалось о перспективах рынка секьюритизации в Японии в 2009 году по причине снижения общей экономической активности.

График 6: Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в Японии, в миллиардах долларов США



Судьбу секьюритизации в Австралии постигла та же участь, как и других стран: выпуск существенно снизился, начиная со второй половины 2007 года. Пик рынка был достигнут в 2006 году, когда было выпущено секьюритизированных ценных бумаг на 91 миллиард долларов США. В 2008 году выпуск был всего лишь 16 миллиардов, но практически все эти бумаги были выкуплены Австралийским офисом по управлению финансами в рамках программы правительства Австралии по поддержанию ликвидности рынка.

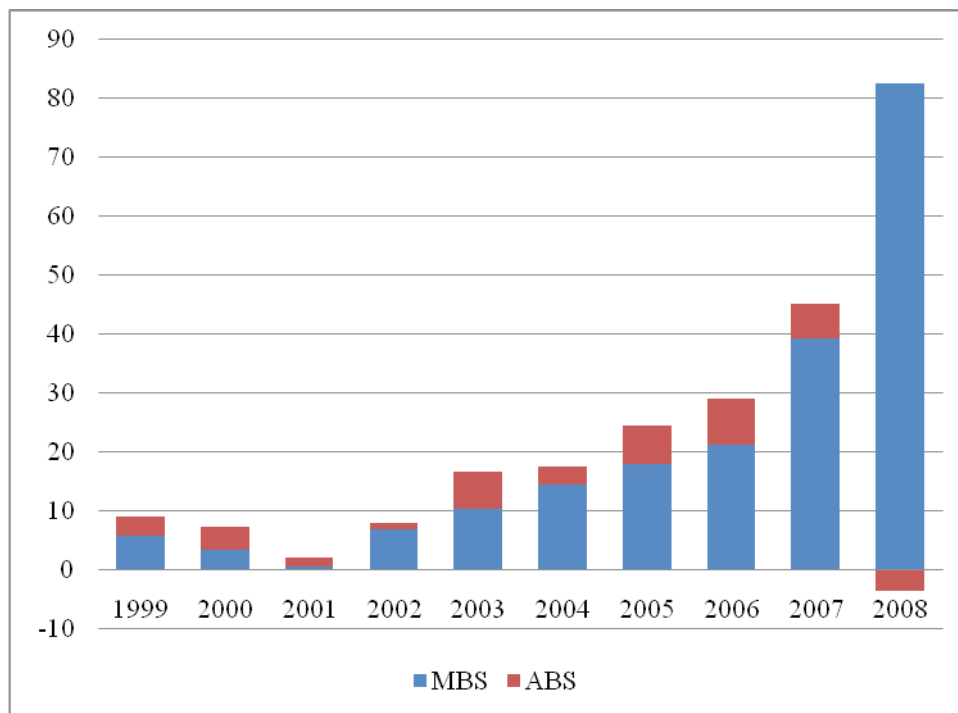
График 7: Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в Австралии, в миллиардах долларов США



Исторически ипотечные ценные бумаги доминировали на Австралийском рынке секьюритизации. Их доля составляла 80-90%. Резервный банк Австралии прокомментировал, что ипотечный рынок остается в депрессивном состоянии из-за избытка предложения бумаг, обращающихся на вторичном рынке. Вследствие избытка предложения, торговый спрэд расширился до 240 базисных пунктов в феврале 2009 года, что отражает ситуацию на рынках других стран.

Канадские банки никогда не являлись крупными инвесторами в инструменты секьюритизации. Соответственно, портфели банков Канады находятся в лучшем положении по сравнению с банками Европы и США. Банк Канады прокомментировал, что несмотря на некоторые финансовые трудности, финансовая система Канады находится в намного лучшей ситуации, чем ее зарубежные партнеры. Для поддержания ликвидности рынка, правительство Канады предложило покупку застрахованных ипотечных кредитов на сумму до 75 миллиардов канадских долларов. В результате объем выпуска секьюритизации в Канаде в 2008 вырос на 74% по сравнению с 2007 годом, с 45 миллиардов долларов США до 79 миллиардов долларов. Как и в Европе, новые выпуски не обращаются на публичном рынке, а служат инструментами управления ликвидности банков.

График 8: Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в Канаде, в миллиардах долларов США



В Латинской Америке объем выпуска секьюритизированных бумаг снизился с 20 миллиардов долларов США в 2007 и 2006 годах до 18 миллиардов. Рейтинговое агентство Фитч отметило, что рынки стран Латинской Америки особо не были вовлечены в инструменты CDO или ипотечные кредиты низкого качества. По результатам 2008-го года, самым крупным рынком секьюритизации в Латинской Америке является Бразилия с 7.4 миллиардами долларов США выпуска новых бумаг. За Бразилией следует Мексика с 5.7 миллиардами долларов. Другими странами, относительно активными на рынке секьюритизации, являются Аргентина, Перу, Колумбия и Чили.

Южная Корея является страной с самым развитым рынком секьюритизации в Азии после Японии, однако выпуск секьюритизированных бумаг в Южной Корее постепенно снижался с 28 миллиардов долларов США в 2005 году до 19 миллиардов долларов в 2008 году.

Рынок секьюритизации в Восточной Европе, на Ближнем Востоке и в Африке достиг 13 миллиардов долларов США в 2006 году, но откатился назад до 10 миллиардов долларов в 2008 году. Большинство сделок происходило в Южной Африке, Египте и России.