

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И МЕЖДУНАРОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО

Международный научно-практический журнал «Вестник МИРБИС» ISSN 2411-5703 <http://journal-mirbis.ru/>
№ 3 (15) 2018 DOI: 10.25634/MIRBIS.2018.3

Ссылка для цитирования этой статьи: Барабанов А. Н. Анализ развития рынков инструментов секьюритизации в России и за рубежом [Электронный ресурс] // Вестник МИРБИС. 2018. № 3 (15). С. 31-36. DOI: 10.25634/MIRBIS.2018.3.4

УДК 336.763.34

Андрей Барабанов¹

АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ РЫНКОВ ИНСТРУМЕНТОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Аннотация. Актуальность исследования обусловлена тем, что в структуре рисков крупнейших финансовых институтов особое место занимают кредитные риски. Одним из инструментов управления кредитными рисками является секьюритизация активов. Однако на российском рынке данная группа инструментов пока представлена достаточно слабо. В связи с этим, данная статья направлена на выявление или раскрытие особенностей рынка инструментов секьюритизации на примере зарубежного опыта.

В статье рассмотрен такой популярный инструмент секьюритизации, как кредитный дефолтный своп (CDS). Данный инструмент служит ярким примером влияния финансовых инноваций на экономику. Рост популярности CDS в предкризисный период связан с интересом участников рынка к новым инструментам управления кредитными рисками. CDS также получил широкое распространение в среде инвестиционных банков и хедж-фондов, ориентированных в большей степени на спекулятивные операции. Это стало причиной проблем, с которыми столкнулась большая группа участников рынка во время кризиса 2007–2009 гг. В статье также представлен краткий обзор российского рынка секьюритизации и обозначены основные направления его развития, в частности, меры, предпринимаемые финансовыми регуляторами для стимулирования интереса инвесторов к ипотечным облигациям. Материалы статьи представляют практическую ценность для специалистов, работающих на финансовых рынках.

Ключевые слова: финансовые инновации, секьюритизация, кредитные риски, кредитный дефолтный своп, ипотечные ценные бумаги.

JEL: G23

¹ **Барабанов Андрей Николаевич** – магистрант. Московская международная высшая школа бизнеса «МИРБИС» (Институт). 109147, Российская Федерация, Москва, ул. Марксистская, 34/7. Email: mikhail_lyalkov@mail.ru

Введение

В условиях высокой волатильности рынков финансовые и инвестиционные институты сталкиваются с необходимостью построения и развития эффективной системы управления рисками. Понятия риска и доходности являются центральными, с точки зрения, работы на финансовых рынках. Именно на их основе инвесторы принимают решение о выборе той или иной стратегии.

Финансовый рынок – комплексное экономическое понятие, обозначающую систему отношений, возникающую между экономическими субъектами в процессе обмена финансовыми активами. Финансовые рынки и в более широком смысле международные рынки капитала играют важнейшую роль в современной экономике: они перераспределяют свободные средства домохозяйств, фирм и государственных органов, экономическим субъектам, нуждающимся в инвестиционных ресурсах [Максимова, Максимов, Вершинина, 2009; Слепов, 2017]. К основным особенностям международных рынков капитала можно отнести огромные масштабы сделок. Международные финансовые рынки и международные финансо-

вые институты функционируют в отсутствие пространственных, географических и временных границ [Там же]. Операции на рынках осуществляются круглосуточно с использованием ведущих мировых валют и международных процентных бенчмарков, таких как LIBOR, EURIBOR. В условиях глобализации каждый национальный финансовый рынок при сохранении их определенной самостоятельности можно считать частью общемировой финансовой системы.

Особое место в работе на международных рынках капитала уделяется вопросам, связанным с построением эффективной системы управления финансовыми рисками. В последнее время стали очень популярными инструменты, позволяющие управлять кредитными рисками. Однако использование инструментов данной группы может привести к очень серьезным негативным последствиям. По этой причине необходимо рассмотреть ряд вопросов, связанных с развитием финансовых инноваций в контексте инструментов секьюритизации.

1. Финансовые инновации

Развитие информационных технологий, либерализация

финансовых рынков, а также появление новых участников привели к взрывному росту финансовых инноваций. Финансовые инновации всегда способствовали развитию финансовых рынков, однако именно в последние 25 лет они, фактически, изменили всю мировую экономику. Причем далеко не всегда инновации приносят однозначную пользу, часть из них носит, как минимум, неоднозначный характер.

Финансовые инновации, без преувеличения, выступают главным двигателем финансового рынка. То, что сегодня воспринимается в качестве повседневной реальности, ранее носило инновационный (и даже революционный) характер. Инновации на финансовом рынке обычно сопутствуют различным технологическим новшествам в реальном секторе, которые требуют принципиально иных финансовых решений. Однако не все инновации носят однозначно позитивный характер, некоторые из них несут несоразмерный риск дестабилизации.

Классическим примером финансовых инноваций в исторической ретроспективе, является появление рынка облигаций (в современном понимании), связанное с периодом бурного строительства железных дорог. Экономике развитых стран впервые столкнулись со столь масштабными потребностями в капитале. Другим примером служит появление коммерческих долговых бумаг (векселей), с помощью которых удалось существенно упростить расчеты в мировой торговле и фактически отказаться от транспортировки золота.

К инновациям последнего десятилетия можно отнести кредитные деривативы такие, как CDS, CDO. С помощью данных инструментов удалось отделить кредитный риск от самого кредита. С одной стороны, это позволило создать рынок хеджирования кредитных рисков, но, с другой стороны, послужило одной из главных причин кризиса 2007–2009 гг.

Если процентные и валютные производные финансовые инструменты уже давно существуют на финансовом рынке, то кредитные производные инструменты стали активно использоваться сравнительно недавно. Производные инструменты, базовым активом для которых выступают кредитные события, тесно связаны с таким финансовым процессом, как секьюритизация. Секьюритизация (от английского слова *security* – ценная бумага) позволяет создавать рыночные торгуемые инструменты и является эффективным методом

управления кредитными рисками.

Секьюритизация или превращение долга в ценные бумаги может быть реализована в отношении самых разных видов задолженности. Популярными объектами секьюритизации являются ипотечные кредиты (*mortgages*), автокредиты, лизинг, а также некоторые категории рыночных облигаций. Секьюритизация банковского долга состоит в том, что коммерческий банк, фактически, «продает» кредиты. При этом технически банк продолжает обслуживать задолженность (получать проценты и основную сумму), но кредитный риск переходит к владельцу ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации [Das, 2011].

2. Развитие рынка инструментов управления кредитным риском в мире

В период, предшествующий кризису 2007–2009 гг., на международном рынке большую популярность приобрела секьюритизация высокодоходных (но при этом и рискованных) облигаций. Облигации разных эмитентов с низким рейтингом объединяются в пул, на основе которого выпускаются новые облигации (CDO – *collateralized debt obligation*). Выпуск CDO осуществляется траншами, таким образом, что потенциальные дефолты распределяются от более рискованных траншей к менее рискованным. Доходность транша находится в обратной пропорции к риску, который несет транш.

Не менее популярным инструментом секьюритизации был и, по-прежнему, остается кредитный дефолтный своп CDS (*credit default swap*). CDS выпускается в отношении кредитного обязательства и аналогичен договору страхования. В качестве кредитного обязательства могут выступать как корпоративные облигации, так и суверенный долг. CDS предусматривает компенсацию потерь в случае дефолта кредитного обязательства продавцом CDS покупателю CDS в обмен на премию. Данный инструмент используется как отдельно, так и внутри более сложных схем секьюритизации [Das, 2011; Jorion, 2011]. На рис. 1 представлена схема реализации кредитного дефолтного свопа. На схеме показана ситуация наступления дефолта. В этом случае продавец CDS «выкупает» у покупателя обязательство третьей стороны, по которому наступило дефолтное событие. Таким образом, продавец фактически, возмещает покупателю, убытки, связанные с дефолтом обязательства.

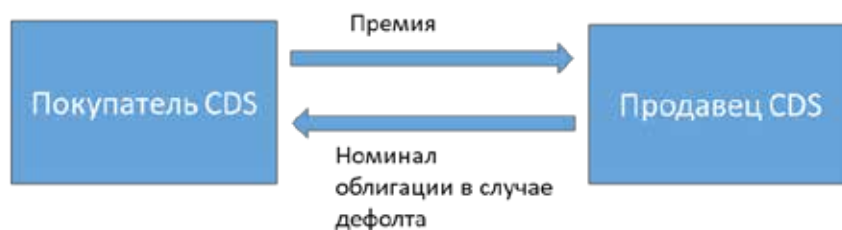


Рис. 1. Схема реализации кредитного дефолтного свопа

Среднегодовой объем открытых позиций по внебиржевым кредитным дефолтным свопам в 2016 г. в номинальном выражении составил 11 трлн USD (рис. 2). По сравнению с

2007 г. объем рынка упал почти в 5 раз. Это связано с финансовым кризисом 2007–2008 гг. Именно продукты кредитной секьюритизации и, в первую очередь, CDS послужили причи-

ной резкого падения финансовых рынков и спровоцировали 2016]. Инвестиционный банк Lehman Brothers прекратил свое существование, при этом ряд других крупных финансовых институтов были спасены государством.

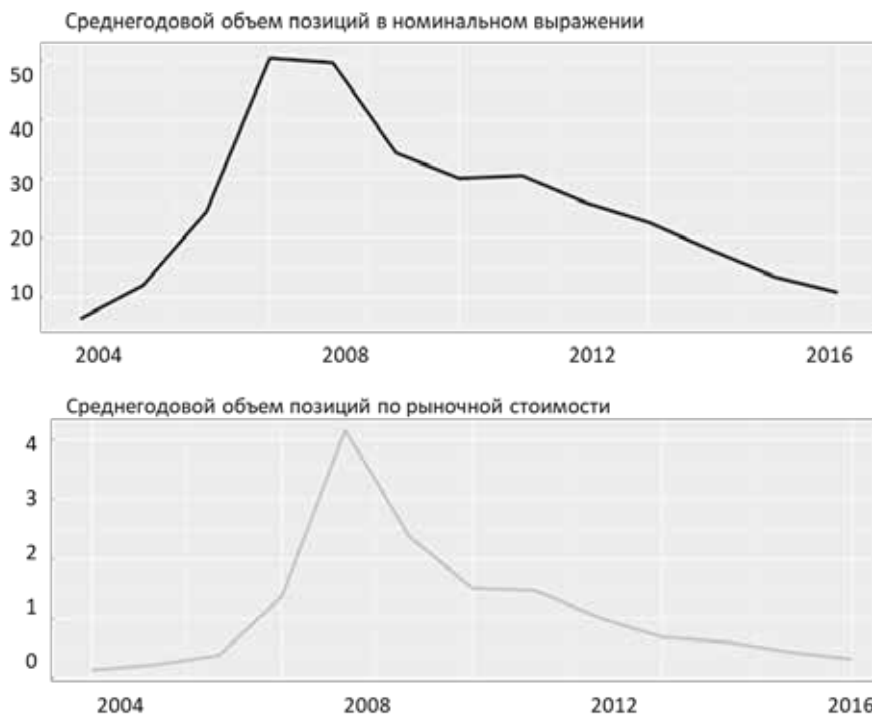


Рис. 2. Динамика общего объема открытых позиций на внебиржевом рынке CDS (трлн USD)
 Источник: Bank for International Settlements (www.bis.org)

Рис. 3 представляет структуру рынка CDS в двух плоскостях. С точки зрения построения кредитного дефолтного свопа, на рынке обращается три типа инструментов: свопы, индексные свопы, в основе которых лежит одно обязательство (single-name), два и более обязательств (multi-name) и, так называемые, свопы на облигации (index).

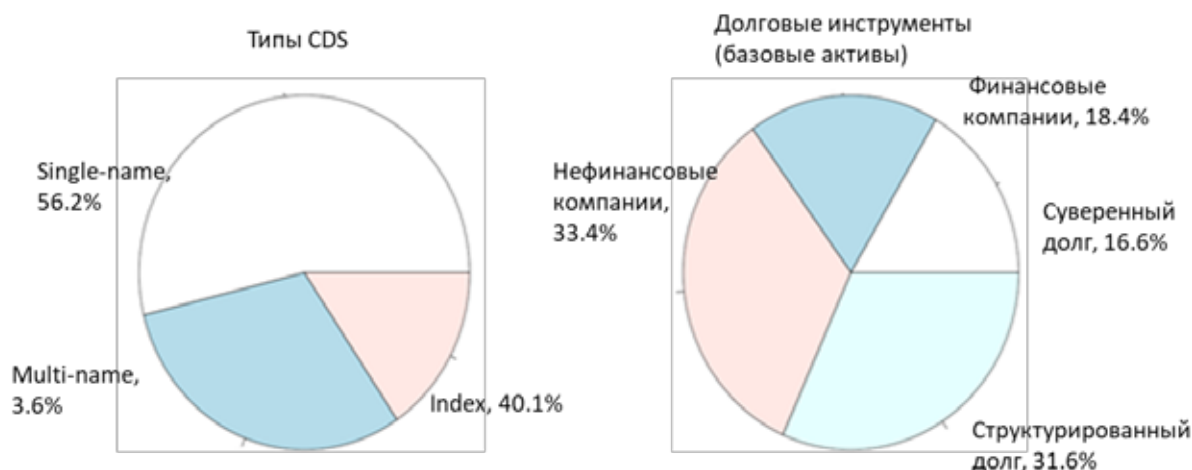


Рис. 3. Динамика Структура рынка CDS (2016 г.)
 Источник: Bank for International Settlements (www.bis.org)

Индексные свопы имеют большую популярность среди инвесторов. Построены они по аналогии с традиционными CDS, но имеют более удобные для участников рынка правила обращения. На рынке обращается две группы инструментов – iTRAXX и CDX (отличаются по составу компаний, формирующих индексы), поддерживаемых международной аналитической компанией Markit. С точки зрения обязательств, лежащих в основе CDS, наибольшую долю на рынке имеют свопы на обязательства корпораций (нефинансовый сектор) и свопы на структурированные продукты, обычно секьюри-

тизированные активы такие, как ипотечные облигации.

3. Рынок секьюритизации в России

В структуре рисков крупнейших финансовых институтов особое место занимают кредитные риски. Одним из инструментов управления кредитными рисками является секьюритизация активов. Однако на российском рынке данная группа инструментов пока представлена достаточно слабо. В отличие от зарубежных финансовых систем в России рынок секьюритизации, если не считать кратковременного всплеска активности в середине 2000-х гг., не играет заметной роли в экономике. Тем не менее, как отмечается в [Булгакова, 2016], «за время существования секьюритизации в России участники российского рынка получили опыт реализации сделок с различными видами активов: автокредитами, потребительскими кредитами, платежами по кредитным картам». На ранних этапах широкое распространение получили сделки секьюритизации с ипотечными кредитами, чему способствовал принятый еще в 2003 г. соответствующий закон. Сделки неипотечной секьюритизации из-за пробелов в российском нормативном правовом регулировании, как правило, осуществлялись по иностранному праву путем учреждения специальной компании за рубежом [Булгакова, 2016].

В России организатором рынка ипотечных ценных бумаг является АО «ДОМ.РФ» (до марта 2018 г. — «Агентство ипотечного жилищного кредитования» или АИЖК), созданное по решению Правительства РФ в 1997 г. Компания секьюритизирует ипотечные кредиты путем выпуска облигаций через ипотечных агентов и выступает поручителем по ипотечным облигациям коммерческих банков. В 2016 г. АО «ДОМ.РФ», Правительство РФ и Банк России запустили программу рефинансирования ипотечных жилищных кредитов с использованием бестраншевых ипотечных ценных бумаг с поручительством. Программа получила название «Фабрика ИЦБ», по названию ипотечного агента, контролируемого АО «ДОМ.РФ». В рамках программы коммерческий банк выдает ипотечные кредиты и передает закладные по ним «Фабрика ИЦБ», который после

получения поручительства со стороны АО «ДОМ.РФ» выпускает и регистрирует в Банке России однотраншевые облигации [Полякова, 2016]. С этой целью была сформирована нормативная база и создана соответствующая инфраструктура. В мае 2017 г. АИЖК и Сбербанк закрыли крупнейшую сделку на российском рынке секьюритизации — на 50 млрд рублей [Локшина, 2017].

Пока еще рано говорить о новой волне секьюритизации, однако очевидно, что финансовые власти вновь обратили внимание на потенциально очень интересный сегмент долгового рынка. Что касается кредитных дефолтных свопов, спрос на такие инструменты со стороны крупных участников рынка присутствует. Крупные банки нуждаются в инструментах хеджирования кредитных рисков, но многое зависит от регулирования рынка и создания адекватной нормативной базы.

Заключение

В статье рассматриваются основные инструменты рынка секьюритизации в России и за рубежом. В качестве зарубежного опыта представлен такой популярный инструмент секьюритизации как кредитный дефолтный своп (CDS). Данные инструменты служат ярким примером влияния финансовых инноваций на экономику. Рост популярности CDS в предкризисный период связан с интересом участников рынка к новым инструментам управления кредитными рисками. С другой стороны, CDS получил широкое распространение в среде инвестиционных банков и хедж-фондов, ориентированных в большей степени на спекулятивные операции. Это стало причиной проблем, с которыми столкнулась большая группа участников рынка во время кризиса 2007–2009 гг.

В настоящее время российские банки мало используют инструменты секьюритизации для управления кредитными рисками. По этой причине одной из задач развития финансового рынка является создание условий для эффективного использования технологий секьюритизации. Перспективным инструментом, который может быть интересен как для банков, так и для инвесторов, являются ипотечные облигации.

Литература

1. *Булгакова П.* Ключевые вопросы регулирования рынка залоговых облигаций // Энциклопедия российской секьюритизации, 2016 Вып. 5. С. 152-158. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/demo/securitisation-2016.pdf>
2. Итоги 2016 года: Российский рынок бондов как главный бенефициар низкой инфляции. URL: <http://www.interfax.ru/business/543592>, 29.12.2016
3. *Локшина Ю.* Сбербанк превратит ипотеку в бумагу // Коммерсантъ. 11.05.2017. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3293574>
4. *Максимова В. Ф., Максимов К. В., Вершинина А. А.* Международные финансовые рынки и международные финансовые институты: Учебно-методический комплекс. М.: ЕАОИ, 2009.
5. *Полякова Ю.* Фабрика АИЖК выпускает первый товар // Коммерсантъ. 23.12.2016. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3178013>
6. *Слепов В. А.* Финансы. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2017.
7. Bank for international settlements. URL: <http://www.bis.org>
8. Credit default swaps: a \$10tn market that leaves few happy, Financial Times, July, 25, 2017 30.
9. *Das S.* Credit derivatives, CDOs and Structured Credit Products, 2011.
10. *Jorion Ph.* The FRM Handbook, 6th Edition, 2011.
11. *White C.* The rise and fall of the hottest financial product in the world/ URL: <http://www.businessinsider.com>, Aug. 15, 2016.

WORLD ECONOMY AND INTERNATIONAL COOPERATION

Andrey Barabanov¹

ANALYSIS OF THE DEVELOPMENT OF THE RUSSIAN AND FOREIGN SECURITISATION MARKETS

Abstract. Importance of this article is related to the fact that financial institutions bear substantial amount of credit risks. One of the most popular instrument of credit risk management is securitization. However the Russian market of securitization instruments is still in its infancy. That's why the purpose of the article is to show development of the securitization market taking in consideration examples of the foreign markets. The article presents detailed description of the Credit default swap, which was very popular instrument among investors before the last crisis. This instrument is an example of the financial innovation process. The rise of popularity of CDS before the crisis was related to the fact that investors sought for new technologies of credit risk management. CDS also gained popularity among investment banks and hedge-funds focused predominantly on speculative deals. The latter was one the reason behind the serious problems, which financial institutions encountered during the last crisis. The article also presents recent development of the Russian securitization market. The financial authorities introduce new measures to stimulate expansion of the securitization market. The article may be interesting to financial market professionals involved in securitization operations.

Key words: financial innovation, credit risks, securitization, credit default swap, mortgage backed securities.

JEL: G23

1 **Barabanov Andrey Nikolaevich** – master student. Moscow International Higher Business School "MIRBIS" (Institute). 34/7 Marksistskaya st., Moscow 109147, Russia. Email: mikhail_lyalkov@mail.ru

References

1. Maksimova V. F., Maksimov K. V., Vershinina A. A. Mezhdunarodnyye finansovyye rynki i mezhdunarodnyye finansovyye instituty [International financial markets and international financial institutions]: Educational-methodical complex. Moscow: EAOI, 2009. (In Russian).
2. Bulgakova P. Klyuchevyye voprosy regulirovaniya rynka zalogovykh obligatsiy [Key issues of regulation of the mortgage bond market] // Entsiklopediya rossiyskoy sek'yuritizatsii [Encyclopedia of Russian Securitization], 2016 Issue. 5. P. 152-158. URL: <http://russecuritisation.ru/files/securitization/demo/securitisation-2016.pdf>. (In Russian).
3. Itogi 2016 goda: Rossiyskiy rynek bondov kak glavnyy benefitsiar nizkoy inflyatsii [Results of 2016: The Russian bond market as the main beneficiary of low inflation]. URL: <http://www.interfax.ru/business/543592>, 29.12.2016. (In Russian).
4. Lokshina Yu. Sberbank prevratit ipoteku v bumagu [Sberbank will turn a mortgage into a paper] // Kommersant. 11.05.2017. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3293574>. (In Russian).
5. Polyakova Yu. Fabrika AIZHK vypuskayet pervyy tovar [The factory AHML produces the first product] // Kommersant. 23.12.2016. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3178013>. (In Russian).
6. Slepov V. A. Finansy [Finances]. M.: Magistr: INFRA-M Publ., 2017. (In Russian).
7. Bank for international settlements. URL: <http://www.bis.org>.
8. Credit default swaps: a \$10tn market that leaves few happy, Financial Times, July, 25, 2017 30.
9. Das S. Credit derivatives, CDOs and Structured Credit Products, 2011.
10. Jorion Ph. The FRM Handbook, 6th Edition, 2011.
11. White C. The rise and fall of the hottest financial product in the world. URL: <http://www.businessinsider.com>, Aug. 15, 2016.