



Кризис доверия ... И МНОГОГО ДРУГОГО

Лора Кодрес

ТЕКУЩИЙ кризис, поразивший развитые финансовые рынки — худший за несколько десятилетий, и он еще не окончен. В преддверии кризиса низкие номинальные процентные ставки, обильная ликвидность, низкая изменчивость финансовых рынков и общее ощущение самоуспокоенности подталкивали многих инвесторов к принятию более высокого риска. Предполагалось, что благоприятные условия, существовавшие на финансовых рынках в течение длительного времени, должны сохраниться, глобальный экономический рост был устойчивым, а предыдущие эксцессы, связанные со вздутыми ценами на акции Интернет-компаний, казались далеким прошлым. Коротко говоря, многие верили в новую парадигму финансовых рынков. Как следствие, инвестиции в более рискованные активы и стратегии стали нормой, причем зачастую они осуществлялись со слабым пониманием фундаментальных рисков и недостаточным капиталом для их поддержания.

Несмотря на неоднократные предостережения официального сектора об ущербе, который могут причинить финансовой стабильности усиленные «поиски доходности», стимулы частного сектора продолжали поощрять дальнейшее принятие риска. К весне 2007 года даже высшие руководители некоторых крупнейших финансовых учреждений начали проявлять общественную озабоченность, в частности, относительно структурированных кредитных ценных бумаг, обеспеченных непервоклассными ипотеками, и мягкости условий предоставления кредитов, которые способствовали приобретению активов за счет заемных средств. Однако поскольку процентные ставки оставались низкими, а ликвидность — обильной, спрос на структурированные кредитные продукты, имеющие рейтинг AAA и приносящие более высокую, чем обычно, доходность, продолжался беспрепятственно до середины 2007 года (см. рис. 1). Органы надзора располагали недостаточной информацией и влиянием для того, чтобы остановить распространение ценных бумаг с завышенными ценами. Поэтому конкурентное давление, побуждавшее выпускать и продавать такие продукты, было настолько сильным, что — как сообщил репортеру Чарльз Принс, исполнительный директор Citigroup, в начале июля прошлого года — высшее руководство полагало, что «пока играет музыка, надо подниматься и танцевать».

Как и во многих предыдущих кредитных кризисах, причиной первой серии убытков было ослабление стандартов кредитования во время кредитного ажиотажа. Хотя это событие было вызвано растущим числом случаев неплаты в срок ипотечных ссуд в США, особенно на рынке непервоклассных ипотек, «эффекты домино» оказались чрезвычайно серьезными. Непрозрачность и сложность разрастающегося массива структурированных кредитных продуктов скрывали местонахождение, размеры и уровень левериджа позиций, имевшихся у финансовых учреждений — иногда даже от них самих. Кроме того, расширяющиеся последствия кризиса явились неожиданностью для многих инвесторов и вызвали их беспокойство. Решение этих проблем будет нелегким делом, так как стимулы, лежавшие в основе кризиса, глубоко укоренились в поведении частного сектора и в некоторых случаях даже поощряются существующими нормативами. Но эти проблемы заслуживают серьезного внимания, так как последствия кризиса должны затронуть широкие слои средних граждан во многих странах.

История развертывания кризиса

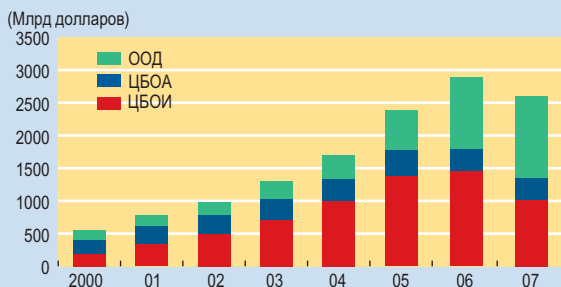
Почему же кризис приобрел такую остроту? Это — первый случай, когда рынок сложных структурированных кредитных продуктов подвергся испытанию в период замедления экономической активности. Спрос на ценные

Улучшение стимулов для всех участников рынка имеет важнейшее значение для повышения финансовой стабильности

Рисунок 1

Очень сложные продукты

Эмиссия европейских и американских структурированных кредитов резко увеличилась.



Источники: Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co.; и Европейский форум по секьюритизации. Примечание. ООД = облигации, обеспеченные долговыми обязательствами; ЦБОА = ценные бумаги, обеспеченные активами, включая кредиты автовладельцам, кредитные карты и т.д. и исключая ЦБОИ; ЦБОИ = ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, включая ЦБОИ, выпущенные агентствами США.

бумаги с рейтингом AAA, приносящие высокий доход, заставлял эмитентов структурированных кредитных продуктов включать в них базовые кредиты все более низкого качества, с тем чтобы удовлетворять спрос на такие продукты, рассекая поступающие потоки денежных средств вдоль и поперек на многочисленные транши, позволявшие выплачивать некоторые части в первую очередь инвесторам, что служило обоснованием рейтинга AAA (см. вставку). Эти ценные бумаги с высоким рейтингом и высокой доходностью было нетрудно продавать многим страховым компаниям, пенсионным фондам и другим, более мелким, банкам, разбросанным по всему миру. Другим инвесторам, например, хеджевым фондам и тем, кто был готов принять на себя больший риск, также представлялась привлекательной доходность тех частей этих структурированных ценных бумаг, которые имели более низкий рейтинг.

В условиях стабильной финансовой конъюнктуры и избытка ликвидности инвесторы не считали необходимым обращать большое внимание на риски, связанные со сложными структурированными продуктами, которые они приобрели — наоборот, они полагали, что в случае необходимости смогут вернуть или продать эти продукты другим участникам рынка. Они были уверены, что рейтинговые агентства надлежащим образом оценивают риски. Оглядываясь назад, очевидно, что слишком большое значение придавалось присваиваемым рейтингам, и слишком малое — документации по продуктам продуктов или независимой проверке лежащих в их основе инструментов.

Эти сложные продукты пострадали как от ухудшения качества базового залогового обеспечения (в основном непроволасных ипотек, предоставленных в конце подъема), так и от недостаточного понимания того, как эти структуры будут работать в период экономического спада или после окончания срока действия привлекательно низких процентных ставок, которые изначально были установлены по этим кредитам. Связи между кредитами или другими видами ценных бумаг не проходили достаточного стресс-тестирования в ситуации циклического спада на рынке кредитов, когда эти связи, как правило, усиливаются, или снижения цен на жилье в США в национальном масштабе. Кроме того, хотя агентства

кредитного рейтинга всячески пытались подчеркнуть, что они оценивали только риск фактического дефолта (то есть кредитный риск), эти продукты заключали в себе также ликвидный и рыночный риски — риски, которые часто игнорировались инвесторами. Ликвидный риск — это риск того, что держатель инструмента может оказаться не в состоянии быстро продать его по текущей цене, а рыночный риск — это риск того, что на стоимости ценной бумаги могут сказаться другие рыночные условия, такие как траектория процентных ставок в более общем плане.

Хотя инвесторы, возможно, не вполне сознавали масштабы рисков, которые они принимали (за что они несут ответственность), в широком распространении структурированных кредитных продуктов определенную роль сыграла также структура стимулов агентств кредитного рейтинга. Эмитенты структурированных продуктов запрашивали рейтинги для различных траншей риска в рамках конкретной структуры. Если размеры или характеристики различных траншей казались неадекватными, чтобы получить рейтинги, необходимые для удовлетворения предполагаемого спроса на эти транши, рейтинговые агентства предлагали структурные изменения (например, более повышенный уровень залогового обеспечения), чтобы достичь их. Очевидно, что такое «взаимодействие» между эмитентами структурированных продуктов, которые платили за рейтинги, и рейтинговыми агентствами, которые поставляли их, как самое меньшее подрывало независимость процесса установления рейтингов.

Истощение ликвидности

Более серьезная напряженность возникла тогда, когда обнаружилось, что методы финансирования, которые использовались банками для того, чтобы держать эти неликвидные, с трудом поддающиеся стоимостной оценке структурированные кредитные продукты, страдали серьезными недостатками. Многие из таких продуктов хранились внебалансовыми структурами, которые создавались крупными банками (как правило, компаниями структурированного инвестирования (КСИ) и компаниями-кондуитами), чтобы воспользоваться преимуществами действовавшими в отношении них более низких норм капитала, что позволяло увеличивать долю

Что такое структурированное финансирование?

Структурированное финансирование, как правило, связано с агрегированием набора различных базовых рисков (таких как рыночный или кредитный риски) путем объединения инструментов, подверженных этим рискам (например, облигаций, кредитов или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой), и последующего разделения итоговых потоков денежных средств на «транши», или доли, выплачиваемые различным держателям. Выплаты из пула держателям этих траншей производятся в определенном порядке, начиная со «старших» траншей (наименее рискованных) и далее вниз по различным уровням до младших субординированных траншей (наиболее рискованных) (см. рисунок).

Если часть ожидаемого притока денежных средств не поступает в пул (например, в связи с дефолтом по некоторым кредитам), тогда, после исчерпания резерва денежного потока держатели младших субординированных траншей первыми испытывают дефицит выплат. Если платежи в пул еще больше сокращаются, полных платежей не получают держатели следующего набора траншей («мезанинный» транш).

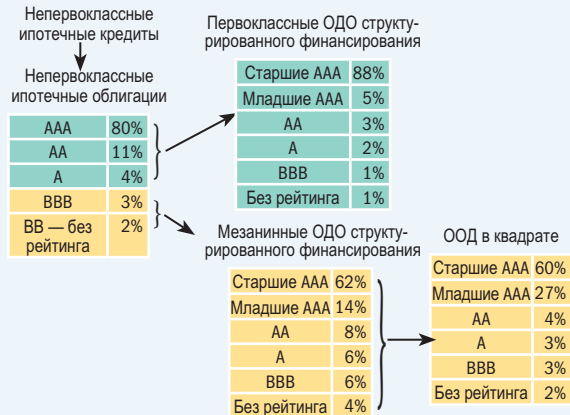
Как правило, самые старшие и старшие транши на вершине структуры капитала строятся таким образом, что они получают кредитные рейтинги AAA, то есть для них вероятность неполучения обещанных платежей очень низка.

До июля 2007 года, когда разразился финансовый кризис, выпуск продуктов структурированного кредитного финансирования возрастал экспоненциальными темпами. Например, эмиссия отдельных структурированных кредитных продуктов

в США и Европе увеличился с 500 млрд долларов в 2000 году до 2,6 трлн долларов в 2007 году.

Очень сложные продукты

Структурированные кредитные продукты разделены на множество слоев по вертикали и горизонтали.



Источник: оценки персонала МВФ.
Примечания. ООД = облигация, обеспеченная долговыми обязательствами. Процентные представляют долю облигации в соответствующем транше.

заемных средств по другим частям банковских балансов. Компании-кондуиты финансировались за счет более краткосрочных коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОА), тогда как обязательства КСИ примерно на одну треть состояли из КБОА и на две трети — из более долгосрочных финансовых инструментов. Проблема заключалась главным образом в непрозрачности: точный размер авуаров этих структур был неясен инвесторам в КБОА; а стратегия финансирования в общем случае не была известна ни широким кругам инвесторов, ни отдельным органам банковского надзора.

Когда доверие стало снижаться, многие держатели КБОА, обеспеченных неликвидными структурированными кредитными продуктами, обналчили свои авуары, сократили сроки погашения, которые они готовы были принимать, или потребовали более высоких ставок доходности, особенно если они подозревали, что хранимые кредитные продукты связаны с непервоклассной ипотекой. Многие КСИ и компании-кондуиты пользовались доступом к обусловленным кредитным линиям, которые предоставлялись им материнскими банками на случай, если покупатель КБОА решат не пролонгировать свои ценные бумаги. Истощение рынка КБОА в августе 2007 года привело к тому, что межбанковский рынок стал в значительной мере неликвидным, поскольку некоторые из этих кредитных линий были полностью израсходованы или же в связи с тем, что банки принимали активы КСИ или компаний-кондуитов на свои балансы, чтобы избежать риска потери репутации в глазах инвесторов. Поскольку банки перестали точно понимать свои собственные потребности в ликвидности, они запасали ее впрок, что еще больше усугубило неликвидность межбанковского рынка.

На начальном этапе центральные банки оказывали финансовой системе экстренную помощь в пополнении ликвидности, но потребность в ней стала хронической, и у центральных банков появилась необходимость в разработке новых способов ее предоставления. Для того чтобы адаптироваться к продолжавшемуся сокращению ликвидности, ведущие центральные банки, как правило, вносили изменения в свои операции (некоторые — в большей степени, чем другие). В ряде случаев для поддержания функционирования межбанковского рынка центральным банкам приходилось принимать новые виды залогового обеспечения, которое иногда было более низкого качества.

Несмотря на поддержку ликвидности центральными банками и, в ряде случаев, снижение процентных ставок интервенции, кризис углубился и расширился. Убытки крупных финансовых учреждений теперь включали не только те, которые относились к непервоклассным ипотечным кредитам в США (то есть убытки по самим этим кредитам и по связанным с ними структурированным продуктам), но и потери по креди-

там с высоким уровнем левириджа и связанным с ними структурированным продуктам, другим видам ипотек в США, коммерческой недвижимости и корпоративным кредитам, так как отсутствие кредитной дисциплины в прошлом становилось очевидным по мере ухудшения экономической конъюнктуры. С учетом всего этого, согласно оценкам МВФ, связанные с США убытки финансовых учреждений всех видов, как в США, так и за границей, могли составить примерно 945 млрд долларов США (МВФ, 2008 год). Хотя такие оценки неизбежно сопряжены с ошибками из-за неточности информации о рисках и использования рыночных цен, которые могли завышать стоимость ценных бумаг, рассчитываемую исходя из экономических детерминант, они позволяют предположить, что понесенные убытки выявлены еще не полностью.

В результате этого доверие контрагентов было подорвано, и финансовым учреждениям с ослабленными балансами, которым необходимо привлекать больше капитала и обеспечивать их финансирование, становится все дороже делать это. Издержки по финансированию собственного капитала и облигаций возросли. Это очевидно при рассмотрении рыночной оценки риска неплатежеспособности. В настоящее время такие риски, измеряемые спредами по свопам кредитного дефолта, в среднем в два с половиной раза больше для крупных банков, чем в начале 2007 года, хотя они несколько снизились после того, как Федеральная резервная система США вмешалась, чтобы помочь инвестиционному банку JPMorgan совершить поглощение фирмы Bear Stearns (см. рис. 2). Кроме того, если использовать методику, которая позволяет анализировать возможность того, что банкротство одного банка повлечет за собой банкротства других, вероятность множественных дефолтов значительно повышается, указывая на то, что при банкротстве одного банка могут обанкротиться пять других банков. Это означает, что риск цепной реакции среди крупных банков также возрос.

Дальнейшее ухудшение ситуации

Сложившаяся ситуация ухудшается в связи с рядом последних тенденций. Во-первых, *растет зависимость от количественных оценок рисков, в особенности кредитного риска, в отсутствие общего подхода к управлению рисками*. В последние годы количественное измерение различных рисков, особенно кредитных, существенно усложнилось. Комплексные структурированные кредитные продукты с особым трудом поддаются оценке, поскольку они сопряжены не только с кредитными рисками, но и с рисками ликвидности и рыночными рисками. Многие фирмы не знают, как классифицировать их в рамках своих систем управления риском, так как кредитный и рыночный риски часто анализируются по отдельности. И даже в тех случаях, когда сложность и взаимосвязанность этих рисков была понятна на рабочем уровне, такая информация по существу не передавалась высшему руководству организации или же не воспринималась им. Как следствие, в ряде случаев эти риски игнорировались.

Во-вторых, *расширившееся применение финансовыми учреждениями (в основном банками и хеджевыми фондами) правил принятия решений на основе переоценок по рыночным ценам привело к более быстрому снижению цен в результате вынужденных продаж*. Поведение такого рода может возникать в том случае, когда рыночные оценки становятся ниже некоторого предварительно установленного порогового значения, часто определяемого на уровне, позволяющем избежать дальнейших потерь, например, при помощи механизма «стоп-лосс» или требований о внесении гарантийного депозита, или же установливаемого регулирующим органом для защиты инвесторов, например, вкладывающих средства в пенсионные фонды. Хотя учет по справедливой стоимости является полезным методом в обычные времена, при использовании рыночных цен в периоды стресса он может привести к избыточной изменчивости в восприятии стоимости. Это, в сочетании с жесткими правилами принятия решений, может оказывать дестабилизи-

Рисунок 2

Угроза глобальной финансовой стабильности

Риск банкротства банков резко возрос с лета 2007 года.



Источники: Bloomberg L.P. оценки персонала МВФ.

¹ Среди 15 отобранных крупных и сложных финансовых учреждений (КСФУ).

² Показывает самую высокую вероятность дефолта среди 15 КСФУ, входящих в выборку, на каждый день.

рующее воздействие. Когда рынки становятся неликвидными, а цены падают из-за отсутствия активных покупателей, финансовые учреждения переоценивают стоимость своих ценных бумаг по новым, более низким ценам, что, в свою очередь, вынуждает их к продаже в случае несоблюдения пороговых значений, и это усугубляет понижающее давление.

В-третьих, *расширенное использование оптового и краткосрочного финансирования для поддержания бизнес-модели «выдать и распределить» выявило новый очаг уязвимости.* В этой новой бизнес-модели, при которой кредиты незамедлительно оформляются как секьюритизированные продукты и продаются другим инвесторам, рост (секьюритизированных) кредитов в большей степени зависит от готовности инвесторов держать коммерческие бумаги, обеспеченные активами, и ценные бумаги для финансирования новых секьюритизированных активов и в меньшей степени — от стабильных краткосрочных и долгосрочных депозитов в банках для финансирования традиционных кредитов. Это структурное изменение означает, что ликвидность банков в форме стабильных долгосрочных депозитов уменьшается, и взамен банки больше полагаются на «доброту незнакомцев». Степень такой уязвимости усугубила кризис, так как обычно хорошо функционирующие рынки финансовых средств иссякли, и создание кредита посредством секьюритизированных продуктов резко замедлилось. Идея распределения рисков по всему миру не означает, как считалось ранее, что национальные кредитные риски могут передаваться тем, кто в наибольшей мере приспособлен для их несения: в конечном счете, может оказаться, что банкам, составившим пакеты секьюритизированных продуктов, так или иначе приходится нести эти риски.

Стимулы, стимулы, стимулы

Что же можно сделать для решения этих проблем? На рынке недвижимости любой риэлтор сказал бы потенциальному покупателю, что тремя главными элементами инвестирования в недвижимость являются «местоположение, местоположение, местоположение». На глобальных финансовых рынках ответ — «стимулы, стимулы, стимулы». Существует множество стимулов, которые влияют на поведение финансовых рынков, причем некоторые из них являются частью механизма бесперебойного функционирования рынков, тогда как другие устанавливаются правилами и нормативами. Все эти стимулы с трудом поддаются изменению.

Проблемы управления риском. Без изменений в структуре управления крупными финансовыми учреждениями — вносимых для того, чтобы менеджеры, занимающиеся управлением риском, и оперативные менеджеры имели равный вес в глазах старшего руководства, старшие руководители обычно не уделяют достаточного внимания риску в компромиссном выборе между риском и прибылью. В идеальном случае оплата трейдеров должна корректироваться с учетом риска, а руководства — с учетом цикла. Это устранит двойную проблему, связанную с тем, что риски не получают достаточного внимания на стадии подъема, а трейдеры получают оплату за то, что они принимают ставки, которые приносят фирме высокую прибыль, но сопряжены с очень большим риском (что, возможно, проявляется только в долгосрочном плане после выплаты премий). Риск-менеджеры должны получать вознаграждение за качественный анализ в рамках управления риском, даже если старшее руководство в своих действиях не следует их советам.

Для того чтобы эти изменения действительно произошли, необходимо, чтобы акционеры настаивали на них как долгосрочных показателей функционирования (и, следовательно, сами были ориентированы на долгосрочную перспективу), или же чтобы их устанавливали регулирующие органы для устранения озабоченности, связанной с финансовой стабильностью — проблема, которая, в силу присущего ей характера «общественного блага», в противном случае не будет решена отдельными фирмами.

Модель «выдать и распределить». На пике циклического подъема учреждения, предоставляющие кредиты, могли передавать их другим сторонам без необходимости самим продолжать нести кредитные риски. Поскольку они не подвергались риску, у них не было стимулов проверять платежеспособность заемщика. Наиболее вопиющими случаями были кредиты, не требующие «ни доходов, ни работы, ни активов».

Стимулы к повышению кредитной дисциплины могут быть установлены, если учреждения, выдающие кредиты, будут удерживать часть рисков, связанных с будущими перспективами ссуд — либо посредством норм регулирования, либо в силу того, что на этом настаивают потенциальные инвесторы в секьюритизированные продукты. В любом случае достичь этого непросто. Существует множество путей нейтрализовать риск, связанный с кредитами, даже если они остаются на балансе. Широко распространено использование производных инструментов, и некоторые сложные методы трудно увязать с самими кредитами, что затрудняет проверку. В качестве альтернативного варианта можно было бы обязать кредитные учреждения предоставлять «хорошие» кредиты (возможно, путем поддержания определенных, предвзвешенно установленных отношений кредитов к стоимости или платежей к доходам заемщиков), оставляя некоторые риски на балансе без хеджирования и проводя мониторинг кредитов. Обеспечения соблюдения такого порядка связано с большими затратами времени и потребовало бы дополнительных ресурсов надзорных органов. Следует отметить, что прошлым летом органы банковского регулирования США издали новые, более жесткие инструкции для банков, с тем чтобы ограничить предоставление более рискованных видов ипотечных кредитов, и многие штаты также вводят руководящие положения в отношении небанковских ипотечных брокеров.

Внебалансовые структуры. Один из вопросов, возникающих в этой связи, касается стоимостных стимулов размещения активов во внебалансовых структурах и их финансирования через такие структуры, которые делают риски менее очевидными для инвесторов материнского финансового учреждения, а также для надзорных и регулирующих органов. Движение в направлении более совершенных правил в отношении достаточности капитала во всем мире (известных как система «Базель-II») может способствовать уменьшению стимулов к созданию внебалансовых структур, но только в том случае, если надзорные органы в полной мере используют свое дискреционное право выносить заключение о том, действительно ли риски передаются таким структурам и удовлетворяет ли банк, в этой связи, критериям для ослабления норм в отношении достаточности капитала. И даже в таком случае правила для определения надлежащего объема капитала по обусловленным кредитным линиям, за счет которых финансируется внебалансовая структура, потребуют пересмотра в соответствии с правилами, регламентирующими консолидацию дочерних предприятий.

Рейтинговые агентства. Поскольку услуги рейтинговых агентств оплачиваются теми, кто запрашивает рейтинги, эти агентства могут быть заинтересованы в присвоении базовой ценной бумаге слишком высокого рейтинга, чтобы эмитент мог привлечь покупателей и, в случае ухудшения условий, избежать слишком быстрого понижения рейтинга, с тем чтобы создать впечатление о наличии устойчивой и заслуживающей доверия рейтинговой системы. Этот отрицательный стимул может быть уменьшен, по крайней мере в определенной степени, требованием о точном и реалистическом подходе к процессу анализа кредитного риска, с тем чтобы обеспечить достоверность рейтингов и конечный спрос на ценные бумаги, которым они присваиваются.

Вслед за последними событиями агентства кредитного рейтинга договорились о том, чтобы попытаться разработать «барьеры» между различными частями их бизнеса, таким образом, который обеспечивал возможность для независимых

контрольных проверок между теми частями, которые проводят исходный рейтинг, и теми, которые отвечают за изменение рейтингов с течением времени. Это — шаг в правильном направлении, но опыт работы с такими сложными продуктами очень ограничен, и принцип экономии на увеличении масштабов при сборе и анализе информации о сложных продуктах позволяет предположить, что поддержание двух независимых подразделений в рамках одного агентства будет сопряжено с большими издержками и неэффективно. Некоторые предлагают, чтобы регулирующие органы приняли на себя функции проверки анализа и моделирования в качестве второго механизма контроля точности, однако здесь также потребуется сопоставить недостаток опыта и дополнительные расходы с возможными выгодами.

Оптовое финансирование. Наконец, финансовые учреждения имеют стимулы к тому, чтобы недостаточно тщательно защищать себя от системных событий в плане ликвидности. Тенденция к использованию оптового финансирования мотивируется стабильной конъюнктурой с низкими процентными ставками и движением к более обращающимся активам на балансах банков. Это означает, что оптовое финансирование обходится дешевле и является более эффективным — но только в благоприятные времена, когда его легко получить. При наступлении тяжелых времен инвесторы, предоставлявшие эти средства, переключаются на активы более высокого качества, и банкам становится труднее получать надежное финансирование. Когда дела начинают обстоит достаточно плохо, многие крупные финансовые учреждения предполагают, что центральные банки заполнят собой образовавшуюся пустоту.

Разумеется, проблемы с финансированием в отдельном учреждении отнюдь не радуют, но если с одними и теми же трудностями сталкивается большинство учреждений, тогда необходимость в обеспечении собственной защиты является менее неотложной. Поскольку учреждения не могут быть уверены в том, что проблемы финансирования, с которыми они сталкиваются, вызовут общесистемную реакцию центрального банка, они имеют определенные стимулы к тому, чтобы улучшать свои собственные системы управления риском ликвидности, но это будет иметь ограниченные масштабы, если они считают, что центральные банки, скорее всего, придут им на выручку — что и происходило до сих пор.

Таким образом, если общесистемная стабильность имеет большое значение, и фирмам недостает стимулов к тому, чтобы самостоятельно и полностью обеспечивать защиту ликвидности, потребуется та или иная форма надзорного или регулятивного контроля. Формы контроля могут различаться от страны к

стране и, возможно, в зависимости от вида финансового учреждения, но она должна быть ориентирована на то, чтобы финансовые учреждения принимали на себя больше издержек, связанных со страхованием от неблагоприятных событий в плане и ликвидности, чем они делают в настоящее время.

Один из методов мог бы заключаться в том, чтобы обязать учреждения поддерживать более высокий уровень ликвидных активов, которые они могут использовать в качестве залогового обеспечения по кредитам, полученным либо от других учреждений, либо от центрального банка. Такие коэффициенты ликвидных активов широко применяются во многих странах мира, но, возможно, их потребуется пересмотреть, чтобы учесть новые виды ликвидных инструментов или более высокие соотношения. Еще одним путем было бы повышение платы за страхование или обусловленные механизмы обеспечения ликвидности. Банки уже покупают такие страховки, но вопрос состоит в том, можно ли будет считать надежными такие контракты в случае наступления системного события. Следовательно, такое страхование может быть более эффективным, если оно предоставляется государством. Теоретически, объединение риска ликвидности в рамках государственного учреждения, такого как центральный банк, может быть предпочтительнее страхованию, предоставляемому в частном порядке.

* * * * *

События последнего времени поставили ряд непростых вопросов о том, каким образом проблема непервоклассных кредитов могла обостриться до такой степени, что она стала представлять угрозу для глобальной финансовой стабильности. Еще сложнее будет найти функциональные практические способы корректировки закрепившихся стимулов и структур — как на рынке, так и в регулятивных и надзорных системах, — которые привели к серьезным нарушениям финансового посредничества с потенциальным ухудшением финансового благосостояния граждан многих стран, многие из которых находятся вдалеке от эпицентра кризиса. ■

Лора Кодрес — начальник отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Литература:

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, April, World Economic and Financial Surveys (Washington).



IMF Survey

Посетите журнал
«Обзор МВФ»
онлайн по адресу:
www.imf.org/imfsurvey