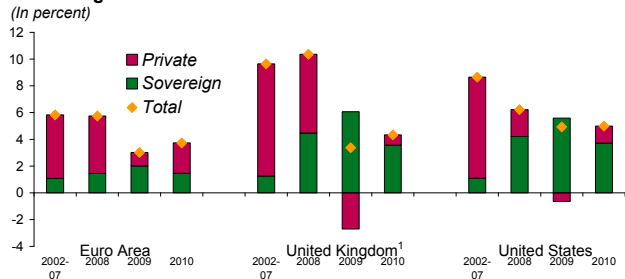


долю заемных средств. С учетом того, что в послекризисных условиях стабильные доходы, вероятно, будут ниже, требуются более решительные действия, направленные на укрепление банковского капитала и возможностей получения доходов для поддержания кредитования.

Рост кредита частного сектора продолжает снижаться во всех основных странах, так как слабая активность и сокращение заемных средств домашних хозяйств сдерживают спрос на кредит частного сектора, и потенциал финансирования банковского и небанковского сектора остается ограниченным (рис. 3). Однако общие потребности в заимствовании снижаются не столь же быстро благодаря растущему дефициту государственного сектора. Вероятным результатом является ограниченная доступность кредита. Для ослабления этого ограничения может потребоваться продолжающаяся поддержка со стороны центральных банков.

Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs



Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

¹There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

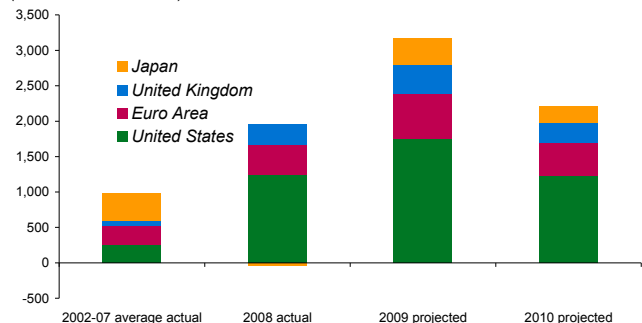
Риски больших отклонений в странах с формирующимся рынком снизились в результате решительных мер экономической политики. Азия и Латинская Америка в наибольшей степени выиграли от стабилизации ключевых рынков и возобновления притока портфельных инвестиций. Однако риски рефинансирования и дефолта в корпоративном секторе остаются относительно высокими, причем в предстоящие два года бремя рефинансирования долга в иностранной валюте для корпораций составит 400 млрд долл. США. Ситуация является наиболее острой в странах Европы с формирующимся рынком, где доходы корпораций резко снижаются в результате рецессии, и несколько крупных дефолтов уже произошли, но существует также озабоченность по поводу состояния более мелких корпораций с высокой долей заемных средств в Азии и Латинской Америке. Наиболее уязвимыми являются страны, существенно зависящие от внешнего финансирования и трансграничных потоков средств.

Передача рисков от частного сектора на балансы государственного сектора вызывает обеспокоенность в связи с тем, что долгосрочные процентные ставки могут оказаться под давлением к повышению, если только правительства не примут вызывающие доверие обязательства по поддержанию среднесрочной стабильности государственных финансов и не зафиксируют ожидания. Хотя ожидается, что в 2010–2012 годы чистая эмиссия суверенных долговых обязательств снизится по отношению к прогнозам на 2009 год, она,

по всей вероятности, останется значительно выше среднего уровня 2002–2007 годов, так как бюджетные дефициты по-прежнему высоки (рис. 4). Анализ наборов данных за прошлые

Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets

(In billions of U.S. dollars)



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

периоды показывает, что устойчивый рост отношения бюджетного дефицита к ВВП в размере 1 процентного пункта ведет к повышению долгосрочных процентных ставок в размере от 10 до 60 базисных пунктов.

Системные риски снизились, но перед экономической политикой стоят серьезные задачи. Директивным органам необходимо 1) обеспечить достаточный рост кредита для поддержки начинающегося экономического подъема; 2) разработать надлежащие стратегии выхода; 3) регулировать риски, связанные с давлением на государственные балансы; и 4) поддерживать сбалансированность между регулированием и рыночными силами при снижении будущих системных рисков. Переходя к среднесрочной перспективе, директивные органы должны стремиться к восстановлению рыночной дисциплины, преодолению рисков, создаваемых системными организациями, принятию макропруденциального подхода к разработке и проведению политики и укреплению надзора за трансграничными финансовыми организациями.

Тезисы для прессы по главе 2

:

Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФФС),
октябрь 2009 года

Подготовили: Джон Кифф, Джоди Скарлата, Андреас Джобст и Майкл Киссер

Основные положения

Имеющая прочную основу секьюритизация обеспечивает важные преимущества— она позволяет более эффективно распределять кредит, передавать кредитный риск от банковского сектора более диверсифицированным инвесторам и точнее учитывать потребности потенциальных конечных инвесторов при определении сочетания рисков и прибыли.

Невозможность возобновить процесс секьюритизации привела бы к издержкам, связанным с продолжительным давлением на банковское финансирование и сокращением кредита, а также сохраняющейся необходимостью центральных банков и правительств заполнять существующий пробел.

Новая модель секьюритизации, имеющей прочную основу, должна предусматривать отказ от высокодоходных рынков с высокими рисками, существовавших в прошлом, и вести к созданию рынков, которые надежно обеспечивают потребности кредиторов в финансировании без увеличения сложности продуктов и завышения доли заемных средств.

Разнообразные предложения по возобновлению устойчивой секьюритизации — повышение требований к минимальному размеру капитала, ужесточение стандартов бухгалтерского учета для забалансовых структур, нормы сохранения активов и более строгие требования о раскрытии информации — все представляют собой шаги в правильном направлении.

Однако если все они будут реализованы в совокупности, взаимодействие этих предложений может сделать возобновление секьюритизации слишком обременительным. Следует провести изучение последствий, прежде чем такие предложения будут реализованы, чтобы убедиться, что они в сочетании друг с другом будут содействовать, а не препятствовать надежной секьюритизации.

Бурный рост секьюритизации, наблюдавшийся в 2005–2007 годах, был результатом несбалансированных стимулов, возникавших из ряда источников, — эмитенты и рейтинговые агентства действовали совместно в целях завышения рейтингов ценных бумаг; регулятивный и бухгалтерский арбитраж стимулировали создание ненадлежащих инвестиционных структур и продуктов; оплата труда по результатам, ориентированная на краткосрочную перспективу, вела к увеличению эмиссии бумаг. Многие инвесторы также не проводили надлежащей проверки своих позиций по секьюритизированным продуктам, часто потому, что к необходимой для этого информации не было открытого доступа. Когда все эти недостатки вышли на передний план и стали проявляться, в частности, в растущих дефолтах заемщиков и нарушении механизма ценообразования, цены на секьюритизированные продукты и объемы их выпуска упали, а большая часть рынка в 2008 и 2009 годах фактически прекратила работу.

В настоящей главе рассматривается взлет и падение рынков секьюритизации частных эмитентов ипотечных бумаг и дается оценка различных инициатив, направленных на возобновление их работы на устойчивой основе. Эти предложения призваны исправить несбалансированные стимулы и устранить возможности для регулятивного арбитража, которые препятствовали эффективному распределению риска, ослабляли рыночную дисциплину и привели к размыванию стандартов оценки кредитоспособности и мониторинга. Обсуждаемые предложения включают увеличение отчислений в нормативный капитал, более жесткие стандарты бухгалтерского учета для перевода активов за баланс, повышение нормы сохранения активов у организаторов выпуска, усиление требований о раскрытии информации.

В частности, в главе дается оценка инициативам, выдвинутым как в США, так и в Европе относительно минимальной нормы сохранения 5 процентов активов у организаторов выпуска, с тем чтобы они в большей мере были заинтересованы в результатах, и гарантируется, что кто-то возложит на себя ответственность за надлежащую оценку кредитоспособности и мониторинг. В главе показано, что для достижения общей согласованности стимулов требуется гибкое применение требований, поскольку по мере того, как меняются вероятности дефолта, а также экономические условия и качество займов, организаторы выпуска секьюритизированных продуктов имеют различные стимулы для проверки займов.

Из главы вытекает несколько предложений по мерам политики, некоторые из них охватывают уже рассматриваемые мероприятия и развивают ранее внесенные в ДГФС предложения.

Меры политики должны уменьшить стимулы для поиска наиболее выгодных ставок и регулятивного арбитража, связанного с рейтингами, в том числе благодаря раскрытию рейтинговыми агентствами своей методологии и

публикации данных о результатах использования рейтингов, а также уменьшению зависимости органов регулирования от рейтингов.

Нормы сохранения активов должны устанавливаться с учетом типа финансового продукта, его базовых рисков и перспективных экономических условий. Если этого не делается, директивным органам следует выбрать неоптимальную схему сохранения активов, которая покрывает большинство ситуаций.

Раскрытие данных и степень прозрачности финансовой отчетности следует повысить, особенно в отношении забалансовых открытых позиций. Вместе с тем, правила раскрытия должны ориентироваться, прежде всего, на существенную актуальную информацию и не создавать для организаторов секьюритизации или инвесторов излишнего бремени в виде ненужных данных.

Оплата услуг организаторов секьюритизации должна быть пересмотрена и ориентирована на более долгосрочную перспективу; недавние изменения в стандартах бухгалтерского учета для секьюритизации должны приблизить нас к этой цели.

Секьюритизированные продукты должны быть упрощены и стандартизованы для повышения ликвидности и обеспечения того, чтобы цены лучше отражали фактические операции.

Важнейший тезис данной главы состоит в том, что хотя в отдельности все эти меры имеют правильную направленность, их взаимодействие необходимо тщательно изучить, прежде чем воплощать меры на практике. Следует провести изучение их последствий, с тем чтобы обеспечить, что они в совокупности содействуют устойчивой секьюритизации.

Тезисы для прессы по главе 3

:

,

?

**Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности (ДФС),
октябрь 2009 года**

**Подготовили: Эффи Псалида, Вутер Элсенбург, Андреас Джобст, Казухиро
Масаки и Сильвия Новак**

Основные положения

Хотя проводить комплексную оценку долгосрочной результативности антикризисных мер еще рано, эмпирический анализ в этой главе указывает на то, что объявления об антикризисных мерах были действенными и успокоили финансовые рынки, находившиеся в состоянии стресса.

Если оценивать с учетом краткосрочной цели успокоения рынков, объявления о поддержке ликвидности были наиболее результативными на ранних этапах кризиса, тогда как рекапитализация банков и покупка активов государственными органами были наиболее действенными на более поздних стадиях.

Относительно долгосрочной результативности первоначальные выводы авторов заключаются в том, что в ответ на беспрецедентные антикризисные меры государственного сектора рыночные цены некоторых финансовых инструментов начали стабилизироваться, а выпуск долговых обязательств увеличивается.

Решение об отмене антикризисных мер должно основываться на восстановлении прочной уверенности в надежности финансовых организаций и рынков. Большое значение для сохранения стабильности рынка и регулирования ожиданий имеет четкое информирование о сворачивании мер, — не только о начале, но и о порядке построения всего процесса.

В этой главе дается оценка того, в какой степени меры вмешательства, объявленные и принятые властями ведущих стран с развитой экономикой во время текущего финансового кризиса были результативными в успокоении переживавших стресс рынков и восстановлении финансовой стабильности. Наряду с предварительным анализом долгосрочного воздействия этих мер на целевые рынки, в главе также рассматривается прекращение этих мер, в том числе затрагиваются вопросы сроков, последовательности и искажений в работе рынков.

В главе освещается три главных вопроса.

Насколько результативными были объявления об антикризисных мерах в успокоении рынков?

Снижение стресса в банковском секторе и возврат в некоторой степени к самодостаточности на наиболее пострадавших рынках долговых обязательств являются многообещающими признаками того, что наиболее масштабные антикризисные меры государственного сектора в финансовой сфере со времен Великой депрессии помогли уменьшить опасения относительно системного риска. Меры политики в ответ на кризис были приняты оперативно и в некоторой степени были действенными в плане успокоения финансовых рынков и восстановления работы рынков.

Анализ основан на изучении событий в связи с объявлениями о мерах политики в 13 странах с развитой экономикой за двухлетний период (с июня 2007 года по июнь 2009 года). Выводы из этого изучения событий состоят в том, что в условиях большой неопределенности на рынке и высоких контрагентских рисков, существовавших, например, на раннем этапе кризиса, когда опасения касались в основном получения ликвидных средств, наиболее результативной в успокоении финансовых рынков была поддержка ликвидности.

Когда кризис ликвидности перерос в кризис платежеспособности, наиболее эффективными были объявления о рекапитализации банков и покупке активов государственными органами, поскольку эти меры помогли уменьшить кредитный риск.

Какова долгосрочная результативность антикризисных мер?

Хотя проводить комплексную оценку долгосрочной результативности антикризисных мер еще рано, имеется несколько аспектов, которые в настоящее время можно с пользой оценить. В этой главе долгосрочная результативность рассматривается с учетом объемов выпуска и общей динамики цен на финансовые инструменты, на которые власти пытались оказать воздействие. Несмотря на то, что увязать конкретные меры вмешательства с долгосрочной результативностью очень сложно из-за происходящих событий и других осложняющих факторов, первоначальные выводы заключаются в том, что некоторые рыночные цены стабилизируются, а выпуск долговых обязательств увеличивается.

Когда и каким образом государственный сектор должен прекратить антикризисные меры?

Как правило, решение о прекращении антикризисных мер вмешательства в финансовую систему должно основываться на восстановлении прочной уверенности в надежности финансовых организаций и рынков. Поскольку экономические и финансовые условия в разных странах являются различными, не существует общей

схемы, определяющей, когда и в каком порядке государственный сектор должен останавливать работу механизмов, задействованных во время кризиса.

Вместе с тем применимы некоторые общие принципы.

1. Стратегия сроков и методов сворачивания антикризисных мер должна включать регулирование ожиданий участников рынка и предусматривать четкое информирование о том, когда начинается процесс, и о том, как стратегия сворачивания будет воплощена на практике.
2. Важно предусмотреть меры по предотвращению возможностей арбитража как между отраслями, так и между странами. Например, предпочтительно, когда это возможно, координировать между странами отмену государственных гарантий по выпуску банковских долговых обязательств.
3. Относительно государственных мер в финансовом секторе первоочередное внимание следует уделять сворачиванию программ поддержки, которые оказывают существенное искажающее воздействие на финансовые рынки и связаны со значительными условными обязательствами для государства. Вместе с тем, сроки и формы этих решений необходимо соизмерять с условиями на финансовых рынках, а именно с тем, насколько неликвидными или непрочными они могут еще быть.