Марк БОЙС,
заместитель директора европейского направления «Структурированные финансы» в составе службы кредитных рейтингов Standard & Poor's

Начал работу в Standard & Poor's в 2007 году в должности аналитика по ABSXchange, коммерческой платформе Standard & Poor's по структурированному финансированию.

До прихода в Standard & Poor's Марк на протяжении четырех лет работал в должности специалиста по разработке программного обеспечения.

Имеет степени бакалавра и магистра по электроэнергетике Университета Пенсильвании, а также степень MBA Университета Кембриджа.

Энди САУС,
старший директор и глава аналитического подразделения в рамках европейского департамента «Структурированные финансы» Standard & Poor's

С момента своего прихода в Standard & Poor's в 2003 году руководит аналитической и проектной работой, связанной с широким классом активов структурированного финансирования. Его группа публикует ежедневные бюллетени и специальные отчеты по сектору, а также периодические обзоры.

Имеет диплом магистра по инженерному делу и степень доктора наук по вычислительной гидродинамике St. John's College, University of Cambridge , а также степень MBA школы бизнеса INSEAD.

Сделки секьюритизации на европейском рынке: медленное восстановление

В течение нескольких лет, предшествовавших мировому финансовому кризису, секьюритизация была одним из важных источников финансирования кредитов европейским потребителям и компаниям. В частности, в 2007 году объем новых выпусков облигаций, обеспеченных жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities, RMBS), был эквивалентен примерно 1/3 совокупного валового объема ипотечных кредитов в Великобритании, Нидерландах, Испании и Ирландии. Объем секьюритизированных ценных бумаг, размещенных среди инвесторов, сократился почти до нуля в период максимального спада, но в последнее время в некоторых секторах отмечается оживление рынка, и в 2013 году объем секьюритизированных бумаг в Европе составил 63 млрд евро. Он остается небольшим в абсолютном выражении по сравнению с началом 2000-х годов, но если рассматривать его в сравнении с объемом обеспечения, то масштаб секьюритизации отдельных классов активов вновь приближается к докризисным показателям.

Новые облигации выпускаются в рамках как давно реализуемых программ, так и дебютных сделок оригинаторов, которые впервые обращаются к технологии секьюритизации. Вместе с тем, высокие значения спредов по сравнению с другими классами активов и другими регионами означают, что сделки секьюритизации на европейском рынке привлекают внимание и старых, и новых инвесторов. Все это свидетельствует (по крайней

мере, в отношении некоторых участников рынка) о том, что привлекательность секьюритизации не уменьшилась из-за ее ассоциации с финансовым кризисом.

Более существенное восстановление европейского рынка секьюритизации, а также его долговременная роль одного из источников фондирования кредитов, выдаваемых компаниям реального сектора экономики, и одного из механизмов передачи рисков для банков будут зависеть от нескольких факторов. Даже если рынок секьюритизации сможет финансировать большее количество кредитов, объем выпусков вряд ли значительно возрастет, пока не увеличится готовность банков и других организаций кредитовать и не повысится спрос на кредиты со стороны частного сектора, что обусловит рост объемов обеспечивающих активов. Это, в свою очередь, может зависеть от настроений рынка в целом и от успеха рекапитализации банковского сектора. Кроме того, некоторые кредитные организации, особенно в странах Южной Европы, возможно, уже покрыли значительную часть своих будущих потребностей в финансировании при помощи заимствований у центрального банка, что обусловило сокращение их краткосрочных потребностей в финансировании со стороны частного сектора в целом, в том числе за счет секьюритизации.

Вместе с тем, на наш взгляд, самое сильное влияние на будущее сделок секьюритизации в Европе в долгосрочном плане, вероятнее всего, будет оказывать окончательная редакция правил, касающихся расчета капитала и ликвидности для финансовых организаций. В частности, в существующей редакции предлагаемые поправки к Базельской рамочной концепции секьюритизации и учета рисков секьюритизации в соответствии с требованиями Solvency II будут представлять собой значительную угрозу для европейского рынка. Вместе с тем, существуют свидетельства того, что неприязненное отношение к данному сектору начинает ослабевать и некоторые европейские руководители все более позитивно относятся к так называемой «ответственной секьюритизации». Однако пока неясно, будут ли особенности реализации различных инициатив в области регулирования отражать эти изменения настроений.

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В НЕКОТОРЫХ СЕКТОРАХ

В начале 2000-х годов объем выпусков секьюритизированных ценных бумаг на европейском рынке начал увеличиваться, и в 2006 году достиг пикового уровня в более чем 600 млрд евро, что эквивалентно почти 25% ВВП еврозоны (см. Рисунок 1). Траншевая природа секьюритизации позволяет оригинаторам определять параметры риска и сроков погашения своих долговых обязательств в зависимости от разных групп инвесторов, что обусловливает более эффективное с точки зрения затрат и более диверсифицированное финансирование, срочность которого часто соответствует срочности финансируемых им активов.

Таким образом, секьюритизация стала одним из важных способов финансирования кредитов реальному сектору экономики.

Рисунок 1
Выпуски европейских секьюритизированных ценных бумаг

Источники: J.P. Morgan, Standard & Poor's

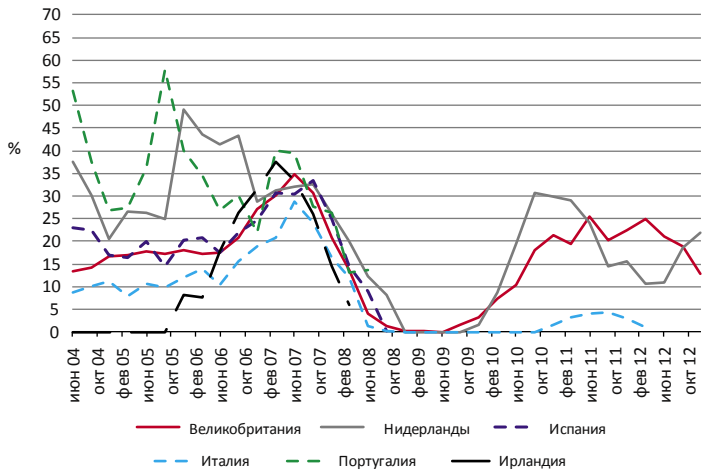

Рисунок 2
Доля выпусков RMBS, размещенных инвесторами, в совокупном объеме ипотечных кредитов

Источники: Европейская ипотечная федерация, J.P. Morgan, Standard & Poor's

В частности, к середине 2007 года годовой объем RMBS в нескольких странах Западной Европы был эквивалентен более чем 30% валового объема жилищных ипотечных кредитов (см. Рисунок 2). В Великобритании, которая имеет крупнейший в Европе рынок коммерческой недвижимости, отношение выпуска ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities, CMBS), к валовому объему кредитов на приобретение коммерческой недвижимости также достигло пикового уровня 30% в 2005 году (см. Рисунок 3). В 2006 году при помощи обязательств, обеспеченных залогом кредитных активов (collateralized loan obligations, CLO), финансировалось около 40% новых кредитов компаниям, имевшим значительную задолженность, — как правило, компаниям с рейтингами неинвестиционной категории (см. Рисунок 4).

Кроме того, секьюритизация занимала значительную долю в других направлениях кредитования. В 2004 году Volkswagen Bank — кэптивная дочерняя финансовая структура крупнейшего по количеству регистраций европейского производителя автомобилей — разместил первый выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-backed securities, ABS, в данном случае — автомобилями). В течение трех лет было секьюритизировано более трети договоров о финансировании розничных клиентов, заключенных этой кредитной организацией. С 2003 по 2008 год некоторые крупнейшие испанские банки, в том числе Banco Santander S.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Banco de Sabadell S.A. и Banco Popular Español S.A., а также несколько небольших сберегательных банков (их называют caja) секьюритизировали кредиты предприятиям малого и среднего бизнеса (МСП) в сделках с CLO.

После наступления финансового кризиса объем выпусков секьюритизированных ценных бумаг на европейском рынке резко сократился из-за оттока инвесторов с рынка. Многие банки-оригинаторы, в том числе банки, потерявшие доступ к финансированию от частного сектора, продолжали заключать сделки структурного финансирования, но учитывали основную часть выпусков ценных бумаг на собственных балансах с целью их возможного использования в качестве залога для обеспечения заимствований у центральных банков.

Однако в последние два года объемы выпуска секьюритизированных ценных бумаг в некоторых секторах начали увеличиваться благодаря высокому спросу со стороны европейских и, все в большей степени, международных инвесторов. В 2012 году объемы выпусков ценных бумаг, обеспеченных пулом кредитов на приобретение автомобилей, в Германии и ценных бумаг, обеспеченных пулом кредитов по кредитным картам, в Великобритании достигли уровня, который отмечался до 2008 года. Объемы выпусков RMBS в Великобритании и Нидерландах все еще значительно ниже пиковых значений в абсолютном выражении, но в прошлом году они уже увеличились почти до 25% общего

объема ипотечного кредитования. В Великобритании пять строительных обществ выпустили дебютные RMBS в 2011–2012 годах. Это свидетельствует о том, что секьюритизация остается привлекательной как для новых, так и для давно работающих оригинаторов. В течение девяти месяцев 2013 года на европейском рынке CLO, обеспеченных пулом кредитов компаниям, имеющим значительную задолженность, было заключено 14 новых сделок, в то время как в 2012 году таких сделок не было вовсе, а объем выпусков CMBS на европейском рынке достиг 6 млрд евро по сравнению с примерно 2 млрд евро по итогам 2012 года. В то же время, в некоторых секторах объем выпусков секьюритизированных ценных бумаг существенно не увеличился. В частности, RMBS и CLO, обеспеченные пулом кредитов предприятиям малого и среднего бизнеса, по-прежнему не являются конкурентными источниками фондирования для многих кредитных организаций в Испании и Италии, несмотря на резкое снижение спредов в последние два года.

Принимая во внимание тот факт, что до финансового кризиса рынок секьюритизации имел большое значение как один из финансовых источников кредитования населения и юридических лиц, мы полагаем, что он может играть важную роль в восстановлении экономики после кризиса. Как отмечено выше, при помощи секьюритизации снова финансируется значительная доля новых кредитов в некоторых странах и секторах. Однако дальнейшее восстановление рынка секьюритизации, вероятнее всего, будет зависеть от нескольких факторов, включая восстановление спроса на кредиты, прекращение финансовой поддержки финансовой системы государством, разработку предложений об оказании банкам экстренной финансовой помощи (bail-in) и разработку окончательного варианта режима регулирования для инвесторов, принимающих участие в сделках секьюритизации (этот фактор может стать самым важным).

СЛАБАЯ ЭКОНОМИКА СДЕРЖИВАЕТ РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ

Низкие темпы экономического роста продолжают сдерживать спрос на кредиты и предложение кредитов в Европе. Несмотря на повышение экономических показателей в последние месяцы (еврозона вышла из фазы рецессии во втором квартале 2013 года, а некоторые наиболее часто используемые индикаторы, в частности индексы покупательной способности, указывают на дальнейший рост), темпы восстановления экономики останутся низкими. Мы по-прежнему ожидаем, что общий объем производства стран еврозоны по итогам 2013 года будет ниже показателей 2012 года в реальном выражении, а в 2014 году рост составит всего 0.8%. Уровень доверия потребителей и деловой уверенности повышается медленно, сдерживая спрос на кредиты. По данным Европейского центрального банка (ЕЦБ), во втором квартале 2013 года банки стран еврозоны продолжали демонстрировать чистое снижение спроса на потребительские кредиты и кредиты на покупку жилья, а также на корпоративные кре-

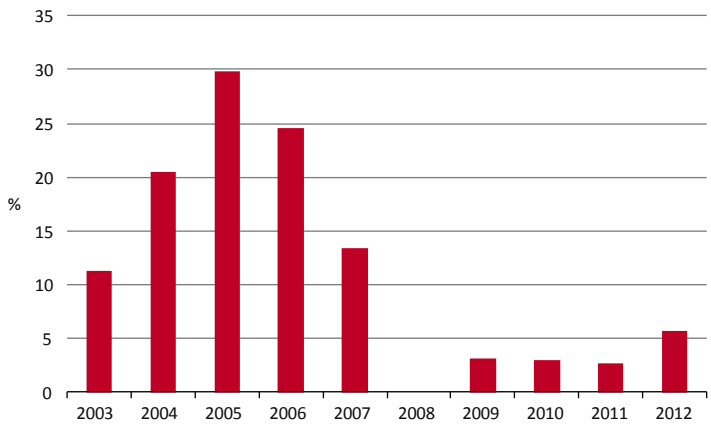

Рисунок 3
Доля выпусков британских CMBS, размещенных среди инвесторов, в совокупном объеме кредитов на покупку коммерческой недвижимости в Великобритании

Источники: Университет де Монфорт, J.P. Morgan, Standard & Poor's.

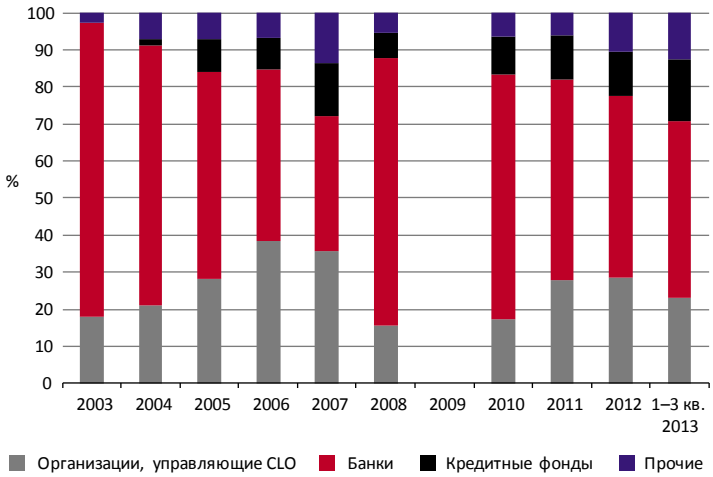

Рисунок 4
Объем кредитов, выданных европейским компаниям с большой задолженностью, по типам инвесторов

Источник: Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data (LCD)

Примечание: у LCD нет достаточного количества наблюдений для составления значимой выборки за 2009 г.

диты. Банки прогнозируют сохранение этой тенденции в третьем квартале.

Вместе с тем, повышение регулятивных требований к капиталу и низкие цены на активы будут в ближайшее время действовать как факторы, сдерживающие выдачу банковских кредитов. Несмотря на значительные успехи банков в повышении коэффициентов достаточности капитала, по оценкам Европейской службы банковского надзора, в декабре 2012 года группе из 170 европейских банков требовалось дополнительно 95 млрд евро для выполнения требования о минимальном коэффициенте достаточности собственного капитала первого уровня (7%). Сообщается, что в 2014 году ЕЦБ проведет еще один строгий стресс-тест, который может привести к требованию увеличить капитал банков. Мы ожидаем, что в некоторых странах процесс снижения финансового рычага банков может занять несколько лет. Низкие цены на активы в некоторых секторах (в частности, на коммерческую и жилую недвижимость во многих странах) оказывают дополнительное сдерживающее влияние на готовность банков выдавать кредиты.

Как следствие, темпы роста кредитования в Европе остаются низкими, что снижает потребности банков в новом финансировании, в том числе при помощи секьюритизации. Величина чистого кредитования домохозяйств и нефинансовых компаний в Европе банками еврозоны за 12 месяцев, начавшихся в середине 2012 года, оставалась отрицательной, при этом в некоторых периферийных странах отмечается более резкое и продолжительное сокращение (см. Рисунок 5). В целом более низкие темпы экономического роста в периферийных странах Европы на фоне более высоких рисков, связанных с возможностью дефолта активов и суверенного дефолта, также являются одной из причин увеличения спредов по сделкам секьюритизации на вторичном рынке в этих странах, что во многих случаях делает размещение выпусков среди инвесторов невыгодным с экономической точки зрения.

Возможности для увеличения объема чистого кредитования в 2014 году есть, но этот рост будет небольшим. В странах, которые находятся в стадии сжатия экономики, величина чистого банковского кредитования может остаться отрицательной в ближайшее время.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ОБЕСПЕЧИЛА БОЛЕЕ ДЕШЕВЫЕ АЛЬТЕРНАТИВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Меры, принимаемые правительствами и центральными банками для поддержки европейских финансовых организаций после кризиса, также обусловили сокращение объема выпусков секьюритизированных ценных бумаг, размещаемых среди инвесторов. Трехлетние операции долгосрочного рефинансирования (long-term refinancing operations, LTRO), которые Европейский центральный банк начал проводить в декабре 2011 года и феврале 2012 года, обеспечили банкам финансирование по процентной ставке, равной средней ставке ЕЦБ

по основной операции рефинансирования на срок кредита. Она значительно ниже ставок, которые многим кредитным организациям еврозоны пришлось бы платить за финансирование от частного сектора. В ходе этих операций банки получили кредиты на общую сумму свыше 1 трлн евро, благодаря чему могут заблаговременно покрыть значительную часть своих будущих потребностей в финансировании. Кредитные организации уже выплатили значительную часть этих кредитов, однако задолженность по операциям LTRO остается высокой по сравнению с предыдущими периодами — почти на 400 млрд евро выше, чем в начале 2011 года, до проведения трехлетних операций LTRO (см. Рисунок 6).

В 2012 году Казначейство Великобритании и Банк Англии начали реализацию программы финансирования кредитной деятельности банков (Funding for Lending Scheme, FLS). Первоначальная схема позволяла кредитным организациям брать у Банка Англии кредиты в период с августа 2012 года по январь 2014 года по низкой ставке 0.25% в год при условии, что значение их кредитов (нетто) компаниям реального сектора экономики в этот же период останется положительным. В дальнейшем Банк Англии продлил действие программы FLS на год и предложил дополнительные стимулы для кредитования предприятий малого и среднего бизнеса.

Этот дешевый источник альтернативного финансирования, вероятнее всего, является одной из причин резкого сокращения объема выпусков секьюритизированных ценных бумаг в Великобритании в 2013 году. В частности, объем RMBS, размещаемых среди инвесторов, достиг всего 4 млрд евро в течение первого-третьего кварталов 2013 года по сравнению с 21 млрд евро за тот же период 2012 года. Мы ожидаем, что в течение 2014 года фондирование в рамках программы FLS будет по-прежнему конкурировать с фондированием от частного сектора для большинства кредитных организаций, которые наращивают балансы, несмотря на резкое снижение стоимости финансирования, привлекаемого на открытом рынке, с 2012 года.

После окончания действия этих схем многие европейские банки могут начать увеличивать финансирование от частного сектора, привлекаемое на открытом рынке, в том числе при помощи механизма секьюритизации.

НОВЫЕ ПРАВИЛА ОКАЗАНИЯ БАНКАМ ЭКСТРЕННОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОМОЩИ МОГУТ ОБУСЛОВИТЬ ПОВЫШЕНИЕ ЗАВИСИМОСТИ БАНКОВ ОТ ОБЕСПЕЧЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Законодательные органы Европейского союза пока не согласовали систему оказания поддержки банкам, находящимся в сложной ситуации, которая бы сокращала риск понесения убытков налогоплательщиками. Вместе с тем, в предложении Европейского совета ЕС об условиях Директивы о санации и урегулировании несостоятельности банков (Banking Recovery and Resolution Directive), ко-

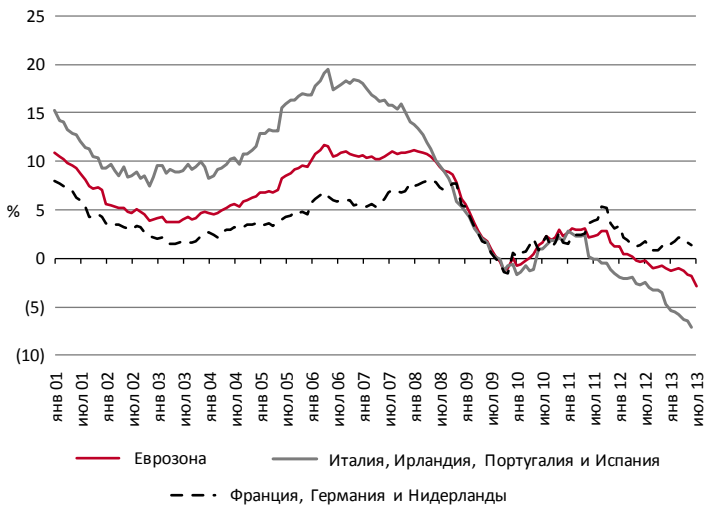

Рисунок 5
Годовой прирост задолженности по кредитам банков еврозоны резидентам зоны евро

*Без учета кредитов правительствам и другим финансовым организациям.

Источник: Европейский центральный банк

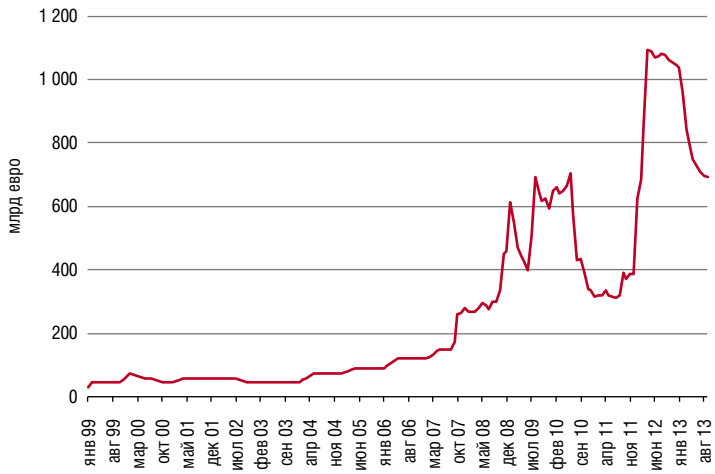

Рисунок 6
Задолженность по долгосрочным операциям рефинансирования, проводимым ЕЦБ
Источник: Европейский центральный банк

торое было представлено в июне 2013 года, отмечено, что национальные регулирующие органы будут иметь право списывать или конвертировать в собственный капитал (bail-in) требования необеспеченных кредиторов банка-банкрота. Кроме того, депозиты физических лиц и МСП (независимо от того, распространяются ли на них схемы страхования вкладов) могут иметь более высокий статус по сравнению с требованиями необеспеченных кредиторов в случае несостоятельности банка. Напротив, обеспеченные обязательства будут исключены из схемы bail-in.

Таким образом, данная директива в существующей редакции может сделать выпуск приоритетных необеспеченных долговых обязательств банка менее выгодным для эмитентов с экономической точки зрения, если инвесторы начнут требовать более высокую доходность для компенсации повышенного риска убытков. Это может обусловить ориентацию на источники обеспеченного финансирования (включая секьюритизацию и обеспеченные облигации) в средне- и долгосрочной перспективе несмотря на то, что в последние два года доля выпусков приоритетных необеспеченных обязательств в общем объеме нового финансирования, привлеченного на открытом рынке, оставалась довольно стабильной (см. Рисунок 7). Вместе с тем, обеспокоенность регулирующих органов возможным залогом активов может также привести к введению ограничения на максимальный объем выпуска обеспеченных ценных бумаг в долгосрочном плане.

НЕПРИЯЗНЕННОЕ ОТНОШЕНИЕ К СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ НАЧИНАЕТ ОСЛАБЕВАТЬ, НО ОТНОШЕНИЕ РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ ОСТАЕТСЯ ЖЕСТКИМ

Жесткое отношение к выпускам секьюритизированных ценных бумаг, которое предлагается в международных и европейских нормативных документах о расчете капитала банков, страховых компаний и пенсионных фондов, остается одним из основных препятствий для постепенного восстановления этого рынка.

В ходе консультаций, которые проводил Базельский комитет по банковскому надзору в декабре 2012 года по вопросу внесения изменений в рамочный подход к секьюритизации, нагрузка на капитал при наличии в активах секьюритизированных ценных бумаг обычно намного выше нагрузки на капитал за кредиты, используемые в качестве обеспечения секьюритизированных ценных бумаг, без учета механизмов кредитной поддержки. В соответствии с проектом правил Solvency II, для страховых компаний нагрузка на капитал за старшие транши секьюритизации может до десяти раз превышать нагрузку на капитал по обеспеченным облигациям, имеющим аналогичное кредитное качество, а возможное будущее регулирование деятельности пенсионных фондов может содержать аналогичную трактовку секьюритизации. Поскольку банки, страховые компании и пенсионные фонды составляют больше половины европейских инвесторов, среди которых размещаются секьюритизирован-

ные ценные бумаги, будущее этого рынка в долгосрочном плане будет отчасти зависеть от окончательной редакции этих регулятивных документов.

Правила Basel III в отношении ликвидности, которые должны вступить в силу, могут также лишить банки стимулов для инвестирования в секьюритизированные ценные бумаги. В настоящее время некоторые RMBS учитываются как ликвидные активы в соответствии с проектом правил расчета краткосрочной ликвидности (Liquidity Coverage Ratio, LCR), опубликованным в январе 2013 года, но их доля в высококачественных ликвидных активах банка не может превышать 15%, и в отношении них применяется дисконт 25%. Напротив, обеспеченные облигации, имеющие высокий рейтинг, могут составлять до 40% ликвидных активов, и в отношении них применяется дисконт в размере лишь 15%. В соответствии с проектом положения о расчете показателя чистого стабильного фондирования (Net Stable Funding Ratio, NSFR), для вложения в секьюритизированные ценные бумаги необходимо стабильное финансирование в размере 100%, в то время как для обеспеченных облигаций, имеющих высокий рейтинг, оно требуется только в размере 20%.

Вместе с тем, недавние предложения регулирующих органов, касающиеся европейских компаний по управлению сделками CLO, могут оказать негативное влияние на способность сектора продолжать финансирование компаний. В мае 2013 года Европейская служба банковского надзора предложила, чтобы в соответствии с Положением о требованиях к банковскому капиталу (Capital Requirements Regulation), которое вступит в силу в январе 2014 года, компания – менеджер CLO удерживала 5% от суммы сделки с целью предотвратить высокую нагрузку на капитал банками-инвесторами. Вместо этого некоторые компании по управлению CLO, выпущенными после кризиса, стали стремиться выполнять требования нормативных документов об удержании риска и направлять 5% от суммы сделки инвестору, который принимал участие в управлении портфелем ценных бумаг или отборе ценных бумаг для портфеля и выражал готовность не продавать ценные бумаги или не хеджировать риски. По нашему мнению, для некоторых компаний по управлению CLO, имеющих небольшие размеры баланса, требование об удержании 5% от суммы сделки может быть обременительным.

На разработку этих правил могли повлиять относительно невысокие кредитные показатели некоторых классов активов, используемых в американских сделках структурированного финансирования в последние годы. Следует признать, что некоторые выпуски секьюритизированных ценных бумаг, подверженные рискам, связанным с американским рынком субстандартных ипотечных кредитов (как RMBS, так и долговые обязательства CDO, обеспеченные RMBS), продемонстрировали значительные убытки в пе-

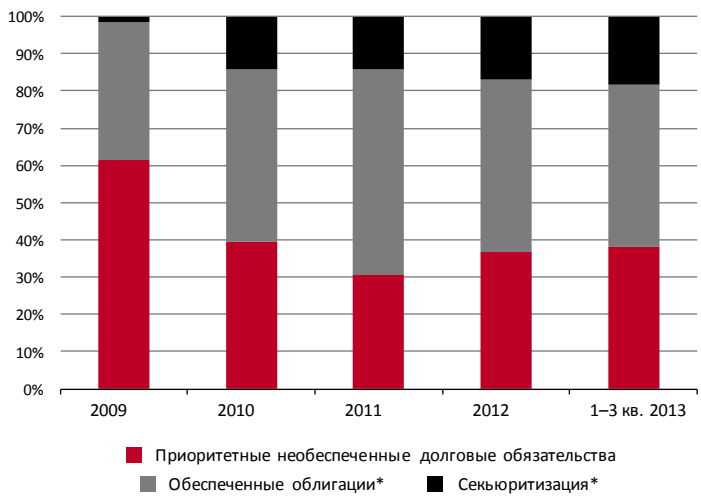

Рисунок 7
Размещение ценных бумаг европейскими банками на открытом рынке

*Размещенные только среди инвесторов.

Источники: J.P. Morgan, Standard & Poor's

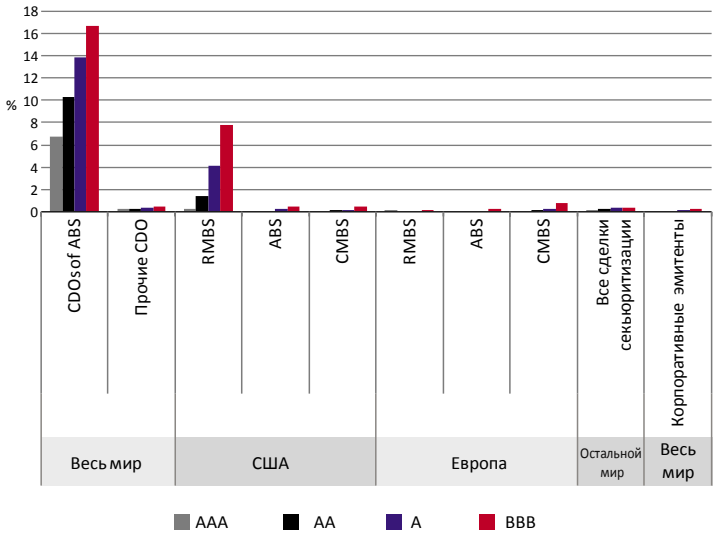

Рисунок 8
Средние ежегодные показатели дефолтов, 1983–2012 гг.

Примечание: включая переход рейтингов на уровень «CC» и ниже.

Источник: Standard & Poor's.

риод после 2007 года. Однако мы отмечаем, что кредитные характеристики большинства других классов активов, использовавшихся в секьюритизации в разных странах, в целом соответствовали нашим ожиданиям (см. Рисунок 8). В Европе к концу первого квартала 2013 года дефолт был допущен по менее чем 1.5% ценных бумаг, выпущенных по состоянию на середину 2007 года в рамках сделок структурного финансирования.

В то же время, имеются свидетельства того, что в Европе неприязненное отношение к сделкам секьюритизации начинает ослабевать. В марте 2013 года в «зеленой книге» о долгосрочном финансировании реального сектора экономики Европейская комиссия одобрила «простые секьюритизированные продукты на основе прозрачных структур с низким левереджем». В апреле 2013 года Международный валютный фонд заявил, что существующие предложения Solvency II в отношении регулятивного капитала сделали секьюритизированные ценные бумаги невыгодными с экономической точки зрения объектами инвестиций для страховых компаний, и призвал к «реалистической, с учетом рисков, оценке» требований к капиталу.

Недавно ЕЦБ высказал такое же мнение, признав обеспокоенность относительно того, что предлагаемая нагрузка на капитал, связанная с секьюритизированными ценными бумагами и предусмотренная для европейских банков, страховых компаний и пенсионных фондов, «может в недостаточной степени разграничивать продукты с высоким и низким качеством и неточно учитывать собственную кредитную историю сделок ABS». Кроме того, в июле 2013 года ЕЦБ снизил требования к рейтингу и дисконтам для некоторых секьюритизированных ценных бумаг, которые используются в качестве залога на европейском рынке, и совместно с Европейской комиссией и Европейским инвестиционным банком работает над проектом, направленным на поддержку выпусков CLO на основе кредитов МСП как одного из способов финансирования кредитов малым предприятиям.

В прошлом году Европейская комиссия обратилась к европейскому органу, регулирующему рынок страхования, с просьбой определить, окажет ли действующая редакция проекта Solvency II негативное влияние на инвестиции страховых компаний в основные классы активов. В мае 2013 года Еврокомиссия также перенесла срок вступления в силу правил расчета капитала для пенсионных фондов и в качестве причины привела результаты предварительного исследования количественного влияния.

Таким образом, несмотря на то что среди некоторых европейских руководителей усиливается положительное отношение к так называемой «ответственной секьюритизации», пока неясно, как окончательная редакция различных регулятивных инициатив будет от-

ражать эти настроения, которые еще и могут измениться.

ПОСТКРИЗИСНЫЙ СПРОС НА СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ ПОКА ЧТО ВЫСОК

Некоторые европейские инвесторы, до финансового спада инвестировавшие в секьюритизированные ценные бумаги, не вернулись на этот рынок. В частности, по оценкам Barclays Capital, на долю компаний, инвестирующих в структурированные инвестиционные продукты (structured investment vehicles, SIVs), и специализированных компаний, проводящих арбитражные операции в коммерческие бумаги, обеспеченные активами (ABCP), до кризиса могло приходиться до 20% от общего объема инвестиций. После кризиса спонсоры ликвидировали большинство SIV, а задолженность по секьюритизированным ценным бумагам европейских специализированных компаний, проводящих арбитражные операции с ABCP, сократилась почти на 90% за пять лет, закончившихся в феврале 2013 года.

Однако спрос со стороны некоторых других инвесторов в последние годы повысился. В частности, относительно низкие спреды по выпускам на внутреннем рынке заставили американских инвесторов все более активно обращаться к европейскому рынку: около 25% выпусков секьюритизированных ценных бумаг, размещенных среди инвесторов в Европе в 2011–2012 годах, были номинированы в долларах США. Некоторые британские оригинаторы RMBS также вышли на рынки других стран, при этом в 2012 году несколько траншей были номинированы в японских иенах и австралийских долларах. Это обстоятельство — на фоне относительно небольшого предложения — обусловило резкое снижение спредов практически по всем классам активов, используемых в сделках секьюритизации, после 2009 года (см. Рисунок 9).

По этой причине секьюритизация остается одним из устойчивых направлений вложений средств для некоторых инвесторов. В случае дальнейшего снижения спредов рост может постепенно восстановиться в других секторах, в которых отмечаются пока еще низкие показатели на фоне невысокого посткризисного роста, в частности в тех секторах в странах Южной Европы, где активы используются в качестве залога. А по мере восстановления экономики европейских стран рост объемов кредитования физических лиц и корпоративных заемщиков может (при прочих равных условиях) привести и к увеличению объемов секьюритизации.

Однако эти результаты будут зависеть от привлекательности конкретного класса активов для эмитентов и инвесторов. В краткосрочной перспективе кредиты центрального банка представляют собой альтернативный источник фондирования для банков, но рано или поздно кредитным организациям придется финансировать свои потребности, не прибегая к помощи государственного сектора. Когда это произойдет, будущее рынка секьюритизации будет в конечном счете зависеть от отношения регулирующих органов.

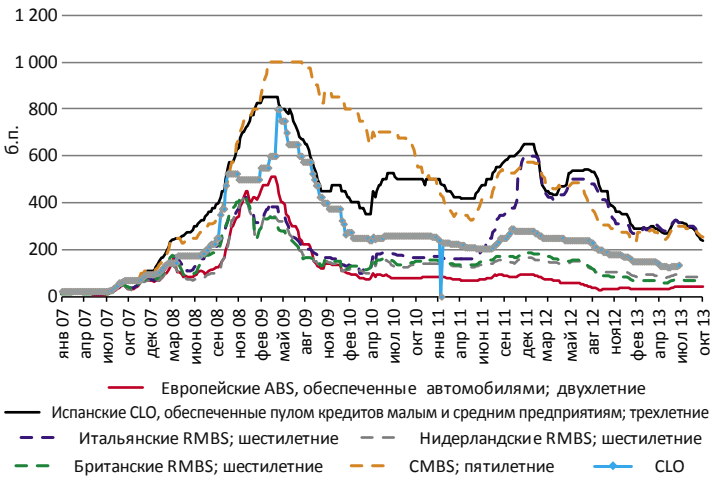

Рисунок 9
Старшие транши европейских секьюритизированных ценных бумаг: спреды на вторичном рынке

Примечание: Для траншей с рейтингом 'AAA (sf)'

Источник: J.P. Morgan.