

АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ

В условиях, когда финансовые рынки во всем мире подвергаются все более сильным потрясениям, для восстановления доверия к глобальной финансовой системе потребуются согласованные в международном масштабе и решительные меры политики. Если такие меры не будут приняты, может начаться период, на протяжении которого продолжающийся процесс сокращения доли заемных средств будет становиться все более беспорядочным и приводить ко все большим потерям для реальной экономики. В любом случае процесс восстановления упорядоченной системы будет трудным, поскольку существенное сокращение доли заемных средств является одновременно необходимым и неизбежным. В таких трудных и продолжающихся меняться условиях происходили недавние события, охарактеризованные в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС), где предлагаются меры политики, которые могут оказаться целесообразными в сложившихся обстоятельствах.

Доверие к глобальным финансовым учреждениям и рынкам сильно пошатнулось. Факторы, угрожающие системной стабильности, стали очевидными в сентябре, когда несколько важнейших организаций обанкротились или оказались на грани банкротства. Как было отмечено в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, напряженность, которую испытывает глобальная финансовая система, по всей вероятности, еще больше замедлит глобальный рост и помешает его возобновлению. Помимо этого, одной из

серьезных угроз является риск более неблагоприятного цикла негативной обратной связи между финансовой системой и экономикой в более широком плане.

Сочетание таких факторов, как рост убытков, снижение цен на активы и углубление экономического спада вызвало серьезную озабоченность относительно жизнеспособности все более широкого сегмента финансовой системы.

Происходящий в настоящее время процесс сокращения доли заемных средств, описанный в апрельском 2008 года ДГФС, ускорился и стал беспорядочным, что проявлялось в резком снижении цен на акции финансовых организаций, повышением стоимости финансирования и затрат, связанных с защитой от дефолта, а также падением цен на активы. Одним из результатов были внезапные банкротства организаций, когда рынки потеряли желание (или способность) предоставлять капитал и финансирование или приобретать активы. Разрозненные попытки преодолеть напряженность с ликвидностью и решить проблемы организаций, испытывающих финансовые трудности, не позволили восстановить доверие участников рынка, поскольку эти меры не могли решить широко распространившиеся глубинные проблемы. Усилившаяся обеспокоенность относительно риска невыполнения контрагентами своих обязательств создала почти тупиковую ситуацию на глобальных финансовых рынках. В главе 1 изложена основа для применения более комплексного подхода к политике, рассматриваемого в настоящее время в некоторых странах. В этой главе дается оценка того, насколько продвинулся процесс сокращения доли заемных средств и какой путь еще предстоит проделать. Кроме того, предлагается целый комплекс мер, призванных остановить процесс, ставший сейчас деструктивным.

В настоящее время восстановлению финансовой стабильности способствовало бы публично объявленное твердое намерение властей пострадавших от кризиса стран решать проблемы совместными усилиями на последовательной и комплексной основе. Хотя конкретные меры в разных странах неизбежно будут различными, опыт предыдущих кризисов свидетельствует о том, что определяя масштабы и направленность мер, способных сформировать основу для восстановления доверия в этих чрезвычайных обстоятельствах, можно руководствоваться пятью принципами, которые приводятся ниже.

1) Принимать меры, являющиеся комплексными, своевременными и четко сформулированными. Эти меры должны быть направлены на решение основных задач, обусловленных напряженностью в связи с сокращением доли заемных средств. В частности, необходимо *улучшить ситуацию в плане доступности финансирования*, его стоимости и сроков с целью стабилизации балансов; обеспечить *пополнение капитала* для поддержки жизнеспособных организаций, имеющих надежную основу, но в настоящее время не имеющих возможности предоставлять кредиты в достаточном объеме; и *поддержать проблемные активы*, используя балансы государственного сектора для содействия упорядоченному сокращению доли заемных средств. Применяя существующие или новые правила, властям следует избегать обострения проциклических эффектов. Цели принятия этих мер должны быть четкими, а порядок работы – прозрачным.

2) Стремиться принять комплекс последовательных и целенаправленных мер политики, направленных на стабилизацию глобальной финансовой системы во всех странах, с тем чтобы обеспечить максимальное

воздействие этих мер, в то же время избегать их неблагоприятного воздействия на другие страны.

3) Обеспечить быстрое принятие мер в ответ на ранее выявление факторов напряженности. Для этого необходимы высокая степень координации действий в рамках каждой отдельно взятой страны, а во многих случаях и между странами, а также механизмы, позволяющие решительно действовать потенциально различными категориями государственных органов.

4) Обеспечить гарантии того, что государственное вмешательство в чрезвычайных ситуациях носит временный характер, а интересы налогоплательщиков защищены. Подотчетность государства за свои действия имеет большое значение для всех заинтересованных сторон, а к числу условий оказания государством помощи должны относиться принятие частным сектором риска убытков и участие налогоплательщиков в возможной прибыли. Механизмы вмешательства должны сводить к минимуму моральный риск и в то же время учитывать критический характер ситуации и явную необходимость в государственной поддержке.

5) Преследовать среднесрочную цель укрепления стабильности, повышения конкурентоспособности и эффективности финансовой системы. Достижение этой цели требует как упорядоченной ликвидации нежизнеспособных финансовых организаций, так и укрепления основ международной макрофинансовой стабильности, что призвано способствовать повышению эффективности надзора и регулирования на национальном и глобальном уровнях, а также механизмов укрепления рыночной дисциплины. Необходимо укрепить

рынки финансирования и секьюритизации, имеющие решающее значение для установления ставок по кредитным ресурсам и посредничества при предоставлении кредитов, в том числе путем снижения риска невыполнения обязательств контрагентами при помощи централизованных клиринговых организаций.

Руководствуясь этими основополагающими принципами, необходимо принять конкретные меры с целью решения трех взаимосвязанных проблем, обусловленных сокращением доли заемных средств, которыми являются нехватка капитала, снижение и нестабильность стоимостной оценки активов и нарушение нормальной работы рынков финансирования. Для того чтобы сделать процесс сокращения доли заемных средств более упорядоченным, необходимо остановить раскручивающуюся спираль взаимодействия между этими тремя элементами.

Капитал. Согласно оценкам ДГФС, для того чтобы обеспечить продолжение роста частного кредитования, даже умеренными темпами, при одновременном повышении коэффициентов достаточности капитала банков в ближайшие несколько лет ведущим глобальным банкам потребуется около 675 млрд долл. США в виде дополнительного капитала. В этой связи можно рассмотреть возможность принятия следующих нескольких мер.

- Поскольку в настоящее время многим финансовым организациям становится все труднее мобилизовать частный капитал, властям может потребоваться пополнить капитал в жизнеспособных организациях. Хотя это можно сделать многими способами, предпочтительно, чтобы этот механизм приносил определенную

выгоду налогоплательщику и стимулировал существующих и новых частных акционеров к предоставлению нового капитала.

- Какой бы потенциально трудной ни была упорядоченная ликвидация нежизнеспособных банков, она продемонстрировала бы твердую решимость властей обеспечить создание конкурентоспособной банковской системы, располагающей достаточным капиталом.

Активы. По мере того как структуры частного сектора избавляют свои балансы от активов с целью сокращения доли заемных средств, использование балансов государственного сектора может помочь предотвратить «ликвидации по сниженным ценам», которые грозят уменьшением банковского капитала.

- Странам, в которых банки имеют крупные открытые позиции по секьюритизированным или проблемным активам, стоит подумать об использовании механизмов, при помощи которых государство приобретает такие активы или обеспечивает их долгосрочное финансирование. Благодаря этому ситуация для балансов должна стать более определенной. Создание компании по управлению активами обеспечит основу для большей юридической определенности и подотчетности.
- Если допустить более субъективный подход к применению правил переоценки на основе текущих рыночных цен, можно избежать растущих потребностей в капитале, ослабив давление, заставляющее оценивать стоимость ценных бумаг по заниженным ценам для быстрой распродажи. Применение такого подхода, основанного на

субъективных оценках, должно подлежать тщательному контролю и сопровождаться надлежащим раскрытием информации во избежание подрыва доверия к балансам существующих организаций.

Финансирование. Финансовые организации, полагающиеся в основном на оптовое финансирование, особенно на международных рынках, подвергаются весьма серьезным и усиливающимся рискам рефинансирования. Поэтому центральные банки стараются найти дополнительные варианты срочного финансирования для удовлетворения потребностей организаций в финансовых ресурсах. Изложенные выше меры, призванные повысить уровень капитала и поддержать стоимостные оценки активов, а также меры, уже принятые с целью повышения уровня ликвидности, должны обеспечить необходимую поддержку рынков, способствуя их надлежащему функционированию и восстановлению доверия к ним. Дальнейшие успехи в плане снижения рисков невыполнения обязательств контрагентами, в том числе в плане создания централизованных механизмов клиринга и расчетов, также будут способствовать улучшению ситуации. Однако опыт прошлых кризисов свидетельствует о том, что в некоторых обстоятельствах могут потребоваться дополнительные меры. В чрезвычайных обстоятельствах может потребоваться следующее:

- Обычные лимиты страхования депозитов индивидуальных вкладчиков можно повысить. Однако повышение лимитов страхования депозитов или, в случае дальнейшего ухудшения ситуации, использование всеобщей гарантии следует рассматривать

исключительно в качестве временной и чрезвычайной меры, которую разным странам лучше всего принимать скоординировано.

- Гарантии могут покрывать приоритетные и субординированные долговые обязательства в течение определенного периода времени. В идеальном варианте эти виды гарантий должны предусматривать определенные затраты для получающих их организаций, такие как плата за пользование, прохождение теста на пригодность или обеспечение соответствия другим критериям.

В то время как эти меры представляют собой общий подход, некоторые конкретные меры уже принимаются различными государственными органами, и налицо обнадеживающие признаки того, что рассматривается возможность принятия дополнительных мер. Среди других положительных факторов следует отметить решимость и твердое намерение властей действовать решительно и целенаправленно, значительные корректировки балансов, которые уже проводятся, и готовность к пересмотру глобальной основы регулирования. Это открывает возможности для введения механизмов, позволяющих обеспечить большее соответствие между регулированием и стимулами в различных юрисдикциях в среднесрочной перспективе. Однако в настоящее время следует продолжать уделять основное внимание сдерживанию разрушительных сил.

Глава 1

С учетом этих условий в главе 1 ДГСФ оцениваются масштабы дальнейших убытков, которые могут быть понесены глобальными организациями. В ней определяется необходимый уровень сокращения доли заемных средств в финансовой системе, оценивается сумма активов, от которых необходимо избавиться, и рассчитывается объем капитала, который потребуется привлечь. В результате этого анализа делается вывод о том, что для восстановления финансовой стабильности и придания процессу сокращения доли заемных средств более упорядоченного характера во избежание существенного сокращения объема кредитования потребуются государственные ресурсы. Наиболее значительным риском остается активизация цикла негативной обратной связи между финансовой системой и реальной экономикой.

Ввиду того что Соединенные Штаты остаются эпицентром финансового кризиса, в главе 1 более или менее подробно рассматриваются перспективы США. Продолжающееся снижение активности на рынке жилья США и более общее замедление роста экономики входят в число причин того, что ситуация с ссудами вновь ухудшилась: число случаев непогашения в срок первоклассных ипотечных кредитов и ссуд под коммерческую недвижимость, а также коммерческих и потребительских кредитов растет. Поскольку коэффициенты дефолта еще не достигли своих пиковых значений, а также учитывая недавнее ухудшение ситуации на рынке, объявленные убытки по кредитам и секьюритизированным активам США, вероятно, еще увеличатся, примерно до 1,4 трлн долл. США, что

значительно выше оценки в апрельском выпуске ДГФС 2008 года. При том что снижение экономической конъюнктуры приобретает все более широкие масштабы, финансовые организации будут все чаще нести убытки, в том числе по неамериканским активам. В некоторых европейских странах эти трудности также усугубляются ослаблением местных рынков жилья.

Финансовые организации привлекали капитал для укрепления своих балансов, и вначале эти усилия были успешными, но возможности для дальнейшей эмиссии, вероятно, будут более ограниченными и дорогостоящими из-за ослабления уверенности в базовой стабильности организаций. В этой связи в главе 1 высказывается предположение о том, что сокращение доли заемных средств в банковской сфере будет происходить по целому ряду направлений: оно потребует продажи активов, более медленного наращивания новых активов и радикальных изменений в моделях банковской деятельности ввиду практически полного исчезновения многих прежних источников доходов. Аналогичный процесс сокращения доли заемных средств идет во многих небанковских организациях, таких как хеджевые фонды, чьи возможности для использования финансирования при помощи гарантийного счета и частных рынков РЕПО для создания позиций со значительной долей заемных средств резко сократились. Напряженность на рынках финансирования привела к тому, что участилось изъятие средств из паевых инвестиционных фондов денежного рынка, и повысился риск пролонгации для корпоративных заемщиков. О масштабном характере разворачивающихся событий свидетельствует тот факт, что в течение одной недели независимые инвестиционные банки исчезли с финансового ландшафта США. Хотя

долгосрочные последствия не ясны, финансовые сектора, вероятно, консолидируются, необходимо будет найти новые бизнес-модели, и в обозримом будущем фирмам придется действовать, используя меньшую долю заемных средств.

Сохраняющаяся неопределенность относительно стоимостной оценки того, что когда-то считалось активами с низким риском, затрудняет определение достаточности капитала. В главе 1 отмечается, что большинство участников рынка, рейтинговых агентств и органов регулирования согласны с тем, что резервы капитала должны стать выше, чем предполагалось раньше. Кроме того, они должны быть основаны на перспективном анализе риска, а не на механическом применении нормативных коэффициентов. Если переход к постоянно более высоким нормам капитала будет предусмотрен в обязательном порядке, он должен осуществляться поэтапно, так чтобы достижение этих норм не усиливало происходящий циклический спад. Хотя достижение этих более высоких уровней еще больше замедлит восстановление нормальных условий кредитования, к концу 2009 года этот процесс должен достаточно продвинуться вперед, чтобы у финансовых организаций появилось больше возможностей для поддержания экономического подъема.

Хотя сначала формирующиеся рынки оставались достаточно устойчивыми к глобальным финансовым потрясениям, в последнее время они подвергаются все более сильному давлению. Стоимость и доступность финансирования стали представлять собой более сложную проблему, и фондовые рынки подверглись резкой корректировке, хотя и с повышенных уровней. Отток капитала

активизировался, что привело к снижению уровня международной, а в некоторых случаях и внутренней ликвидности. Заемщики и финансовые организации на формирующихся рынках окажутся в более трудных макроэкономических условиях. Директивные органы также столкнутся с проблемами, поскольку глобальный экономический рост замедляется, а запаздывающее воздействие на инфляцию в странах продолжается — причем все это происходит на фоне снижения доверия к рынкам и замедления притока средств на эти рынки. Существует серьезный риск того, что такое стечение обстоятельств может ускорить наступление спада в цикле внутреннего кредита в некоторых странах с формирующимся рынком.

В главе 1 также изложены некоторые более конкретные политические последствия, с которыми придется иметь дело властям, чем те, которые были представлены выше. Это основано на приведенных в главе результатах анализа и выводах предыдущих ДГФС. Хотя в центре внимания находится то, что следует делать государственному сектору, финансовые организации частного сектора продолжают играть решающую роль в выявлении и устранении недостатков, с тем чтобы поставить финансовое посредничество на более прочную основу. Основными элементами, которые потребуется укрепить при поддержке со стороны органов регулирования и надзора, являются следующие:

- *Поддержание упорядоченного процесса сокращения доли заемных средств.* Финансовые организации должны, во-первых, сосредоточить внимание на укреплении своих балансов — предпочтительно путем привлечения нового капитала, а не продажи

активов, и, во вторых, обеспечивать наличие адекватных источников финансирования в соответствии со своей бизнес-моделью.

- *Укрепление систем управления риском.* В рамках общего повышения эффективности управления риском фирмы должны стремиться формировать пакеты оплаты труда таким образом, чтобы вознаграждать за прибыль с учетом риска, используя более обоснованную практику управления риском и уделяя больше внимания долгосрочному компоненту оплаты труда.
- *Совершенствование методов стоимостной оценки и представления отчетности.* Введение новых руководящих принципов раскрытия информации Форума по финансовой стабильности (ФСС) и частое обновление систем стоимостной оценки активов и раскрытия информации снизит неопределенность и станут важными шагами, которые могут помочь обеспечить наличие информации о состоянии контрагентов.
- *Разработка более качественных механизмов клиринга и расчетов для внебиржевых продуктов.* Усилия частного сектора по созданию клиринговых и расчетных механизмов для снижения риска невыполнения обязательств контрагентами должны продолжаться без задержек, особенно в отношении быстро растущего рынка свопов кредитного дефолта, где в настоящее время необходимо срочно решить вопросы, касающиеся расчетов. Целесообразно было бы ввести более высокую плату за капитал с учетом риска невыполнения

обязательств контрагентами, и в настоящее время этот вопрос рассматривается различными органами регулирования.

Глава 2

Сочетание рисков неликвидности и неплатежеспособности привело к тому, что в течение определенного периода спреды краткосрочных процентных ставок были повышенными, а объемы операций существенно сократились, причем стресс на рынках финансирования продолжается уже в течение беспрецедентно длительного периода времени. В главе 2 анализируется продолжающаяся неспособность рынков банковского финансирования выполнять их роль в распределении ликвидности между банками и квазибанковскими организациями и соответствующие последствия для передачи воздействия денежно-кредитной политики через механизм процентной ставки.

Прежде всего в этой главе отмечается, что процедуры установления краткосрочных процентных ставок, включая ставку предложения на Лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) и ставку Еврибор, исправны, но желательно их улучшить, так как ставки ЛИБОР, согласно оценке, лежат в основе контрактов по производным финансовым инструментам на сумму примерно 400 трлн долл. США. Хотя в большинстве своем анализ, приведенный в настоящей главе, предшествовал недавнему резкому повышению ставок ЛИБОР, основные рекомендации остаются неизменными. Результаты проведенного в этой главе анализа причин повышенных спредов между ЛИБОР и рынком индексных свопов «овернайт» (ИСО)

подтверждают, что обеспокоенность относительно дефолтов стала одной из главных составляющих спреда между ЛИБОР и ИСО в долларах США с начала 2008 года. Кроме того, спреды по валютным свопам обуславливали спреды между Еврибор и ИСО и спреды между ЛИБОР и ИСО в фунтах стерлингов, а это означает, что давление на ликвидность в долларах США распространяется на эти другие валюты.

В этой главе также рассматривается вопрос о том, как существующий кризис повлиял на механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики через процентную ставку, в свете трех более долгосрочных тенденций, выразившихся в повышенном росте активности квазибанковских организаций, более широком использовании рынков оптового финансирования и переходе от стабильной депозитной базы к увеличению доли финансирования с короткими сроками погашения. Хотя эти тенденции в целом сделали механизм передачи воздействия процентной ставки более стабильным, в течение последнего года равномерное соотношение между ставкой интервенции и ставками кредитования, которое установилось раньше, резко изменилось, особенно в США. С середины 2007 года по июнь 2008 года надежность прогнозов по ставкам кредитования как в США, так и в зоне евро снизилась, причем применительно к США – в большей степени.

В этой главе рекомендуется:

- *Улучшить инфраструктуру рынков финансирования.* В частности, при расчетах ЛИБОР более широкая выборка банков и котировок, включающая также небанковские источники необеспеченного

срочного финансирования, а также опубликование агрегированных данных об объемах операций, способствовала бы повышению доверия к этим контрольным ставкам.

- *Официальным органам следует уделять больше внимания кредитным рискам и рискам ликвидности.* Поскольку широкие межбанковские спреды были обусловлены в основном рисками банковских трудностей (включающими как кредитные риски, так и риски ликвидности), маловероятно, что все более облегченный доступ к получению экстренной ликвидности от центральных банков сможет ослабить продолжающуюся напряженность на рынке межбанковского финансирования. Государственным органам необходимо продолжать принимать меры в отношении рисков невыполнения обязательств контрагентами, поскольку частным организациям все труднее и труднее это делать.
- *Ограничить косвенную поддержку денежным рынкам.* Следует тщательно проработать кредитные механизмы центральных банков, направленные на восстановление функций межбанковских рынков по передаче воздействия денежно-кредитной политики. Они должны стимулировать участников рынка к тому, чтобы начать проводить операции между собой и, таким образом, создать возможность для упорядоченного прекращения участия центрального банка. Внесение Европейским центральным банком изменений в его политику в

отношении залогового обеспечения, начиная со следующего года, является одним из шагов в этом направлении.

- *Поощрять сотрудничество и связи между центральными банками.*

Недавние события подчеркнули значение надлежащего функционирования валютных своповых рынков в дополнение к национальным денежным рынкам. В частности, ведущие центральные банки отреагировали на последний виток напряженности с ликвидностью, предприняв совместные действия, направленные на удовлетворение потребностей в валютном финансировании. Регулярные сообщения центральных банков об их действиях и основаниях для этих действий могут способствовать уменьшению неопределенности. Продолжающаяся конвергенция их операционных процедур также будет способствовать достижению этой цели.

Глава 3

С самого начала кризиса роль практики бухгалтерского учета на основе справедливой стоимости (УСС) подвергалась тщательному анализу. В главе 3 рассматривается потенциальная проциклическая роль, которую могло играть применение методов УСС в разворачивании и итогах текущего кредитного цикла.

В этой главе, в которой используются фактические учетные данные по пяти представительным видам финансовых организаций, проводится имитационное

моделирование воздействия на балансы нескольких шоков, соответствующих недавним событиям. Анализ подтверждает, что, в зависимости от видов активов и обязательств, представленных в балансе, эти шоки усиливают циклические колебания стоимостных оценок. Имитационное моделирование используется также для изучения потенциальных корректировок, связанных с методами УСС, и показывает, что такие корректировки действуют, как и ожидается, в направлении сглаживания циклической вариации, но присваиваемые при этом стоимостные оценки показателей не представляют собой справедливую стоимость. Вместе с тем следует признать, что в некоторых случаях, например, на очень неликвидных рынках или в динамичных или тяжелых условиях, УСС может также приводить к стоимостным оценкам, которые не отражают долгосрочные экономические детерминанты и рассматриваемые денежные потоки и риски.

В целом в этой главе делается вывод о том, что применение УСС по-прежнему является перспективным вариантом, но потребуются дальнейшее совершенствование методологий УСС, с тем чтобы сгладить преувеличенные эффекты некоторых методик стоимостной оценки. Одна из основных задач в предстоящий период будет заключаться в улучшении основы УСС, с тем чтобы она могла способствовать укреплению рыночной дисциплины и финансовой стабильности. Надлежит согласовать различные подходы к учету, пруденциальному регулированию и управлению риском, с тем чтобы они, взятые вместе, способствовали повышению стабильности финансовой системы. Важно то, что для обеспечения согласованности потребуются корректировки во всех трех областях.

В отношении экономической политики рекомендуется следующее.

- *Выборочное дополнение информации о стоимостных оценках.*
Стоимостные оценки бухгалтерского учета как таковые должны сопровождаться дополнительной информацией, например, об ожидаемой дисперсии стоимостных оценок УСС, методах моделирования и исходных допущениях, с тем чтобы пользователи могли соответствующим образом оценивать риски рассматриваемой организации.
- *Увеличение резервов капитала и резервов на покрытие возможных убытков по ссудам.* Более крупные резервы капитала и использование перспективного подхода к созданию резервов на покрытие возможных убытков способствовало бы защите от спадов в рамках цикла. На тот случай, когда целесообразно иметь защиту от полномасштабного понижительного цикла, результаты имитационного моделирования предлагают создавать резерв капитала в размере примерно 30–40 процентов сверх обычного уровня (в благоприятные времена) на случай наиболее серьезных шоков.
- *Представление целевой информации о рисках.* Фирмы могли бы рассмотреть вопрос о представлении более целенаправленной отчетности, предназначенной для того, чтобы удовлетворять различные потребности пользователей. В зависимости от целевой

аудитории чаще представляемые, более сжатые отчеты могут быть полезнее, чем объемные отчеты, представляемые менее часто.

Глава 4

Страны с формирующимся рынком (СФР) не находились в центре кризиса, но их уязвимость от эффектов цепной реакции не следует недооценивать. В главе 4 рассматриваются рынки акций в странах с формирующимся рынком, с тем чтобы определить, в какой степени стоимостные оценки фондового рынка обусловлены внешними/глобальными и внутренними/фундаментальными факторами. В этой главе делается вывод о том, что глобальные факторы играют важную роль в объяснении динамики цен на акции в странах с формирующимся рынком, равно как и внутренние экономические детерминанты. Кроме того, в главе 4, в которой используются различные показатели корреляции, делается вывод о том, что вероятность вторичных эффектов в странах с формирующимся рынком возросла, что говорит о расширении передачи воздействия через изменения цен на акции. Это, в свою очередь, может повлиять на потребление и инвестиции в странах с формирующимся рынком, хотя установлено, что такие связи между макроэкономикой и финансовой сферой незначительны и обычно проявляются постепенно. Тем не менее, высказывается предположение о том, что директивным органам необходимо будет и в дальнейшем продолжать стремиться к повышению устойчивости внутренних финансовых рынков в своих странах.

В частности, стандартные меры политики, которые могут способствовать повышению устойчивости рынков, хорошо известны и, как правило, включают следующее.

- *Содействие формированию более широкой и диверсифицированной базы инвесторов.* Стимулировать разнообразие инвесторов, в том числе институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании, которые, как правило, имеют более долгосрочные горизонты инвестирования.
- *Содействие в выявлении цен.* Устранять препятствия для выявления цен, избегая искусственных задержек в выявлении цен и ограничения изменений цен.
- *Содействие развитию инфраструктуры.* Принятие правовых, регулятивных и пруденциальных правил, соответствующих международной оптимальной практике.
- *Обеспечение эффективного функционирования фондовых бирж..* Эффективно функционирующая биржевая среда и вспомогательная инфраструктура для торговли акциями и новыми финансовыми инструментами также может способствовать развитию рынков капитала, хотя усовершенствования и инновации должны проводиться в надлежащей последовательности.

* * *

В настоящее время начинает претворяться в жизнь ряд выводов для экономической политики, сделанных в результате кризиса, и еще предстоит сформулировать и оценить многие другие выводы, прежде чем можно будет приступить к их реализации. МВФ активно участвует в дискуссиях по целому ряду вопросов, и некоторые из них освещаются в этом последнем выпуске ДГФС.

Рекомендации по вопросам экономической политики, представленные в апрельском выпуске ДСФГ 2008 года, не повторяются здесь в полном объеме, однако они сохраняют свою актуальность. МВФ будет продолжать сотрудничать с ФСС, наблюдать за динамикой и оказывать содействие государствам-членам — посредством проведения надзора на двусторонней основе, включая Программы оценки финансового сектора, а также технической помощи, — в повышении жизнеспособности и устойчивости их финансовых систем по отношению к глобальным рискам финансового сектора.