

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

События последних шести месяцев продемонстрировали уязвимость мировой финансовой системы и поставили принципиальные вопросы о действенности ответных мер организаций частного и государственного сектора. События все еще разворачиваются, но в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) за апрель 2008 года уже производится оценка уязвимости этой системы и предлагаются предварительные заключения и выводы для экономической политики. Ниже приводятся некоторые основные темы, вытекающие из этого анализа.

- Была сделана коллективная ошибка в оценке степени использования заемных средств (левериджа) широкого круга организаций (банков, узкоспециализированных страховых компаний, поддерживаемых правительством структур, хеджевых фондов, и соответствующих рисков неупорядоченного закрытия их позиций.
- Управление рисками в частном секторе, раскрытие информации, надзор и регулирование в финансовом секторе отставали от стремительно вводившихся инноваций и изменений в моделях предпринимательской деятельности, открывая возможности для чрезмерного принятия риска, ослабления процедур гарантирования кредитоспособности, несовпадений по срокам погашения и инфляции цен активов.
- Завышалась оценка вынесения рисков за балансы банков. Поскольку риски материализовались, возникло сильнейшее давление на балансы банков.

- Несмотря на проведенную ведущими центральными банками беспрецедентную интервенцию на финансовых рынках сохраняется значительная напряженность, которая в настоящее время усугубляется более тревожными макроэкономическими условиями, низким уровнем капитализации организаций и повсеместным сокращением доли заемных средств.

В целом напряженность в мировой финансовой системе, несомненно, усилилась в период после публикации ДГФС в октябре 2007 года, и риски для финансовой стабильности остаются на высоком уровне. Системные вопросы, дающие основания для беспокойства, усугубляются ухудшением качества кредита, резким снижением стоимостной оценки структурированных кредитных продуктов и недостаточной ликвидностью рынка, которыми сопровождается повсеместное сокращение доли заемных средств в финансовой системе. Критически важная задача, стоящая в настоящее время перед директивными органами, заключается в принятии неотложных шагов по смягчению рисков еще более тяжелой корректировки, включая подготовку планов действий в непредвиденных обстоятельствах и других планов корректирующих мер, при параллельном устранении очагов текущих потрясений.

Глава 1. Оценка рисков для глобальной финансовой стабильности

В главе 1 изложено, как кризис распространился за пределы рынка непервоклассных ипотечных кредитов США — а именно, на рынки первоклассных жилищных ипотек и кредитов, обеспеченных коммерческой недвижимостью, потребительского кредита и корпоративного кредита с рейтингом от низкого до

высокого. Эпицентр все еще находится в США, поскольку на рынке непервоклассных ипотечных кредитов США началось снижение стандартов кредитоспособности и этот рынок первым испытал осложнения, вытекающие из связанных с этим структурированных кредитных продуктов. Последствия также не миновали финансовые организации в других странах, что объяснялось все теми же чрезмерно благоприятными финансовыми условиями в мире и (в различной степени) недостатками в системах управления рисками и в пруденциальном надзоре. Риску подвергаются и промышленно развитые страны с завышенными ценами на жилье (с учетом основных экономических показателей) или «напряженными» балансами корпораций или домохозяйств.

Страны с формирующимся рынком до сих пор в целом проявляли устойчивость. При этом некоторые из них остаются уязвимыми в случае оттока кредита, особенно в тех случаях, когда рост внутреннего кредита финансируется из внешних источников и значительные дефициты по счету текущих операций нуждаются в финансировании. На рынках долговых инструментов, особенно внешнего корпоративного долга, сказались потрясения в развитых странах, повысилась стоимость финансирования, и при ухудшении финансового положения нельзя исключить возможность дальнейших резких изменений в склонности инвесторов к риску, связанному с активами формирующихся рынков.

Убытки, вытекающие из ухудшения качества кредита и вынужденных продаж, а также замедление роста прибыли стали серьезным испытанием для балансов как банков, так и небанковских финансовых организаций. В главе 1 вновь проводится и расширяется анализ убытков, связанных с непервоклассными ипотечными кредитами,

начатый в ДГФС за октябрь 2007 года, и приводится прогноз, согласно которому снижение цен на жилье в США и растущие неплатежи по ипотечным кредитам могут привести к совокупным убыткам, связанным с рынком жилищных ипотек и соответствующими ценными бумагами, в размере приблизительно 565 млрд долларов, включая ожидаемое ухудшение первоклассных кредитов. С включением других категорий ссуд, первоначально выданных в Соединенных Штатах, и ценных бумаг, выпущенных там же и связанных с коммерческой недвижимостью, рынка потребительского кредита и корпораций, потенциальные убытки возрастают до приблизительно 945 млрд долларов. Согласно этим оценкам (несмотря на то что в их основе лежит неточная информация о фактических рисках и стоимостной оценке), ожидается потенциальное усиление давления на банковский капитал и дальнейшее списание. Кроме того, в сочетании с убытками небанковских финансовых организаций, в том числе узкоспециализированных компаний, страхующих облигации, банковской системе угрожают дополнительные последствия по мере продолжения сокращения леввериджа. Также возрастает риск судебных тяжб в связи с выполнением контрактов.

Наряду с этим усиливается беспокойство по поводу обратного влияния на макроэкономику. Уменьшившиеся резервы капитала и неопределенность в отношении размеров убытков банков и их распределения, в сочетании с обычной динамикой кредитного цикла, скорее всего, сильно повлияют на заимствование домашних хозяйств, инвестиции предприятий и цены активов, что, в свою очередь, отразится на занятости, росте объема производства и балансах. Эта динамика может оказаться более интенсивной, чем в предыдущих кредитных циклах, ввиду степени секьюритизации и

левериджа в финансовой системе. Таким образом, сейчас стало ясно, что потрясения в настоящее время не ограничиваются ликвидностью и отражают укоренившиеся уязвимые места балансов и слабость базы капитала, а это значит, что их последствия, вероятно, будут носить более общий характер и окажутся более глубокими и продолжительными.

Макроэкономическая политика должна будет стать «первой линией обороны», сдерживающей риск снижения темпов роста экономики, но директивным органам придется действовать на более широком фронте. Основная задача заключается в том, чтобы обеспечить скорейшее принятие крупными, системно значимыми финансовыми организациями дальнейших шагов по исправлению своих балансов, мобилизации собственного капитала и среднесрочного финансирования, с тем чтобы укрепить доверие и избежать дальнейшего разрушения кредитных механизмов, несмотря на то что в настоящее время это связано с возросшими затратами. Приток капитала от различных инвесторов, включая суверенные фонды накопления богатства, уже начался, но для содействия рекапитализации организаций потребуется дополнительное вливание капитала.

Наряду с решительным смягчением денежно-кредитной политики рядом ведущих центральных банков предоставлялась также ликвидность денежным рынкам с разными сроками погашения для обеспечения бесперебойной работы этих рынков. Такие действия, в некоторых случаях координировавшиеся между центральными банками, опирались на укрепление методов их работы. Последние события показывают, что в перспективе центральные банки должны будут еще поразмыслить о роли, которую денежно-кредитная политика, возможно, сыграла, в содействии

ослаблению кредитной дисциплины, и усовершенствовать свои инструменты для разрядки напряженности с ликвидностью в сегодняшней более глобальной финансовой системе. При этом неотложной задачей, стоящей перед директивными органами в некоторых странах с развитыми рынками, является устранение уязвимости в случае системной нестабильности такими методами, которые минимизируют как моральный риск, так и потенциальные бюджетные затраты. Помимо изучения первопричин, важно будет разобраться со стимулами и структурой оплаты труда в частном секторе, с тем чтобы снизить вероятность аналогичного усиления уязвимости в будущем.

Глава 2. Структурированное финансирование: вопросы стоимостной оценки и раскрытия информации

Распространение новых сложных структурированных финансовых продуктов, рынков и моделей предпринимательской деятельности сделали финансовую систему уязвимой по отношению к сбоям в финансировании и утрате доверия к ней. Глава 2 посвящена достаточно подробному изучению причин и обстоятельств столь отрицательного влияния, оказанного этим набором инструментов на финансовую стабильность. В частности, в этой главе рассматривается воздействие на финансовую стабильность методов стоимостной оценки и бухгалтерского учета структурированных кредитных продуктов, как при их выпуске (формировании), так и впоследствии. Также рассматриваются последствия рыночной оценки активов для банковских балансов в напряженное время или на неглубоких рынках. Поскольку агентства кредитного рейтинга продолжают играть важную роль в структурировании и оценке стоимости

этих продуктов, в главе рассматриваются методы составления рейтингов и делается вывод, согласно которому следует подумать о совершенствовании моделей, применяемых рейтинговыми агентствами.

Даже абстрагируясь от неопределенности стоимостной оценки и учета структурированных кредитных продуктов, бизнес-модель их финансирования, по всей видимости, имеет недостатки. Эти инструменты нередко хранились и финансировались в забалансовых структурах, связанных с банками, таких как механизмы структурированного инвестирования (МСИ) и компании-кондуиты. Во второй части главы 2 рассматриваются деловые и нормативные стимулы к созданию таких юридических лиц и то, что управление этими рисками не включалось в контекст систем банков для управления рисками — то есть частичный периметр консолидации риска явно оказался чрезмерно узким для надлежащей оценки рисков. Несмотря на то, что несовпадения по срокам погашения активов и обязательств широко распространены в банковской деятельности, эти МСИ с высокой долей заемных средств и компании-кондуиты приняли на себя чрезмерные несовпадения по срокам погашения. Они чрезмерно полагались на оптовые рынки для финансирования, что, в свою очередь, означало, что отрицательные стимулы и отсутствие прозрачности способствовали возникновению напряженности. Из этого также следует, что если распределение рисков соответствует их размещению и при этом резервируется достаточный капитал, соответствующий таким рискам, эти структуры могут оказаться намного менее жизнеспособными моделями предпринимательской деятельности, по крайней мере в их нынешнем виде.

Глава 3. Неликвидность рынка и финансирования: когда частный риск становится государственным

К распространению кризиса, превратившегося из проблемы финансирования МСИ и компаний-кондуитов в универсальное сокращение объема межбанковской ликвидности, были причастны системы управления риском ликвидности в банках. В главе 3 рассматривается связующее звено между ликвидностью рынка (возможностью купить и продать актив с небольшим изменением цены при этом) и ликвидностью финансирования (способностью платежеспособного учреждения своевременно производить согласованные платежи). Делается вывод, согласно которому некоторые новые инструменты, возможно, усилили потенциал отрицательных «спиралей ликвидности», при которых неликвидность рынка приводит к неликвидности финансирования и наоборот. Эмпирические исследования подтверждают мнение об укреплении связей между ликвидностью финансирования и рынка в период кризиса, как в Соединенных Штатах, так и в других развитых странах, тогда как до лета 2007 года такие связи фактически отсутствовали. Корреляции между несколькими формирующимися рынками долговых инструментов и ценами на суверенные обязательства и рынками финансирования США также заметно усилились во время кризиса, что свидетельствует о по-прежнему сильных взаимосвязях таких финансовых рынков во время кризисов.

В главе 3 отмечается, что тренды в состоянии крупных банков в развитых странах показывают, что эти банки в меньшей степени защищены от нехватки ликвидности, чем в прошлом. Опора на оптовое финансирование и благоприятные

финансовые условия позволили финансовым фирмам меньше беспокоиться о своих системах управления риском неликвидности и «недостаточно страховаться» на случай нехватки ликвидности, в большей степени полагаясь на интервенцию центрального банка для решения своих проблем с ликвидностью. Аналогичным образом, органы банковского надзора сосредоточили усилия на внедрении системы «Базель-II», и Базельский комитет лишь недавно приступил к пересмотру вопросов риска ликвидности.

Снижение уровня ликвидности рынков финансирования вызвало беспрецедентную интервенцию центральных банков, призванную ослабить напряженность на межбанковском денежном рынке. В главе 3 производится оценка успеха таких усилий, причем основное внимание уделяется действиям Федеральной резервной системы, Европейского центрального банка (ЕЦБ) и Банка Англии. Способность предоставить ликвидность многочисленным и разнообразным сторонам при помощи относительно диверсифицированного пула залогового обеспечения повысило эффективность операций ЕЦБ с ликвидностью. Федеральной резервной системе пришлось изменить свои методы работы, чтобы предоставить ликвидность нуждавшимся в ней банкам и ослабить негативное представление, связанное с использованием более доступного механизма переучета. Программа аукционов краткосрочных кредитов работает лучше, и недавно были созданы дополнительные механизмы, призванные в еще большей степени сдерживать давление ликвидности. В главе 3 производится предварительная эмпирическая оценка эффективности чрезвычайной поддержки ликвидности и делается вывод, согласно которому действия Федеральной резервной системы и ЕЦБ помогли ограничить нестабильность

процентных ставок денежного рынка, несмотря на кажущееся незначительным воздействием на уровни спредов.

Выводы и инициативы в сфере экономической политики

Несмотря на то что экономический рост и процветание последних являются убедительной иллюстрацией преимуществ финансовых инноваций, события последних восьми месяцев показали, что эти инновации сопряжены с издержками. Продукты передачи кредитного риска — инновации, призванные обеспечить широкое распространение риска, не всегда использовались для передачи риска тем, кто лучше всего может его нести. Более того, на удивление значительная часть рисков вернулась в банковскую систему, из которой они якобы были выведены. Несмотря на предупреждения в ДГФС и из других источников о повышенной доле заемных средств, встроенной в новые инструменты структурированного кредита, и принятии больших рисков, в настоящее время, по всей видимости, уровень левиреджа банков (и других финансовых организаций) превысил ожидания большинства. Кроме того, регулирование этих новых инструментов и методов и надзор за ними отставали от событий.

Ниже следует ряд кратко - и среднесрочных рекомендаций, относящихся к нынешнему эпизоду. Несколько других организаций и форумов (таких как Форум по финансовой стабильности, Совместный форум, Базельский комитет по банковскому надзору) одновременно разрабатывают свои собственные детальные стандарты и

указания, многие из которых, по всей вероятности, решат практические вопросы на более глубоком уровне, чем предлагаемые ниже рекомендации.

В краткосрочной перспективе...

Первоочередной задачей является ограничение продолжительности и серьезности кризиса. В первую очередь необходимо принять меры, направленные на уменьшение неопределенности и укрепление доверия к финансовым системам развитых рынков. Некоторые шаги могут быть предприняты частным сектором без необходимости в официальном регулировании. Для других шагов, в случае которых характер проблемы, как общественного блага, не позволяет решить ее силами исключительно частного сектора, потребуется участие официального сектора.

К сферам, в которых частный сектор может внести полезный вклад, относятся перечисленные ниже.

- **Раскрытие информации.** Предоставление общественности своевременной и сопоставимой отчетности о фактических рисках и методах стоимостной оценки, особенно о структурированных кредитных продуктах и других неликвидных активах, поможет развеять неопределенность в отношении позиций регулируемых финансовых организаций.
- **Восстановление балансов банков.** Списание убытков сразу же после того, как появляется возможность получить приемлемую оценку их размеров, поможет расчистить балансы банков. Учреждения с низким уровнем капитализации должны постараться без промедления привлечь

новый (собственный) капитал и среднесрочное финансирование, даже если связанные с этим расходы покажутся высокими.

- **Общее управление риском.** Полезно было бы огласить общую стратегию организаций, направленную на исправление недостатков управления риском, которые, вероятно, способствовали возникновению убытков и затруднений с ликвидностью. Структуры управления и интеграция управления различными видами риска в учреждении в целом нуждаются в совершенствовании. Вопрос об управлении риском невыполнения обязательства контрагентом вновь требует решения. Необходимо завершить повторное рассмотрение успехов, достигнутых за последнее десятилетие, и все еще существующих недостатков (вероятной неадекватности информации или структур управления риском).
- **Структуры оплаты руководителей.** Стимулы, которые могут сократить временной горизонт, учитываемый высшим руководством депозитных финансовых организаций в своих решениях, нуждаются в корректировке. В идеальном случае оплата труда в таких регулируемых финансовых организациях должна обеспечивать стимулы к исправлению недостатков управления риском на ранней стадии, созданию достаточных резервов капитала и ликвидности, и в целом принятию решений, укрепляющих долгосрочную жизнеспособность фирмы, с тем чтобы снижать системные риски.

Действия официального сектора в краткосрочной перспективе принесли бы наибольшую пользу в следующих сферах.

- **Сопоставимость режимов.** Наряду с аудиторами органы надзора могут поощрять прозрачность и обеспечивать последовательный подход к ценным бумагам, стоимость которых трудно оценить, так чтобы свести к минимуму расхождения в учете и стоимостной оценке между финансовыми организациями, работающими во всем мире. Органы надзора должны быть в состоянии оценить надежность моделей, используемых регулируемыми структурами для стоимостной оценки ценных бумаг. Возможно, потребуется более официальное признание определенной гибкости в неукоснительном применении справедливой стоимости в бухгалтерском учете во время напряженных эпизодов.
- **Интенсификация надзора.** Органы надзора должны будут усовершенствовать оценку достаточности (собственного) капитала в связи с рисками, которые могут оставаться неохваченными первым компонентом системы «Базель-II». Можно было бы уделить больше внимания обеспечению наличия в банках надлежащей системы управления риском (в том числе рыночным и риском ликвидности) и прочной структуры внутреннего управления. В том случае, когда органы надзора не удовлетворены системой управления риском или наличием адекватных планов на случай непредвиденных обстоятельств, они должны иметь возможность настаивать на увеличении резервов капитала и ликвидности.

- **Специальные отчеты о стабильности.** Для ослабления неопределенности и исправления необоснованных отрицательных впечатлений общественности, особенно в нынешнем контексте неликвидных ценных бумаг структурированного кредита, с трудом поддающихся стоимостной оценке, полезны были бы специальные отчеты о стабильности. Такие отчеты могли бы основываться на ценных данных из соответствующей надзорной информации, объективно оценивать текущие риски и выделять планы по устранению уязвимости в соответствующих странах.
- **Своевременные меры по работе с проблемными организациями.** Государственный сектор должен быть готов заранее и без промедления принять меры для ослабления напряженности в проблемных финансовых организациях. В таких случаях бывает обоснованным принятие коррективных мер на раннем этапе или вмешательство.
- **Государственные планы в отношении неблагополучных активов.** Национальным властям, возможно, целесообразно подготовить планы преодоления проблемы больших объемов неблагополучных активов, если их списание создаст разрушительную динамику и серьезно скажется на реальной экономике. Эта процедура будет различной в разных странах и разных секторах, но полезно было бы следовать примерам успешного предотвращения поспешной распродажи неблагополучных активов.

В странах с формирующимся рынком меры экономической политики должны сосредоточиться на снижении степени уязвимости в случае «эффекта домино»

развитых рынков. В частности, банкам в странах, в которых наблюдается стремительный рост кредита, финансируемый из внешних источников, необходимо разработать надежные и реалистичные планы на случай сокращения объема такого финансирования. В странах, полагающихся на внешнее финансирование, следует ожидать внутреннего давления в том случае, если возникнет дефицит международной ликвидности. Органам надзора за финансовым рынком в тех местах, в которых наблюдалось повышение цен жилья, полезно пересмотреть процедуры обращения взыскания на заложенное имущество и проверить, насколько правовые рамки способствуют плавному аннулированию «излишеств». Почти всем странам с формирующимся рынком следует рассмотреть надежность и детальность раскрытия информации общественности финансовыми организациями и надежность систем бухгалтерского учета, поскольку неопределенность в отношении надежности ведущих финансовых организаций порождает финансовую нестабильность. Органам надзора, регулирования и центральным банкам на формирующихся рынках следует пересмотреть свои собственные планы на случай непредвиденных обстоятельств — особенно связанные с управлением нехваткой ликвидности. Необходимо предпринять шаги совместно с органами надзора стран происхождения иностранных банков для координации таких планов и надзора на непрерывной основе.

В среднесрочной перспективе...

В среднесрочной перспективе необходимы дальнейшие коренные изменения. Директивным органам следует избегать «поспешного регулирования», особенно такого, которое чрезмерно подавляло бы инновации или могло усугубить последствия

текущего ужесточения условий кредитования. Кроме того, Базельское соглашение II о норме собственного капитала, при неукоснительном его применении, уже предоставляет возможности для усовершенствований в банковской деятельности. Тем не менее, некоторые сферы требуют дальнейшего внимательного изучения, особенно в отношении структурированных продуктов и режима забалансовых структур, так что потребуются дальнейшие корректировки основ.

Ввиду их роли в развитии кризиса структурированное финансирование и бизнес-модель секьюритизации, предусматривающая оформление и перераспределение, необходимо тщательно изучить для выявления проблем, требующих исправления. Важно отметить, что проблемой была не сама по себе секьюритизация, а сочетание слабых стандартов оценки кредитоспособности заемщика на рынке ипотечных кредитов США, сопутствовавшее развитию секьюритизации в направлении создания более сложных и непонятных структур, обеспечением которых служили активы все более низкого качества, и благоприятные финансовые условия, в которых была занижена оценка рисков. Задним числом можно назвать недостаточными резервы капитала, которые предназначались для покрытия этих рисков. Хотя в главе 2 не делается попытки дать исчерпывающий анализ отрицательных стимулов, приведших к чрезмерному росту структурированного финансирования, лежащего в основе кризиса, можно сделать некоторые предварительные рекомендации для экономической политики.

Частному сектору было бы целесообразно двигаться в следующих направлениях.

- **Стандартизация некоторых компонентов продуктов структурированного финансирования.** Она могла бы улучшить понимание рисков участниками рынка, способствовать развитию вторичного рынка с бóльшим объемом ликвидности и сопоставимости стоимостных оценок. Стандартизация могла бы также способствовать развитию клиринговой палаты, которая сделала бы взаимными риски невыполнения обязательства контрагентом, связанные с этими видами внебиржевых продуктов.
- **Прозрачность при оформлении и в последующее время.** Инвесторы могли бы лучше оценивать риск, связанный с секьюритизированными продуктами, если они получают более своевременную, комплексную и адекватную информацию о базовых активах и чувствительности стоимостной оценки к различным допущениям.
- **Реформа систем рейтинга.** В апрельском ДГФС за 2006 год рекомендовалась дифференцированная шкала рейтинга структурированных кредитных продуктов. Кроме того, новая шкала, чтобы быть информативной, должна сопровождаться дополнительными сведениями о возможности перевода структурированных кредитных продуктов в более низкую категорию. Этот шаг может потребовать переоценки нормативного и надзорного режима ценных бумаг, имеющих рейтинг.
- **Прозрачность и раскрытие информации.** Организаторы выпуска должны своевременно и регулярно предоставлять своим инвесторам

соответствующую сводную информацию об основных рисках в забалансовых структурах. В эти риски должно входить применение учреждениями инструментов регулирования кредитного риска, таких как страхование, и степень, в которой риски продолжает нести спонсор, особенно в критических ситуациях. В более общем плане организациям, устанавливающим стандарты, и органам регулирования следует подумать о сближении международной практики раскрытия информации (например, сроков и содержания).

Официальному сектору следует рассмотреть следующие сферы, в которых применение различных стандартов может повлечь за собой системные последствия.

- **Большее внимание применению результатов бухгалтерского учета на основе справедливой стоимости.** Необходимо тщательно изучить перспективы вынужденной продажи, вызванной снижением справедливой стоимости ниже определенного порогового значения. Пригодились бы методы, при помощи которых фирмы могли бы пересматривать элементы, лежащие в основе стоимостной оценки, без обязательной продажи активов. Необходимо будет дать переоценку степени, в которой такое «автоматическое приведение в действие» справедливой стоимостью поощряется или предусматривается в обязательном порядке в нормативах и инструкциях по надзору. В роль пруденциального надзора входит вынесение суждения о надежности различных методов определения справедливой стоимости, особенно при применении метода переоценки на основе модели. Организациям,

устанавливающим стандарты бухгалтерского учета, придется в растущей степени учитывать последствия для финансовой стабильности в своих методах бухгалтерского учета и руководящих указаниях.

- **Стимулы к созданию МСИ и компаний-кондуитов.** В принципе в системе «Базель-II» меньше стимулов, чем в системе «Базель-I», к передаче рисков таким структурам в целях снижения нормативного зачета в счет капитала. Тем не менее, потребуется неукоснительное применение системы «Базель-II» органами надзора стран, возможно, вооруженными более строгими инструкциями об условиях передачи риска и соответствующем освобождении капитала. Организациям, устанавливающим стандарты бухгалтерского учета, в сотрудничестве с органами надзора, следует вновь рассмотреть правила консолидации, с тем чтобы устранить стимулы к возможной непрозрачности забалансовой деятельности и рисков.
- **Ужесточение надзора за организациями, оформляющими ипотечные ссуды.** В Соединенных Штатах следует рассмотреть расширение банковских инструкций 2006 и 2007 года о надлежащей практике кредитования на небанковские организации, предоставляющие ипотечные ссуды. Эффективность координации между органами регулирования банковской деятельности также повысилась бы после устранения фрагментарности действий различных органов регулирования. Стоило бы подумать о разработке механизмов, которые

сохраняли бы за организацией, оформившей кредит, финансовую заинтересованность в предоставленных им кредитах.

Другой сферой, в которой недостатки способствовали возникновению кризиса, оказалось управление ликвидностью в финансовых организациях. В настоящее время стало очевидно, что под влиянием различных факторов, финансовые организации, возможно, в недостаточной степени принимали защитные меры на случай нехватки ликвидности — эта ситуация требует решения.

Кризис преподнес финансовым организациям многочисленные важные уроки, к которым относятся следующие.

- **Управление риском ликвидности.** Фирмы должны будут учитывать более резкие скачки цен (несбалансированность сроков погашения) и корреляционные колебания в своих моделях рыночного риска, внося корректировки в показатели риска там, где это возможно. Можно проводить усовершенствованные стресс-тесты с более длительными периодами неликвидности финансирования и усовершенствованными планами на случай непредвиденных обстоятельств. Инвесторам можно было бы предоставить более прозрачные сведения об управлении риском ликвидности в рамках фирмы.
- **Более реалистичные допущения в отношении ликвидности сложных структурированных ценных бумаг.** Использование фирмами в высшей степени структурированных ценных бумаг для формирования залогового обеспечения оказалось проблематичным во время кризиса. Наличие в балансах более значительных объемов в высшей степени ликвидных

активов для использования в качестве обеспечения могло бы облегчить организациям доступ к источникам финансирования в периоды напряженности.

Органы финансового регулирования и надзора также должны играть более активную роль в рассмотрении вопросов управления ликвидностью и инструкций по надзору, а также в изучении других усовершенствований регулирования.

- **Укрепление международных руководящих указаний о ликвидности.**
Рабочая группа по ликвидности Базельского комитета уже рассматривает способы укрепления действующих руководящих указаний в этой сфере, и срочный пересмотр был бы очень кстати. Применение нескольких валют для финансирования банков, ведущих операции по всему миру, подсказывает, что, возможно, необходим более единообразный подход к управлению ликвидностью в разных странах.
- **Мониторинг оптимальной практики.** Усовершенствованный метод мониторинга продвижения к достижению «оптимальной практики» управления ликвидностью (например, практики Базельского комитета, Совместного форума и Института международных финансов) мог бы помочь преодолеть расхождения между учреждениями. В случае недостаточного прогресса, возможно, понадобится система типа второго компонента, в которой органам надзора поручается обеспечение наличия соответствующих банковских систем управления ликвидностью, хранения банками достаточных резервов ликвидности и разработки хорошо составленных планов на случай непредвиденных обстоятельств.

Органы денежно-кредитного регулирования также должны будут пересмотреть свои операционные методы в свете кризиса. Это событие потребовало беспрецедентного вливания ликвидности на межбанковский рынок и использования операционных инструментов, не применявшихся в прошлом. Теперь центральным банкам следует прийти к схожим мерам политики, принесшим результаты во время кризиса, с тем чтобы усовершенствовать функционирование межбанковских рынков и распределение ликвидности. К мерам политики, заслуживающим рассмотрения, относятся следующие.

- **Расширение диапазона залогового обеспечения.** Из соображений практической целесообразности центральные банки должны быть способны работать с широким диапазоном залогового обеспечения, возможно, соглашаясь принимать обеспечение, которое размещалось бы в нескольких центральных банках. При этом центральным банкам потребуется надежная политика определения цен обеспечения, позволяющая избежать принятия чрезмерного кредитного риска и риска ликвидности на свои собственные балансы.
- **Широкий круг контрагентов.** Центральные банки должны располагать широким кругом банков – контрагентов, созданным при нормальных условиях, которые имеют право на получение ликвидности в напряженное время. Внесение изменений в эту группу в периоды напряженности может дать сигнал о том, что некоторые банки, возможно, имеющие приемлемое теперь обеспечение, пользуются льготными условиями.

- **Структура сроков погашения предоставленной ликвидности.** Могут пригодиться операционные процедуры, позволяющие предоставить ликвидность с разными сроками погашения. При этом изменение структуры баланса центрального банка по срокам погашения должно сопровождаться сообщением о том, каким образом оно вписывается в стратегию денежно-кредитной политики.
- **Совершенствование координации между органами финансового надзора.** Полезно было бы установить более тесные связи и усовершенствовать обмен информацией между центральными банками и другими организациями, осуществляющими надзор за финансовыми организациями, с тем чтобы лучше предвидеть трудности с ликвидностью и платежеспособностью. Центральным банкам следует обеспечить себе непрерывный доступ к информации об отдельных банках, с тем чтобы иметь возможность вынести независимое суждение о надежности потенциальных контрагентов.
- **Ответственность надзорных органов и обеспечение соблюдения.** Органы надзора должны иметь достаточные юридические полномочия и ресурсы. Например, если организации подотчетны нескольким органам регулирования и надзора, возникают дополнительные возможности для неясности и арбитража. По этой причине желательно, чтобы ответственность за надзор за какой-либо организацией и обеспечение соблюдения ею норм несло одно учреждение. Следует также улучшить

международный обмен информацией и координацию между такими органами.

* * *

Подводя итог вышесказанному, отметим, ряд сфер требует к себе усиленного внимания участников рынка из частного сектора и государственного сектора. Что касается Международного Валютного Фонда, он может более активно содействовать распространению оптимальной практики в случае финансового кризиса и оптимальной практики управления ликвидностью центрального банка. Эти вопросы входят в Программы оценки финансового сектора МВФ, и мы активизируем работу по их включению в рекомендации МВФ по экономической политике, предоставляемые на двусторонней и многосторонней основе.

Поскольку кризис еще не миновал, уроки, которые можно из него извлечь, остаются неполными. Тем не менее, некоторые вопросы требуют срочного решения. Так, приоритетной задачей должно стать укрепление доверия к финансовым организациям. Другие вопросы требуют дополнительных размышлений и изучения, с тем чтобы свести к минимуму непредусмотренные последствия нормативов или надзорной практики.

Тезисы для прессы по главе 2

Структурированное финансирование: вопросы стоимостной оценки и раскрытия информации

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДГФС), апрель 2008 года

Основные положения

- **Недостатки стоимостной оценки продуктов структурированного финансирования и раскрытия информации об этих продуктах способствовали углублению и продолжительности текущего финансового кризиса, вызвав серьезный кризис финансирования и доверия.**
- **Во многих случаях инвесторы недооценили риски, лежащие в основе этих сложных структурированных продуктов, отказавшись от надлежащей проверки и полагаясь в чрезмерной степени на оценки агентств кредитного рейтинга.**
- **Периметр риска для финансовых учреждений (то есть оценка рискованности деятельности учреждения) не учитывал надлежащим образом их фактического риска, связанного с забалансовыми структурами, такими как механизмы структурированного инвестирования или компании-кондуиты коммерческих ценных бумаг.**
- **Рекомендации для экономической политики должны быть направлены на устранение недостатков и пробелов в основе бухгалтерского учета и нормативной основе, и при этом не препятствовать финансовым инновациям и не нарушать бесперебойной работы рынков.**

Финансовый кризис, начавшийся в конце июля 2007, выявил недостатки, лежащие в основе новых сложных продуктов структурированного финансирования и рыночной основы, моделей деловой активности и правовой и нормативной среды, на которые опирались эти продукты. Кризис вызвал значительную неопределенность в отношении учетной стоимостной оценки финансовых активов; фактического риска для финансовых учреждений, в том числе связанного с забалансовыми рисками; и, соответственно, затянувшуюся неопределенность в отношении контрагентов и «прочности» их балансов.

Глава посвящена, главным образом, двум основным факторам, способствовавшим финансовым потрясениям. Во-первых, в ней рассматриваются методы стоимостной оценки и бухгалтерского учета продуктов структурированного финансирования. Во-вторых, освещаются деловые и нормативные стимулы, вызвавшие быстрый рост этих продуктов, в контексте методов управления риском финансовых учреждений. Кроме того, ввиду значительного влияния агентств

кредитного рейтинга в рейтинговой оценке и структурировании этих продуктов, в этой главе рассматриваются методологии составления этих рейтингов.

В главе указываются пробелы и потенциальные слабые места в каждой из этих сфер. Во-первых, последние события показывают, что применение основы учета по справедливой стоимости может вызвать дальнейшее снижение цен при наличии пороговых значений (установленных самими финансовыми учреждениями или нормативами), предусматривающих обязательную продажу активов, когда справедливая стоимость опускается ниже порогового значения. Во-вторых, финансовые учреждения создали забалансовые юридические лица, такие как механизмы структурированного инвестирования (МСИ) и компании-кондуиты коммерческих ценных бумаг, и не регулировали связанные с этим риски. Оказалось, что периметр консолидации банковского риска явно был слишком узким для надлежащей оценки рисков, поскольку они оставались непрозрачными для инвесторов и органов регулирования. Базельское соглашение II о норме собственного капитала устраняет многие из этих недостатков регулирования, но некоторые пробелы все же остаются. Кроме того, процикличность как пороговых значений в учете по справедливой стоимости, так и требований в отношении минимального размера капитала системы Базель II может взаимно усиливаться, усугубляя, таким образом, экономический спад.

Из этой главы вытекают несколько выводов для экономической политики, а также рекомендации для инициатив частного сектора, некоторые из последних в настоящее время уже рассматриваются. **В частном секторе:**

- **Стандартизация некоторых секьюритизированных финансовых продуктов** может облегчить понимание рисков инвесторами и стимулировать ликвидность при помощи развития вторичного рынка. Стандартизация могла бы также способствовать развитию клиринговой палаты, которая сделала бы риски невыполнения обязательства контрагентом, связанные с этими видами внебиржевых продуктов, взаимными.
- Помимо **дифференцированной шкалы рейтинга структурированных кредитных продуктов**, рейтинговые агентства должны в большем объеме предоставлять инвесторам аналитическую информацию, относящуюся к потенциальной чувствительности рейтингов.
- **Необходима прозрачность при формировании (выпуске) продукта**, которая должна включать достаточную и понятную информацию, позволяющую инвесторам лучше понять риски, связанные с продуктом, в том числе о базовых продуктах (активах), допущениях при стоимостной оценке и чувствительности к изменениям.
- **Финансовые учреждения, передающие риски забалансовым структурам, должны регулярно и своевременно раскрывать сводную информацию**, включая количественные параметры и чувствительность к кредитному,

рыночному рискам и риску ликвидности, а также сведения об изменениях этого фактического риска с течением времени.

В сфере государственной политики

- **Необходимо устранить недостатки применения результатов учета по справедливой стоимости.** Правила принятия решений, предписывающих обязательную продажу при падении справедливой стоимости ниже порогового значения, нуждаются в рассмотрении. Степень, в которой такие пороговые значения справедливой стоимости, автоматически предписывающие продажу, поощряются или предписываются регулированием и инструкциями по надзору, требует пересмотра.
- **Уточнение системы Базель II и ее точное применение заполнит некоторые пробелы в основе.** В главе предлагается в большей степени делать упор на третий компонент, посвященный мониторингу рынка и предоставлению надежной информации инвесторам и органам надзора; в рамках второго компонента расширить инструкции для органов надзора о переносе кредитного риска за балансы, и в рамках первого компонента пересмотреть веса рисков для условных кредитных линий.

Тезисы для прессы по главе 3
Неликвидность рынка и финансирования: когда частный риск становится
государственным

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФФС), апрель 2008 года

Основные положения

- **Во время текущего кризиса были установлены сложные связи между давлением ликвидности финансирования и ликвидности рынка. Они наслаивались друг на друга, создавая нисходящую спираль неликвидности.**
- **В благоприятных финансовых условиях последних лет многие финансовые фирмы стали меньше беспокоиться об управлении риском ликвидности ввиду их зависимости от источников оптового финансирования. Они «недостраховывались» на случай нехватки ликвидности в системе в целом и, в неявной форме, полагались на интервенции центрального банка для удовлетворения чрезвычайных потребностей в ликвидности.**
- **Для решения этого вопроса фирмы должны более серьезно относиться к управлению риском ликвидности. В частности, необходимы более строгие стресс-тесты, и органы надзора должны позаботиться о том, чтобы крупные фирмы были в состоянии обходиться без доступа к оптовым рынкам в течение длительных периодов.**
- **Центральные банки вводили соответствующие инновации для совершенствования распределения ликвидности и работы межбанковских рынков. Кризис продемонстрировал, что центральные банки должны быть в состоянии предоставлять ликвидность с разными сроками (погашения) широкому спектру контрагентов в обмен на широкий диапазон видов обеспечения.**

Распространение кризиса, превратившегося из проблемы финансирования МСИ и компаний-кондуитов в универсальное сокращение объема межбанковской ликвидности, показало, что управление ликвидностью в ряде банков не отвечало требованиям. Между тем, сокращение объема ликвидности на рынках финансирования потребовало проведения несколькими центральными банками беспрецедентной интервенции, призванной ослабить напряженность на межбанковском денежном рынке.

В главе 3 рассматривается связующее звено между ликвидностью рынка (возможностью купить и продать актив с небольшим при этом изменением цены) и ликвидностью финансирования (способностью платежеспособного учреждения

своевременно производить согласованные платежи). В ней также рассматриваются интервенции, проведенные различными центральными банками из соображений их политики. На основе анализа сделан ряд выводов для экономической политики.

Первоочередной задачей является ограничение продолжительности и серьезности кризиса. В первую очередь необходимо принять меры, направленные на ослабление неопределенности и укрепление доверия к финансовым системам развитых рынков. Некоторые шаги могут быть сделаны частным сектором без необходимости в официальном регулировании. Для других шагов, в случае которых характер проблемы, как общественного товара, не позволяет решить ее силами исключительно частного сектора, потребуется участие официального сектора.

Сферы, в которых можно усовершенствовать практику частного сектора

- Необходимо проводить более экстремальные стресс-тесты с более длительными периодами неликвидности финансирования и усовершенствованными планами на случай непредвиденных обстоятельств. Инвесторам и контрагентам следует предоставлять более прозрачные сведения об управлении риском ликвидности в рамках фирмы, особенно о подразумеваемых обязательствах по кредитованию забалансовых структур.
- Учреждения должны предать гласности свою общую стратегию управления риском ликвидности. Например, они могли бы указать длительность периода, в течение которого они поставили себе цель обойтись без оптового рыночного финансирования в случае его отсутствия, и свои базовые допущения.
- Увеличение объема в высшей степени ликвидных активов для использования в качестве обеспечения расширило бы доступ учреждений к источникам финансирования в периоды напряженности. Фирмы также должны осмотрительно управлять несопадением потоков денежных средств и концентрацией источников финансирования.

Сферы, в которых может потребоваться принятие мер официальным сектором

- Органы надзора могли бы уделять больше внимания обеспечению наличия в банках надлежащих систем управления риском ликвидности и прочной структуры внутреннего управления. В том случае, когда органы надзора не считают управление риском удовлетворительным, они должны настаивать на наращивании буферных резервов капитала и ликвидности.
- Усовершенствования, призванные обеспечить прогресс в достижении надежности методов управления ликвидностью, помогут устранить недостатки в некоторых учреждениях. В случае недостаточного прогресса могут понадобиться более традиционные инструменты регулирования риска ликвидности (например, минимальные авуары ликвидных активов).

- Своевременность действий при кризисе означает, что центральным банкам приходится вливать ликвидность в обмен на широкий спектр видов обеспечения. При этом центральным банкам необходима надежная политика определения цен обеспечения, позволяющая избежать принятия чрезмерного кредитного риска и риска ликвидности.
- Центральные банки должны иметь широкий кругом банков–контрагентов, созданных в нормальных условиях, которые могут получать ликвидность в напряженное время.
- Центральные банки должны располагать свободой действий для предоставления ликвидности с целым диапазоном сроков погашения.
- Центральные банки должны обеспечить себе доступ к информации об отдельных банках в достаточном объеме, с тем чтобы иметь возможность вынести независимое суждение о надежности потенциальных контрагентов. Следует также укрепить международный обмен информацией и координацию между органами регулирования.