

РЕЗЮМЕ ДЛЯ РУКОВОДСТВА

После выхода в свет «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» в апреле 2007 года глобальная финансовая устойчивость подверглась серьезному испытанию. Произошло увеличение кредитных и рыночных рисков, и усилилась волатильность на рынках. На рынках растет осознание степени снижения кредитной дисциплины в последние годы — в первую очередь на рынках ипотечных кредитов заемщикам с пониженной кредитоспособностью и кредитов с левэриджем в США, но также и на других связанных с ними кредитных рынках. Это послужило толчком к сокращению операций с некоторыми рискованными активами и уменьшению доли финансирования за счет заемных средств, что привело к расширению кредитных спредов по более рискованным классам активов и повышению волатильности на рынках облигаций и акционерного капитала. Из-за отсутствия цен и вторичных рынков для некоторых структурированных кредитных продуктов и неопределенности в отношении возможного места возникновения потенциальных убытков и их размера возникли нарушения в работе некоторых денежных рынков и сложности с финансированием для ряда финансовых учреждений, обусловленные тем, что некоторые контрагенты не желали предоставлять кредиты учреждениям, являющимся, по их мнению, держателями низкокачественных, неликвидных активов. Вызванные этим нарушения потребовали чрезвычайных инъекций ликвидности, осуществленных рядом центральных банков в целях содействия упорядоченному функционированию этих рынков.

Потенциальные последствия этих событий нельзя недооценивать, а процесс стабилизации, скорее всего, будет длительным. Нормализация кредитных условий может наступить нескоро, а некоторые методы практики, сформировавшиеся на рынках структурированных кредитов, нуждаются в изменениях. С другой стороны, мировая экономика вступила в настоящий период волнений с высокими показателями роста, особенно в странах с формирующимся рынком. Системно значимые финансовые учреждения вошли в него, обладая достаточным капиталом, позволяющим справиться с вероятным уровнем убытков по кредитам. Несмотря на продолжающуюся серьезную коррекцию на финансовых рынках, темпы роста мировой экономики остаются высокими, хотя и можно ожидать их некоторого снижения. Риски замедления роста существенно возросли, и, даже если они не реализуются на практике, последствия настоящего периода волнений будут значительными и далеко идущими. В конечном итоге необходимо будет извлечь уроки как для частного сектора, так и для органов регулирования и надзора в целях усиления способности финансовой системы противостоять будущим стрессам.

Угроза финансовой стабильности возросла с возникновением неопределенности на денежных рынках, являющихся источником краткосрочного финансирования (особенно рынков коммерческих бумаг). Главной причиной существующих волнений стали дисбалансы в финансировании, выразившиеся в том, что среднесрочные, неликвидные и сложные для оценки активы, такие как структурированные кредитные ценные бумаги, финансировались за счет чрезвычайно краткосрочных ценных бумаг денежного рынка — нередко за счет коммерческих бумаг, обеспеченных активами. Неликвидность рынков и трудности с определением стоимости сложных

структурированных продуктов, удерживаемых в качестве активов, стали дополнительными факторами усиления рисков финансовых дисбалансов. Таким образом, широкое распространение структурированных кредитных продуктов, потенциально полезное с точки зрения защиты финансовой системы от концентрации кредитного риска в банках, привело к существенному росту неопределенности в отношении уровня рисков и конкретного места их нахождения.

Указанный дисбаланс финансирования был создан многочисленными посредническими структурами и структурами целевого назначения, предполагавшими, что они смогут держать свои неликвидные активы до срока погашения. Многие из таких структур были связаны с регулируемыми банками, а их стратегия финансирования в существенной степени зависела от обусловленных механизмов предоставления ликвидных средств этими банками. Когда возникли сомнения в качестве некоторых базовых активов и высокие рейтинговые оценки стали восприниматься как не столь надежные, цены активов упали, пролонгация соответствующих обеспеченных активами коммерческих бумаг чрезвычайно затруднилась и источники финансирования начали истощаться. Вследствие этого возникла угроза превращения обусловленных забалансовых обязательств регулируемых банков в их «балансовые» обязательства. Проблемы с финансированием сперва начали ощущаться в Европе, а затем затронули и ряд других регионов. Быстрое распространение волнений из одной части финансовой системы в другую, иногда через непрозрачные и переплетенные каналы, стало неожиданностью как для участников рынков, так и для официального сектора. Неопределенность в отношении того, в каком месте произойдет очередная материализация забалансовых рисков банка, привела к

расслоению уровней ставок по межбанковским кредитам. Банкам, предположительно несущим потери по структурированным кредитным продуктам и вынужденным выполнять обязательства по условным кредитным линиям, открытым своим посредническим структурам и структурам целевого назначения, приходится иметь дело с более высокими межбанковскими ставками. Иногда приток средств на межбанковский рынок блокируется из-за стремления некоторых крупных банков сохранить ликвидность на случай, если им понадобится финансировать другие направления своей деятельности, например, крупную серию приобретений за счет заемных средств, запланированную на оставшуюся часть года. В целом, ощущаемая степень риска невыполнения обязательств контрагентом резко увеличилась, и возросло, по крайней мере на какое-то время, желание иметь под рукой дополнительные ликвидные средства.

В «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» за апрель 2007 года были обозначены причины, лежащие в основе происходящей коррекции. Ослабление кредитной дисциплины и потенциальное благодушие, на которые было обращено особое внимание в этом издании, привели к накоплению кредитных рисков на ипотечном рынке США, рынке приобретений за счет заемных средств и некоторых рынках кредитов странам с формирующимся рынком. Благоприятные экономические и финансовые условия последних лет ослабили стимулы к проведению должной проверки заемщиков и контрагентов. Кроме того, популярная среди финансовых учреждений модель «выпуска и последующего распределения» кредитных продуктов означала, что многие из них предпочитали не оставлять у себя, а рассредоточивать созданный ими кредитный риск, что снижало их заинтересованность в мониторинге

заемщиков. Возможно также, что инвесторы в распределяемые таким образом ценные бумаги ослабили бдительность, необходимую при оценке рисков ликвидности или рисков леввериджа, или предпочли чрезмерно полагаться на оценки рейтинговых агентств при анализе рисков по сложным финансовым инструментам. Напряженное положение на жилищном рынке США привело затем к ухудшению качества ценных бумаг, обеспеченных закладными на недвижимость, — важного компонента мировой финансовой системы. Вызванные этим многочисленные понижения кредитных рейтингов этих ценных бумаг рейтинговыми агентствами стали причиной давления в сторону снижения их цен и углубления процесса переоценки, начавшегося некоторое время назад.

Левверидж стал одним из главных факторов усиления возмущений. Легкость, с которой некоторые банки и другие инвестиционные структуры, в том числе хеджевые фонды, могли привлекать займы под с трудом поддающееся оценке обеспечение, обращающееся на неликвидных рынках, стала причиной резкого ухудшения условий, когда иссякла рыночная ликвидность, и привела к вынужденному избавлению от заемных средств путем их авральной распродажи по сниженным ценам и краху некоторых фондов. Больше других пострадали учреждения, применявшие стратегии, которые предусматривали высокие уровни привлечения заемных средств и предполагали наличие постоянно ликвидных вторичных рынков.

Дополнительным усугубляющим фактором, вероятно, стал длительный период необычно низкой волатильности на рынке. Надбавки за риск на многих рынках снизились до самых низких за все время уровней, поскольку все большее число инвесторов делало ставку на сохранение благоприятных, характеризующихся низкой

волатильностью условий. Повысилась степень корреляции между уровнями доходности. Когда рынки рухнули, надбавки за риск быстро увеличились. Еще одним усугубляющим фактором, возможно, стала схожесть методов управления рисками, наличие общих инвесторов и сходных позиций. Убытки возросли из-за того, что многие участники рынка попытались одновременно закрыть сходные позиции.

В главе 1 настоящего доклада приводится краткое описание общей оценки стабильности, проведенной на основе матрицы глобальной финансовой стабильности, которая впервые использовалась в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДФФС) за апрель 2007 года. Продолжая работу, начатую в предыдущем ДФФС, основное внимание в данной главе уделяется последствиям ослабления кредитной дисциплины на рынке ипотечных кредитов заемщикам с пониженной кредитоспособностью США и рынке приобретений за счет привлечения заемных средств (в том числе возмущениям на рынке в августе 2007 года, приведшим к приостановке срочного кредитования на денежном рынке) и приводится подробная информация о связях между разными рынками. В главе объясняется, почему высокий уровень леввериджа привел к усилению волатильности и каким образом происходит передача рисков от одного учреждения к другому. Приводятся данные о том, где в настоящее время находятся риски и к каким последствиям для банков, корпораций и домашних хозяйств может привести материализация убытков.

В главе анализируются также глобальные аспекты отсутствия кредитной дисциплины. В целом, сохраняется высокая сбалансированность рисков в странах с формирующимся рынком, причем многие страны испытывают благоприятное воздействие улучшения основных макроэкономических показателей и

совершенствования основ выработки политических решений. Произошло сокращение внешнего государственного долга, и улучшилось управление структурой долговых обязательств. Однако эти положительные сдвиги нейтрализуются быстрым ростом кредитов в ряде стран с формирующимися рынками и тем обстоятельством, что некоторые банки (как отечественные, так и иностранные) привлекают займы из-за рубежа в иностранных валютах для предоставления кредитов внутри страны, принимая на себя косвенные кредитные риски в связи с предоставлением кредитов, выраженных в иностранной валюте. Кроме того, низкая доходность на развитых рынках и высокая склонность к принятию рисков стали факторами, благодаря которым корпоративные субъекты стран с формирующимся рынком получили легкий доступ к иностранному капиталу, в том числе через синтетические и структурированные продукты, приносящие более высокие доходы.

В главе 1 также рассматриваются некоторые пути, посредством которых иностранные инвесторы получают доступ к рынкам ряда стран с формирующимся рынком, применяющих ограничения на операции с капиталом. В главе приводится предостережение об уязвимости некоторых стран с формирующимся рынком в случае, если они лишатся доступа к капиталу, и отмечается, что такая приостановка поступления капитала может сохраниться даже после того, как урегулируются проблемы с финансированием на развитых рынках. Стремясь дать более полное представление о том, какие последствия для стабильности имеет иностранное участие на внутренних рынках стран с формирующимся рынком, в главе приводятся данные эмпирических исследований притоков иностранного акционерного капитала в ряд стран с формирующимся рынком в целях проведения разграничения между

институциональными и другими инвесторами. Наконец, в главе анализируется рост деятельности хеджевых фондов в странах с формирующимся рынком.

К главе 1 придается также дополнение, посвященное анализу некоторых аспектов суверенных фондов накопления богатства (СФНБ). Развитие этих структур можно рассматривать как результат активного накопления иностранных активов официальным сектором — отчасти благодаря высоким ценам на природные ресурсы или крупным положительным сальдо платежного баланса и притокам капитала. СФНБ становятся важной категорией инвесторов, в связи с чем возникает вопрос о последствиях трансграничных размещений их активов. В дополнении делается попытка прояснить суть некоторых дебатов о структуре и целях этих фондов, дав классификацию суверенных фондов накопления богатства и изложив принципы размещения их активов.

Хотя период недавних волнений еще продолжается, и пока слишком рано делать определенные выводы, из анализа в главе 1 уже очевидно, что некоторым вопросам потребуется уделить повышенное внимание. Первый касается важности таких факторов, как неопределенность и отсутствие информации. Наличие точной и своевременной информации о базовых рисках является важнейшей предпосылкой распознавания и правильной оценки риска рынком. Такая информация охватывает сведения как качественного, так и количественного характера о методах управления, оценки и учета рисков, особенно в области трансферта риска. Необходима также более прозрачная информация о связях между системно значимыми финансовыми учреждениями и некоторыми из их забалансовых структур. Только полностью раскрыв их взаимосвязи с компаниями по управлению активами, структурами-посредниками и

структурами целевого назначения, инвесторы смогут оценить подлинную кредитоспособность учреждений, с которыми они имеют дело. Однако ввиду обилия и сложности информации, которая потенциально может быть предоставлена, а также из-за затрат на ее предоставление, важно будет тщательно продумать вопрос о необходимых объемах и форме раскрытия информации, позволяющих избежать проблем, возникших в ходе последних событий.

Во-вторых, хотя секьюритизация, а также финансовые инновации в более общем плане, позволили повысить эффективность рынков благодаря более широкому рассредоточению рисков, необходимо понять возможные механизмы их содействия возникновению настоящей ситуации. В частности, важно проанализировать, в какой степени структура стимулов могла, в чрезвычайно благоприятных условиях, способствовать снижению заинтересованности первоначальных кредиторов в мониторинге риска. В случае рынка ипотечных кредитов США при анализе издержек государственного сектора, вызванных отсутствием контроля со стороны надзорного органа за некоторыми организациями, предоставляющими ипотечные кредиты, необходимо учитывать, что при этом улучшился доступ к кредитам для некоторых домашних хозяйств. В целом, возможно, придется несколько пересмотреть взаимосвязи между сдержками и противовесами на всем протяжении цепочки предложения структурированных продуктов.

В-третьих, необходимо рассмотреть, как анализируются риски по производным кредитным инструментам и структурированным продуктам и какую роль играют рейтинговые агентства. Рейтинги и рейтинговые агентства будут оставаться одним из основных компонентов функционирования финансовых рынков. Вместе с тем

существуют некоторые сомнения в отношении методологии определения рейтинга для сложных продуктов, особенно когда один и тот же рейтинг присваивается ценным бумагам, резко различающимся по структуре, исходным предположениям и ликвидным характеристикам. Рейтинги сложных структурированных продуктов, возможно, стали слишком тесно увязываться с задачами содействия их выпуску. Впоследствии при наступлении турбулентности их рейтинги быстро падают, что порождает сомнения в надежности и полезности этих рейтингов для инвесторов. Повторяя рекомендацию ДГФС за апрель 2006 года, мы еще раз призываем создать более дифференцированную шкалу рейтингов для структурированных продуктов. На инвесторах также лежит обязанность и ответственность за понимание рисков динамики и ликвидности, свойственных приобретаемым ими продуктам, — они ошибочно предполагали, что низкая вероятность дефолта означает низкую вероятность потерь в результате изменений на рынке. В случае сложных структурированных кредитных продуктов инвесторам нельзя ограничиваться одними рейтингами — они не должны предполагать, что простые буквенные рейтинги, выставляемые рейтинговыми агентствами, говорят о точно таких же рисках, как и в случае других классов активов. Дифференциация и прозрачность исходных допущений и построения различных структур будет способствовать проведению надлежащей проверки инвесторами.

В-четвертых, больше внимания следует уделять оценкам сложных продуктов в условиях рынка, ликвидность которого недостаточна для определения достоверных рыночных цен. При покупке сложных продуктов инвесторам необходимо учитывать их ликвидные характеристики и включать соответствующую надбавку за ликвидный риск в цену продукта. Финансовым учреждениям, которые держат такие ценные бумаги в

качестве обеспечения, необходимо учитывать характеристики ликвидности при определении величины дисконта от рыночной цены. Важно также, чтобы у финансовых учреждений обязательно имелись надежные стратегии финансирования, подходящие для их модуса ведения бизнеса, и чтобы такие стратегии были способны удовлетворить потребности в финансировании в напряженных условиях. Вообще, в связи со стремительным развитием некоторых неликвидных инструментов возникает вопрос о том, не должны ли сами эмитенты таких ценных бумаг позаботиться об их обращении на вторичных рынках в целях содействия процессу их оценки.

В-пятых, соответствующие границы области консолидации риска в случае банков оказались шире обычных пределов, охватываемых сферами бухгалтерского учета и правового регулирования. Существуют два важных исключения:

1) репутационный риск может вынудить банки пойти на интернализацию убытков юридически независимых лиц; 2) новые инструменты или структуры могут скрывать забалансовые или условные обязательства. В результате рассредоточенные, как представлялось, риски могут все же вернуться в разных формах к банкам, осуществившим их рассредоточение. Определение соответствующих границ консолидации риска имеет актуальное значение не только для органов надзора, но и для самих финансовых учреждений: их систем управления рисками, процедур аудита и структур внутреннего контроля и управления.

Сегодня перед органами, ответственными за принятие решений в области экономической политики, стоит непростая задача. С одной стороны, им нужно создать механизмы, которые побуждали бы инвесторов следовать высоким кредитным стандартам и укреплять системы управления рисками как в благоприятных, так и в

неблагоприятных условиях. Меры должны осуществляться лишь тогда, когда выгоды с точки зрения государственной политики превышают издержки, и при этом необходимо внимательно анализировать возможные непредусмотренные последствия. В целом, существующая система регулирования пока подтверждает свою надежность, и органам регулирования необходимо постоянно помнить о том, что финансовые инновации, высокий экономический рост и финансовая стабильность в последние годы принесли немалые выгоды домашним хозяйствам и фирмам.

* * *

В главах 2 и 3 рассматриваются две проблемы, возникшие вследствие длительного периода низкой доходности на развитых рынках и необычно низкой волатильности на финансовом рынке в последние несколько лет. В главе 2 анализируется, в какой степени методы управления рыночным риском могли способствовать дополнительному принятию рисков в этот относительно благоприятный период, что, возможно, привело, как только условия изменились, к избавлению от рискованных активов более быстрым способом, чем это случилось бы при отсутствии таких методов. В главе 3 в свете быстрого притока капиталов в страны с формирующимся рынком исследуются методы, позволяющие наиболее эффективным образом справляться с неустойчивостью потоков капитала в среднесрочной перспективе посредством повышения емкости, ликвидности и институционального качества внутренних финансовых рынков этих стран.

В главе 2 рассматриваются конкретные методы управления рыночным риском, с тем чтобы определить, не может ли их стандартное применение, отвечающее, как

представляется, пруденциальным потребностям отдельных учреждений, вести к усилению рыночной волатильности в периоды напряженных условий на рынке. Эта проблема анализируется двумя способами. Во-первых, берется упрощенный вариант наиболее широко используемой модели рыночного риска — модели стоимости, подверженной риску (VaR), представляющей собой оценочную величину убытков фирмы, которая вряд ли может быть превышена при заданном доверительном уровне. Например, оценочная величина VaR фирмы за один день в размере 10 млн долларов при доверительном уровне 95 процентов означает, что данная фирма будет предполагать возможность потерь на сумму свыше 10 млн долларов по своему портфелю лишь в течение пяти дней из ста. Упрощенная модель используется для того, чтобы показать, как снижается VaR в условиях пониженной волатильности и как она повышается при усилении волатильности. Упрощенные портфели затем подвергаются «стрессам» в виде анализа изменений VaR при использовании данных по предыдущим случаям волнений на финансовых рынках. Наконец, проводится имитационное моделирование, предполагающее, что несколько фирм используют, также в периоды стресса, одни и те же, но слегка отличающиеся модели VaR. Результаты показывают, что такие фирмы, действуя в соответствии со своими собственными моделями в вопросах ограничения рисков, в совокупности могут вызвать повышение волатильности рынков, особенно при низкой степени несклонности к риску. Однако имитационные модели показывают также, что увеличение разнообразия моделей способствует снижению такой потенциальной нестабильности.

Наряду с этим в главе 2 анализируются процедуры управления рисками в инвестиционных банках и хеджевых фондах на предмет определения их соответствия

предпосылкам, необходимым для усиления рыночной волатильности на практике. Хотя все фирмы утверждают, что в условиях стресса они не будут строго следовать своим моделям VaR, показатели VaR или связанные с ними лимиты риска могут привести к увеличению рыночной волатильности самыми разными способами. И действительно, недавние волнения на рынке позволяют говорить о том, что сегодняшние турбулентные условия в определенной мере связаны с использованием некоторых из этих методов. В целом, методы VaR и другие методы управления рисками способствуют более быстрой реакции финансовых учреждений на изменения риска. Как правило, это помогает раннему обнаружению и оперативной корректировке рисков, которые учреждение сочло чрезмерными. Вместе с тем применение аналогичных методов разными учреждениями в периоды стрессов может привести к более значительным изменениям цен, чем это случилось бы при использовании других методов. Поэтому важно, чтобы органы регулирования и надзора осознавали полезность проявления рассудительности при применении систем управления риском (в том числе новых способов включения в расчет кредитного и ликвидного рисков) и способствовали использованию «стресс-тестирования», указывая всем фирмам на необходимость учитывать эффекты взаимодействия в периоды стрессов, как то уже делают некоторые фирмы. Еще более важное значение с точки зрения стабилизирующего воздействия на рынки имеет разнообразие инвестиционных позиций и типов участников. Кроме того, органам регулирования и надзора полезно уделять больше внимания, чем это делается сейчас, рассмотрению своих конкретных ответных действий в случае возникновения эффектов усиления, вызванных естественным стремлением отдельных фирм сохранить свою франшизную стоимость.

В главе 3 проводится эмпирический анализ распространенной точки зрения о том, что хорошо функционирующий внутренний финансовый рынок является, наряду с высокими основными макроэкономическими показателями, фактором, стимулирующим притоки капитала и сокращающим их изменчивость в среднесрочной перспективе. На основе метода панельной оценки проводится анализ факторов, от которых зависят объем и изменчивость годовых притоков капитала, для выборки развивающихся стран и стран с формирующимся рынком за период с 1977 по 2006 год. В число этих факторов входят переменные финансовые показатели, такие как емкость и ликвидность рынка акционерного капитала и финансовая открытость, а также, для более узкой выборки, показатели качества институтов, такие как качество корпоративного управления и стандарты бухгалтерского учета. Результаты эмпирического исследования показывают, что ликвидность рынков акционерного капитала и финансовая открытость оказывают положительное воздействие на уровень притоков капитала. Более того, панельные оценки указывают на то, что с увеличением финансовой открытости уменьшается изменчивость притоков. Отдельно от этого в главе продемонстрировано, что улучшение широкого комплекса показателей качества институтов коррелирует с уменьшением изменчивости.

В главе 3 анализируется также, как удалось справиться с недавним увеличением притока капитала в пяти странах с формирующимся рынком, и рассматриваются некоторые варианты политики в этих странах. На примере этих пяти стран можно увидеть, насколько сложно определить единый набор мер финансовой политики, который помогал бы справиться с притоком капитала. В целом можно указать, что политика, способствующая развитию финансового рынка в среднесрочной перспективе,

— в том числе создание надежно регулируемой системы, повышение прозрачности, улучшение качества институтов и совершенствование управления риском в финансовых учреждениях, — будет обеспечивать, вероятно, лучшую защиту финансовой системы, чем кратковременные исправления.

**Положения для прессы по главе 1:
«Оценка рисков для глобальной финансовой стабильности»**

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),
сентябрь 2007 года

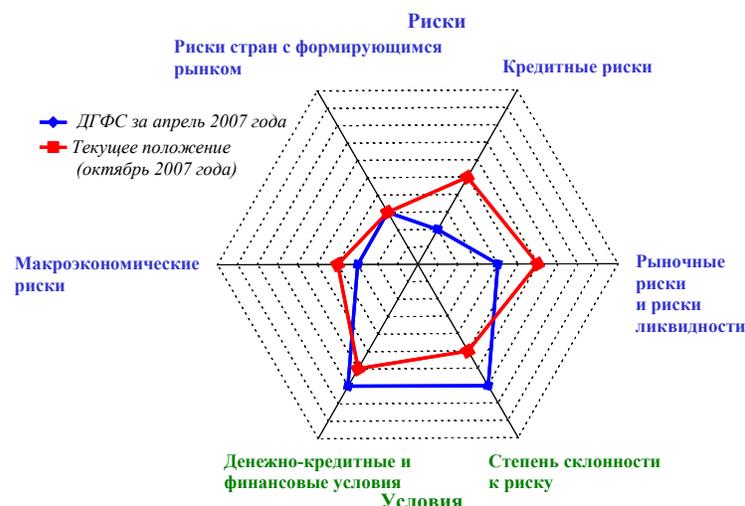
Основные положения

- **Глобальная финансовая система подвергается серьезному испытанию. Рынки пришли к осознанию масштабов ухудшения кредитной дисциплины в последние годы. В результате произошли переоценка кредитного риска и отход от использования рискованных активов, что в сочетании с повышением сложности и неликвидности привело к нарушениям на важнейших финансовых рынках. Это вызвало необходимость чрезвычайных вливаний ликвидности центральными банками.**
- **Финансовые учреждения, имеющие системное значение, столкнулись с этими проблемами, обладая достаточным капиталом для того, чтобы справиться с вероятным уровнем убытков по кредитам. Кроме того, указанные проблемы возникли в период энергичного роста мировой экономики, однако если финансовые условия останутся сложными, то, скорее всего, произойдет дальнейшее замедление глобального роста.**
- **Процесс стабилизации потребует времени, и сейчас слишком рано делать окончательные выводы с точки зрения экономической политики. Нами определены пять областей, которым будет необходимо уделить повышенное внимание. Во-первых, важную роль играет неопределенность, и необходимо иметь точную и своевременную информацию для правильной оценки риска и кредитоспособности. Во-вторых, необходимо понять, каким образом структура стимулов, действуя через цепочку предложения, могла повлиять на ослабление кредитной дисциплины. В-третьих, существует потребность в изучении анализа риска по производным кредитным инструментам и роли рейтинговых агентств. В-четвертых, больше внимания следует уделить вопросам управления риском ликвидности. Наконец, границы области консолидации риска для банков должны быть шире обычных пределов сферы бухгалтерского учета или правового регулирования, с тем чтобы отражать условные обязательства и репутационный риск.**

После длительного периода благоприятных финансовых условий ситуация на международных рынках усложнилась. Наблюдаемые в настоящее время нарушения представляют собой первое серьезное испытание инновационных финансовых инструментов, используемых для широкого распределения кредитных рисков. Отсутствие рынков для некоторых структурированных кредитных продуктов и обеспокоенность потенциальными убытками привели к сбоям в функционировании денежных рынков и проблемам финансирования для ряда финансовых учреждений.

Эти нарушения потребовали от некоторых центральных банков чрезвычайных вливаний ликвидности.

Рисунок 1.1. Карта глобальной финансовой стабильности



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Чем ближе к центру, тем ниже риск или жестче условия.

Вслед за кредитными и рыночными рисками значительно возросли риски стабильности. В апрельском ДГФС обращалось внимание на рост кредитного риска на рынке ипотечных инструментов США, а также на ряде других кредитных рынков. Эти *кредитные риски* материализовались и усилились, и рейтинговые агентства переводят значительные объемы ипотечных ценных бумаг в более низкие категории. Обострению этих рисков способствовали признаки ослабления кредитной дисциплины в секторе приобретений за счет заемных средств (ПЗС). Потенциальные убытки, по-видимому, поддаются регулированию, и банки достаточно капитализированы, чтобы выдержать и более серьезный стресс, однако по-прежнему сохраняется существенная неопределенность в отношении масштабов и распределения убытков, способности балансов банков выдержать давление и возможных последствий для финансовой стабильности в более общем смысле.

Последние события свидетельствуют о взаимосвязанности основных рисков.

Основной причиной существующих нарушений являются дисбалансы в финансировании, выразившиеся в том, что среднесрочные, неликвидные и сложные для оценки активы финансировались за счет чрезвычайно краткосрочных ценных бумаг денежного рынка. Ненадежность такой стратегии в сочетании со сложностью и рыночной неликвидностью структурированных продуктов привела к нарушениям на базовых финансовых рынках. Это повлекло за собой ухудшение финансовых условий, потенциально способное привести к экономическим последствиям.

Риски стран с формирующимся рынком представляются сбалансированными.

Снижение суверенных рисков и улучшение состояния балансов, обусловленное высокими основными экономическими показателями, уравновешиваются повышением рисков в ряде стран, испытывающих стремительный рост кредитов, особенно в

случаях, когда банки обращаются к рынкам капитала для привлечения средств на финансирование увеличения кредитов. Страны с формирующимся рынком также уязвимы в случае повышения изменчивости, ввиду того что некоторые заемщики частного сектора в ряде стран с формирующимся рынком прибегают к относительно рискованным стратегиям привлечения финансирования.

В главе рассматриваются также другие вопросы, в том числе прилагается дополнение, посвященное некоторым аспектам суверенных фондов накопления богатства (СФНБ). Эти фонды становятся важной категорией инвесторов, что вызывает вопросы о последствиях трансграничного размещения их активов. В дополнении делается попытка прояснить суть некоторых дебатов о структуре и целях этих фондов, дав классификацию суверенных фондов накопления богатства и принципов размещения их активов.

**Положения для прессы по главе 2:
«Приводят ли методы управления рыночными рисками к повышению системных рисков?»**

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),
сентябрь 2007 года

Основные положения

- **За последнее десятилетие методы управления рисками финансовых учреждений были усовершенствованы, при этом стало использоваться более точное моделирование рисков, а также повысилась чувствительность к рискам и осведомленность о них.**
- **На основе имитационного моделирования с использованием широко применяемого метода управления рыночными рисками — расчета стоимости, подверженной риску (VaR), — в данной главе сделан вывод о том, что самоусиливающиеся механизмы способны повысить изменчивость и изменить динамику цен на активы. Другие методы также могут способствовать дестабилизации цен в период повышенной изменчивости.**
- **Поскольку в период напряженности полезным может оказаться большее разнообразие разновидностей систем управления рисками, регулируемые экономические агенты и соответствующие надзорные органы должны стремиться избегать чрезмерно стандартизированных и негибких методов.**
- **Вероятно, более важное значение будет иметь вовлечение широкого круга категорий инвесторов с различными позициями и различными целями, с тем чтобы некоторые из них могли обеспечить наличие компенсирующих позиций, которые могут способствовать стабилизации рынков.**

До недавнего времени снижение изменчивости на глобальных финансовых рынках находило отражение в более низких показателях рыночного риска, что побуждало компании увеличивать масштабы принимаемого ими риска. **В связи с этим возникает вопрос: будут ли компании при увеличении изменчивости более склонны к уменьшению масштабов принимаемого ими риска и, если все они используют сходные модели, будут ли они одновременно пытаться сократить рисковые позиции, тем самым повышая изменчивость?**

С помощью модели расчета стоимости, подверженной риску, в данной главе показано, что усиление изменчивости могло быть следствием растущего единообразия моделей. Показатель стоимости, подверженной риску, дает оценку

ожидаемых убытков, которые учреждение вряд ли понесет в течение заданного периода времени при определенном доверительном уровне. Так, например, при доверительном уровне 95 процентов этот показатель дает оценку суммы, которую компания предположительно может потерять за пять операционных дней из каждой ста. Этот показатель будет увеличиваться, если изменчивость базовых активов портфеля возрастает, и будет увеличиваться еще больше, если она растет для всех активов одновременно (то есть коэффициенты корреляции между этими активами также растут). Если в данном или в других методах управления риском учитываются операционные лимиты, такие как лимиты требований о внесении гарантийного депозита или позиций «стоп-лосс», это может побудить учреждения к одновременным действиям, направленным на сокращение рискованных позиций, а значит, они будут оказывать более сильный эффект, чем если бы они действовали в одиночку.

Результаты имитационного моделирования показывают, что неблагоприятный шок для изменчивости и коэффициентов корреляции в совокупности активов, обычно входящих в портфель, может привести к дестабилизирующему поведению. В данной главе сделана попытка напрямую учесть эффекты взаимодействия между различными учреждениями — то есть учреждения не учитывают поведения других учреждений в своей реакции на сигналы, поступающие от своих систем управления рисками, несмотря на то что их одновременные ответные действия способны усилить изменчивость. На практике лишь немногие учреждения непосредственно рассматривают влияние своих операций на другие учреждения в период напряженности, что подтверждает гипотетические результаты, полученные в настоящей главе.

Из данной главы вытекает ряд следствий для экономической политики, которые подкрепляют положения, обсуждаемые разработчиками политики во всем мире и направленные на устранение недавних потрясений.

- **Разнообразие подходов и, в частности, более широкое использование «стресс-тестов»,** которые могут быть адаптированы с учетом конкретных обстоятельств учреждения, позволят уменьшить вероятность одинаковой реакции.
- **Управляющие рисками могут оценить, какова будет их ответная реакция и реакция их конкурентов** в период напряженности.
- **Вместе с тем органы регулирования и надзора также должны использовать превентивное планирование** для учета потенциально неблагоприятных эффектов, связанных с однонаправленной реакцией множества учреждений, например, в рамках различных исследований по принципу «военных учений».
- **Банки могут улучшить отчетность по управлению рисками.** Учреждения могут раскрывать информацию, касающуюся отдаленных, но вероятных рисков (так

называемых «хвостовых» рисков), видов проводимых ими стресс-тестов и устойчивости их моделей VaR, что поможет инвесторам и контрагентам более точно оценить надежность учреждения.

- **Стимулирование диверсификации круга участников, в особенности тех, кто при необходимости может предоставить ликвидность**, является важным элементом, способствующим смягчению эффектов распродажи активов по сниженным ценам и массового закрытия позиций. Хеджевые фонды и другие управляющие активами с низким уровнем регулирования могут способствовать выполнению такой роли. Гарантии их эластичного и гибкого подхода к инвестициям позволят ограничить дестабилизирующее поведение, обусловленное растущим единообразием практики управления рисками.

**Положения для прессы по главе 3:
«Качество внутренних финансовых рынков и приток капитала»**

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),
сентябрь 2007 года

Основные положения

- **Потоки капитала в страны с формирующимся рынком (СФР) могут активизировать экономическое развитие, но при этом они создают проблемы для экономической политики некоторых стран.**
- **Более развитый внутренний финансовый рынок способствует увеличению объемов притока капитала в СФР и снижению изменчивости этого притока в среднесрочной перспективе.**
- **Если СФР будут ориентироваться на развитие финансового рынка в среднесрочной перспективе, то у них будет больше возможностей для того, чтобы максимизировать выгоды от притока капитала и при этом оградить внутреннюю финансовую систему от потенциально дестабилизирующих последствий неожиданного оттока капитала.**
- **Меры надзора и пруденциального регулирования должны играть ключевую роль в обеспечении прочности и стабильности финансовой системы.**

Потоки капитала в страны с формирующимся рынком (СФР) резко возросли, причем за последние пять лет они увеличились почти в шесть раз. Такие потоки способны увеличить инвестиции и активизировать экономическое развитие, но наряду с этим они могут создать сложности для экономики, а в некоторых странах — вызвать политические проблемы. Поэтому в данной главе рассматриваются следующие вопросы. Какие меры финансовой политики могут принять страны СФР, чтобы оптимальным образом учесть неопределенность в отношении уровня и изменчивости потоков капитала?, Повышает ли — если не считать высоких основных макроэкономических показателей — надлежащим образом функционирующий внутренний финансовый рынок уровень притоков капитала и снижает ли он их изменчивость?

В данной главе анализируются внутренние «микрофинансовые» факторы — такие как ликвидность рынка акционерного капитала и качество институтов, — чтобы определить их воздействие на уровень и изменчивость потоков капитала. Рассматривается большая выборка из 56 развитых стран и стран с формирующимся рынком, содержащая годовые данные за период с 1977 по 2006 год. Анализ за более короткий временной период (1998–2006 годы) включает дополнительные переменные

качества институтов, например, качество корпоративного управления и стандарты бухгалтерского учета.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что в среднесрочной перспективе более развитый внутренний финансовый рынок увеличивает объем и способствует снижению изменчивости потоков капитала в страны с формирующимся рынком. В частности, хотя ожидания в отношении экономического роста являются основным фактором, определяющим уровень притоков капитала, ликвидность рынка акционерного капитала и финансовая открытость также способствуют привлечению потоков капитала. Кроме того, бóльшая финансовая открытость связана с более низкой изменчивостью потоков капитала. Также показано, что улучшения в широком наборе переменных качества институтов коррелируют с более низкой изменчивостью притоков капитала.

Эти результаты, которые согласуются с мнениями институциональных инвесторов, указывают на преимущества, связанные с ориентацией на среднесрочную цель улучшения качества внутренних финансовых рынков. При наличии у стран емких и ликвидных рынков акционерного капитала, функционирующих в рамках эффективно регулируемой системы, и высококачественных институтов по широкому набору индикаторов (включая корпоративное управление, стандарты бухгалтерского учета, законность и борьбу с коррупцией), они не только добьются высоких основных макроэкономических показателей, но и будут лучше подготовлены к потенциальной изменчивости потоков капитала.

Анализ подчеркивает значимость прозрачности в обеих областях политики — макроэкономической и микрофинансовой, — а также в отношении экономических и финансовых данных. Частные институциональные инвесторы неоднократно обращали внимание на значимость своевременных и точных данных и надежного обмена информацией с базой инвесторов как факторов, которые способствуют действенному управлению потоками капитала.

Если СФР будут ориентироваться на развитие финансового рынка в среднесрочной перспективе, то у них будет больше возможностей для того, чтобы максимизировать выгоды от притока капитала и при этом оградить внутреннюю финансовую систему от потенциально дестабилизирующих последствий неожиданного оттока капитала. Несмотря на циклические колебания потоков капитала, растущая интеграция финансовых рынков и базовая тенденция к финансовой глобализации, скорее всего, продолжатся. Страны-получатели средств могут повысить устойчивость к изменчивости потоков капитала и сохранить финансовую стабильность за счет укрепления своих финансовых систем.

Смягчение или отмена ограничений на отток капитала резидентов может помочь ослабить давление, обусловленное крупными притоками капитала. Инвестиции за рубежом также приведут к интернационализации капитала СФР, а потому могут стать полезным средством диверсификации рисков.

Меры надзора и пруденциального регулирования должны играть ключевую роль в обеспечении прочности и стабильности финансовой системы. Однако в идеальном случае их лучше всего использовать для решения пруденциальных проблем, связанных, например, с быстрым ростом кредита или нехеджированными открытыми валютными позициями, то есть для обеспечения надежности внутренней финансовой системы, а не для смягчения давления, обусловленного резкими всплесками притока капитала.

Меры контроля за операциями с капиталом должны использоваться только как последнее средство и в рамках более широкой основы макроэкономической политики и мер пруденциального регулирования. В определенных обстоятельствах они, возможно, способны сдерживать быстрый рост краткосрочных спекулятивных притоков капитала, особенно в том случае, если инфраструктура для их введения уже существует. Меры контроля за операциями с капиталом нередко обходят, или же их действенность со временем снижается.