



Массовое изъятие вкладов из банка Northern Rock в Соединенном Королевстве: последствие кризиса на рынке непервоклассных ипотек в США.

Непервоклассные ипотеки: щупальца кризиса

Рандалл Додд

КАК могло получиться, что увеличение на 3 процента суммы просроченных непервоклассных ипотечных ссуд, давшее дополнительно 34 млрд долл. США проблемных кредитов, нарушило прошлым летом работу финансовой системы США с оборотом в 57 трлн долл. США и вызвало потрясения на финансовых рынках во всем мире? Повышение доли серьезно просроченных ссуд с 6 до 9 процентов за период со второго квартала 2006 года по второй квартал 2007 года было вызвано, главным образом, халатностью и, возможно, даже мошенничеством, допущенными при андеррайтинге непервоклассных ипотечных ссуд. Однако воздействие этого на финансовые рынки и экономику других стран намного превышает любые ожидаемые убытки от отчуждения заложенного имущества.

Ответ заключается в эволюции структуры ипотечного рынка.

За последние 70 лет он радикально эволюционировал: от рынка, на котором простые местные депозитные учреждения выдают ссуды местным заемщикам, к рынку, который строится вокруг базирующихся на Уолл-стрит ведущих банков и фирм, торгующих ценными бумагами, которые, используя

последние достижения финансового инжиниринга, преобразуют ипотеки в ценные бумаги посредством кредитных производных инструментов и обеспеченных залогом долговых облигаций. Современный ипотечный рынок строится на возможности делять долги на различные сегменты риска при помощи сложных финансовых инструментов для их последующей раздельной продажи, когда наиболее рискованные сегменты достаются покупателям, таким как хеджевые фонды, которые стремятся к наиболее высокой доходности и в капитале которых иногда крайне высока доля заемных средств.

Для того чтобы понять, какие изменения имели место на ипотечном рынке и определить, где произошел разлад в работе рынка, показать, в чем заключаются его структурные недостатки, и объяснить, почему его нарушения распространились на другие страны, достигнув развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком, — мы пройдем по всей структуре ипотечного рынка США.

Как эволюционировал рынок

До 1938 года ипотечный рынок США состоял в основном из подлежащих регулированию депозитных учреждений, таких как

**Ипотечный
кризис связан
в равной
мере как
с просроченными
ссудами, так
и с разладом
структурой
финансовых
рынков США**

банки и ссудно-сберегательные ассоциации, которые использовали свои депозиты для выдачи ссуд на покупку или строительство жилья. Эти кредиторы «инициировали» ссуды и, поскольку они держали их в своих портфелях, несли кредитный риск, рыночный риск колебания процентных ставок и риск ликвидности, обусловленный финансированием долгосрочных активов краткосрочными обязательствами (депозитами).

Для обеспечения этих рынков большей ликвидностью и свежим капиталом правительство создало в 1938 году, в рамках политики «Нового курса» президента Рузвельта, Федеральную национальную ипотечную ассоциацию. Задачей

государственных жилищных программ. Обыкновенная обеспеченная ипотекой ценная бумага работает следующим образом: создается пул аналогичных ипотек и продаются ценные бумаги, которые устанавливают требования на ипотечные платежи из пула.

В 1970 году была образована Федеральная национальная корпорация жилищного ипотечного кредита (известная как Freddie Mac) с целью секьюритизации обычных ипотек и создания конкуренции незадолго до этого приватизированной Fannie Mae. Со временем бизнес-модели Fannie Mae и Freddie Mac сблизились, и совместно эти корпорации обеспечивали огромный объем кредитования ипотек в США, как путем покупки и хранения отвечающих требованиям ипотек, так и путем преобразования столь же значительной суммы жилищных ссуд в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой.

Эти ценные бумаги покупаются институциональными инвесторами, состоятельными частными лицами и самими депозитными учреждениями. Секьюритизация способствовала распределению рыночного риска, предоставила в распоряжение депозитных учреждений класс более ликвидных ссудных активов и позволила мобилизовать огромные источники капитала для ипотечного рынка.

Рынок обеспеченных ипотекой ценных бумаг избавил от рыночного риска не только балансы учреждений, предоставляющих ипотечные ссуды, таких как банки, но также балансы Fannie Mae и Freddie Mac. Он обеспечил долгосрочное финансирование ипотечного кредитования и тем самым в основном исключил риск нехватки ликвидности. Поскольку Fannie Mae и Freddie Mac гарантировали ссуды, эти два ипотечных гиганта взяли на себя значительную часть кредитного риска, управлять которым им позволяли их размеры и диверсификация.

Секьюритизация связана с объединением ипотек в специальный механизм, который попросту представляет собой корпорацию, зарегистрированную обычно в стране, являющейся офшорным налоговым убежищем. Корпорация выпускает акции, которые представляют собой требования к ипотекам. В рамках простейшей структуры пул используется для передачи платежей по ипотекам держателям ценных бумаг, в то время как в рамках более сложных структур платежи распределяются между более рискованными и менее рискованными сегментами.

Секьюритизация позволяет ссудодателям получать доход в виде сборов за андеррайтинг, не подвергаясь самостоятельно кредитному или рыночному риску или риску ликвидности, так как они продают выдаваемые ими ссуды. При желании ссудодатели могут «выкупить» рыночный риск путем покупки ценных бумаг. Инвесторы получают более ликвидные и более диверсифицированные ипотечные активы, а ипотечный рынок в целом получает более широкий доступ к капиталу. Учреждения, обслуживающие ипотеки, получают высокий доход в виде сборов и процентов. Эмитенты обеспеченных ипотекой ценных бумаг получают сборы за андеррайтинг, а Fannie Mae и Freddie Mac, являясь поддерживаемыми государством предприятиями, получают гарантированные сборы за свои секьюритизированные эмиссии.

«Фирменные» ценные бумаги

Данная рыночная структура, в центре которой находятся поддерживаемые государством предприятия, оказалась необычайно успешной, и с ней начали пытаться конкурировать другие крупные финансовые учреждения. После того как несколько лет тому назад правительство обвинило Freddie Mac и Fannie Mae в том, что ими были допущены серьезные нарушения в выполнении новых правил бухгалтерского учета производных инструментов, базирующиеся на Уолл-стрит крупные фирмы агрессивно вторглись в сферу эмиссии обеспеченных ипотекой ценных бумаг.

«Со временем бизнес-модели Fannie Mae и Freddie Mac сблизились, и совместно эти корпорации обеспечивали огромный объем кредитования ипотек в США».

этой государственной корпорации являлось создание вторичного рынка ипотек. Fannie Mae покупала ипотеки у «инициаторов» ссуд, возвращая вырученные денежные средства учреждениям. Покупая ипотеки напрямую и включая их в свой портфель, Fannie Mae брала на себя кредитный риск, рыночный риск и риск ликвидности. Однако в том, что касается управления рыночным риском и риском ликвидности, Fannie Mae находилась в лучшем положении, чем депозитные учреждения, поскольку она имела возможность занимать на более длительные сроки. Кроме того, Fannie Mae была способна лучше управлять кредитным риском (или риском непогашения), поскольку ее портфель ипотечных ссуд был диверсифицирован в общенациональных масштабах, что в то время было трудно сделать даже крупнейшим банкам из-за нормативных ограничений на банковские операции за пределами одного штата. Fannie Mae покупала только те ипотеки, которые «соответствовали» определенным стандартам андеррайтинга. В настоящее время эти стандарты используются для определения ссуд, «соответствующих требованиям», что синонимично «первоклассным» ипотекам.

Fannie Mae оказалась весьма успешной, и к 1960-м годам произведенные ею заимствования для финансирования покупок ипотек составляли значительную долю долга правительства США. Для того чтобы вывести операции Fannie Mae за рамки федерального операционного бюджета, в 1968 году при администрации президента Джонсона была проведена реорганизация поддерживаемого государством ипотечного рынка. В результате этой реорганизации была создана Государственная национальная ипотечная ассоциация (Ginnie Mae), которая стала заниматься операциями с гарантированными государством ипотеками в рамках программ финансирования жилья для ветеранов и других федеральных жилищных программ. Кроме того, все остальные активы были приватизированы в рамках уполномоченной федеральным правительством частной корпорации, которая, руководствуясь общественными интересами, сохраняет часть обязательств по жилью для малообеспеченных семей. В 1970 году Ginnie Mae создала обеспеченные ипотекой ценные бумаги, благодаря которым рыночный риск был переложен на инвесторов, а федеральный бюджет избавился от значительной части задолженности, которая была накоплена для финансирования

В 2003 поддерживаемые государством предприятия эмитировали 76 процентов обеспеченных ипотекой и другими активами ценных бумаг; доля эмиссии «фирменных» ценных бумаг базирующихся на Уолл-стрит крупными фирмами, согласно изданию *Inside Mortgage Finance*, составила 24 процента. К середине 2006 года доля поддерживаемых государством предприятий уменьшилась до 43 процентов, в то время как доля «фирменных» эмиссий составила 57 процентов. В число крупных «фирменных» эмитентов вошли многие хорошо известные фирмы, такие как Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Sterns, JP Morgan, Goldman Sachs и Bank of America, а также некоторые ведущие кредиторы высокорискованных непервоклассных заемщиков, такие как Indymac, WAMU и Countrywide.

Параллельно с этим радикальным и быстрым изменением рыночных долей произошло аналогичное изменение стандартов андеррайтинга. Если Fannie Mae и Freddie Mac занимались кредитованием почти исключительно «первоклассных» ипотек, то доля «фирменных» ценных бумаг во многомросла в результате выдачи и секьюритизации высокорискованных непервоклассных ипотечных кредитов, а также ипотечных кредитов «Alt A», предоставлявшихся более кредитоспособным заемщикам, чем непервоклассные клиенты, но все же более рискованным, чем первоклассные заемщики (см. таблицу).

Появление и секьюритизация непервоклассных ипотечных кредитов создали проблему, которой не существовало на рынках, строившихся вокруг поддерживаемых государством предприятий. Как могут продаваться долговые ценные бумаги со столь низким рейтингом? Основными покупателями первоклассных обеспеченных ипотекой ценных бумаг были институциональные инвесторы, но их правила и руководящие принципы осуществления инвестиций строго ограничивали размер открытых позиций по ценным бумагам субинвестиционного уровня. Небольшая часть непервоклассной задолженности в 1,1 трлн долл. США, 685 млрд долл. США из которой были секьюритизированы как обеспеченные ипотекой ценные бумаги, могла быть продана различным инвесторам, искавшим высокодоходные инструменты, но далеко не вся эта задолженность.

В поисках новых инвесторов

Решение проблемы размещения на рынке непервоклассной ипотечной задолженности заключалось в разделении риска и создании на основе пула ипотек низкорискованных сегментов инвестиционного уровня и более высокорискованных сегментов (с более низким рейтингом). С этой целью финансовым рынком была использована обеспеченная залогом облигация, созданная в 1987 году прекратившей к настоящему времени свое существование инвестиционной фирмой Drexel Burnham Lambert для финансирования с помощью

«мусорных» облигаций операций по приобретению фирм заемными средствами.

Непервоклассные ипотеки были объединены в пулы обеспеченных залогом долговых облигаций, в которых секьюритизированные требования к платежам в пул были поделены на различные «транши» или классы риска. Как и в случае базовых ипотек, по обеспеченным залогом долговым облигациям осуществлялись погашение основного долга и выплата процентов. Если взять для примера простую структуру, об разуемую тремя траншами, то наименее рискованный или старший транш обладает первым требованием к платежам из пула ипотек. Старший транш имеет наивысший кредитный рейтинг, иногда доходящий до рейтинга AAA, и получает самую низкую процентную ставку. После оплаты старших требований платежи получает средний транш, называемый «мезонином». Мезонин связан со значительно большим риском и обычно получает кредитный рейтинг субинвестиционного уровня, но также имеет и более высокую норму прибыли. Самый низкий, или фондовый, транш получает платежи только после оплаты старшего транша и мезонина. Фондовый транш первым несет потери в пуле, является высокорискованным, и обычно ему не присваивается рейтинг. Однако, с учетом риска, он также имеет самую высокую норму прибыли. Каждый класс ценных бумаг продается в отдельности и может обращаться на вторичных рынках, что обеспечивает обнаружение цены для каждого уровня риска.

При использовании обеспеченных залогом долговых облигаций приблизительно 80 процентов непервоклассной задолженности может быть продано институциональным инвесторам и другим покупателям как старший транш, то есть актив инвестиционного уровня. Более низкие транши оказались привлекательными для хеджевых фондов, частных трейдеров фирм, базирующихся на Уолл-стрит, и некоторых институциональных инвесторов в погоне за высокодоходными инвестициями.

Фирма FitchRatings в 2005 году предупреждала о том, что «хеджевые фонды быстро превратились в важный источник капитала для кредитного рынка», но «вполне обосновано беспокойство тем, что, в конечном итоге, они могут непреднамеренно взвинтить риски». Это связано с тем, что хеджевые фонды, которые инвестируют, главным образом, в высокорискованные предприятия, непрозрачны — их активы, пассивы и операции не раскрываются общественности, — и они часто оперируют с высокой долей заемных средств, используя производные инструменты или заимствуя крупные суммы для осуществления инвестиций. Поэтому другие инвесторы или органы регулирования мало что знают об их деятельности, в то время как, согласно FitchRatings, в силу высокой доли заемных средств их «влияние на глобальные кредитные рынки значительно выше, чем можно предположить, исходя из размера активов под их управлением».

Сообщения в печати указывают на то, что типичное соотношение заемных средств хеджевых фондов при покупке высокодоходных траншей составляло 500 процентов. Это означает, что к 100 млн долл. США капитала добавляется 500 млн долл. США заемных средств для вложения 600 млн долл. США в фондовый или мезонинный транш непервоклассной обеспеченной залогом долговой облигации. Если эти субординированные транши составляют 20 процентов всей долговой облигации, а остальные 80 процентов были проданы как старший долг инвестиционного уровня институциональным инвесторам, то эти 100 млн долл. США капитала хеджевого фонда позволили ссудодателям и эмитентам «фирменных» обеспеченных ипотекой ценных бумаг привести через непервоклассный ипотечный рынок 3 млрд долл. США: 2,4 млрд долл. США в виде ценных бумаг инвестиционного уровня и 600 млн долл. США в виде высокодоходных «мусорных» бумаг.

Быстрый рост

Эмиссия обеспеченных ипотекой ценных бумаг субинвестиционного уровня резко возросла в период между 2003 и 2006 годами.

(В миллиардах долларов США, в процентах от целого)

Тип	2003 год	Янв.–июнь 2006 года
Первоклассные	57,6 (52)	67,2 (26)
Непервоклассные	37,4 (34)	114,3 (44)
Alt-A	15,8 (14)	76,5 (30)
Всего	110,8	258,0

Источник: *Inside Mortgage Finance*.

Затор на рынке

В отличие от свободно обращающихся ценных бумаг и фьючерсных контрактов, эти обеспеченные залогом долговые облигации и кредитные производные инструменты не обращаются на биржах. Они обращаются на внебиржевых рынках. Биржи являются посредниками при всех продажах, и сделки известны общественности; на внебиржевых рынках сделки заключаются напрямую между клиентами и дилерами, а цены и объемы сделок не раскрываются. Процесс обнаружения цены не является прозрачным, и не ведется надзора за рынком для выявления крупных или уязвимых позиций. Более того, в отличие от бирж, внебиржевые рынки не имеют уполномоченных или иным образом официально определенных маркет-мейкеров или дилеров для обеспечения ликвидности. Поэтому когда какое-либо серьезное событие вызывает обвал цен, дилеры перестают действовать как маркет-мейкеры, и торговля может прекратиться.

Когда в августе этого года возникла нехватка кредитных ресурсов, рынки ценных бумаг, обеспеченных непервоклассной ипотекой, стали неликвидными, причем именно в тот момент, когда инвесторам с высокой долей заемных средств, таким как хеджевые фонды, необходимо было скорректировать свои позиции или продать убыточные позиции (см. график). В результате хеджевые фонды застряли на убыточных позициях, в то время как прайм-брокеры начали предъявлять требования внесения дополнительных гарантий залога. (Хеджевые фонды заимствуют средства под стоимость своих

активов, и когда стоимость активов падает, они должны предоставить свежий капитал или продать активы для погашения ссуд.) Ситуация усугублялась тем, что в отсутствие торгов не было рыночных цен, которые могли бы служить опорными, и не было способа определить стоимость различных траншей риска.

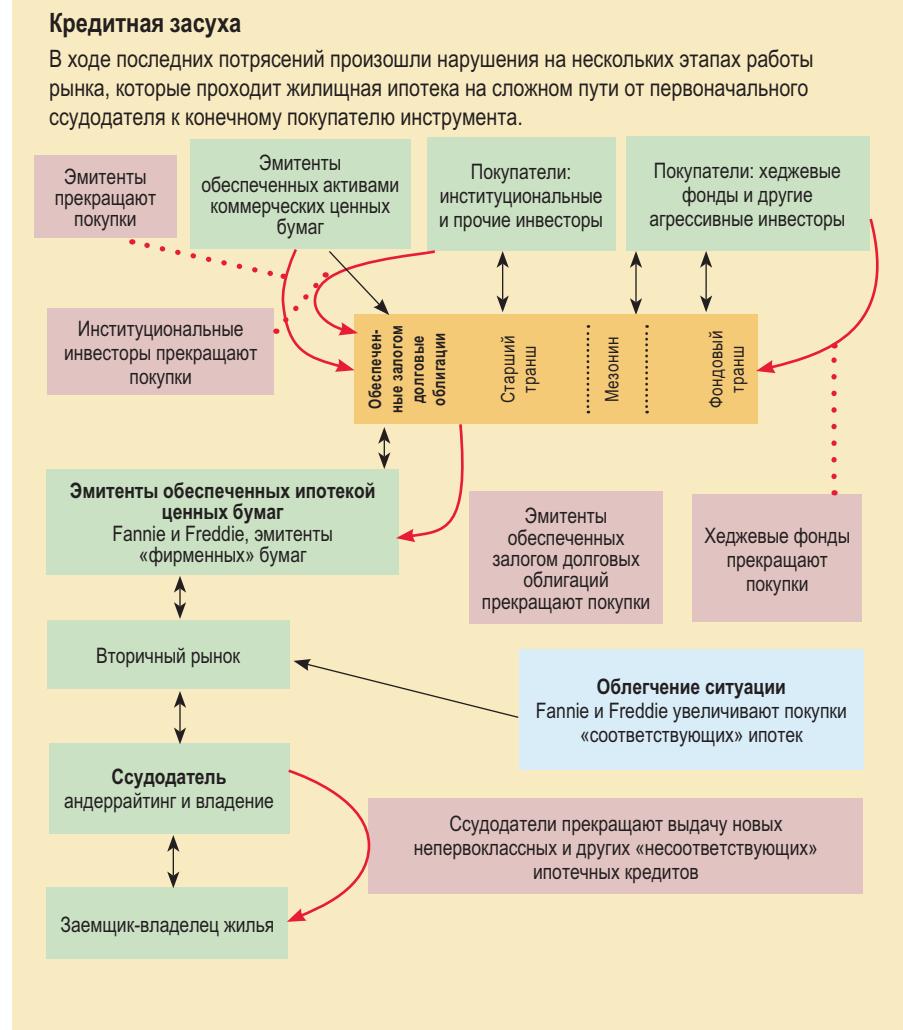
В результате этого хеджевые фонды остановили торги, и рынок обеспеченных залогом долговых облигаций и рынки связанных с ними производных кредитных инструментов по сути перестали существовать. Эмитенты обеспеченных залогом долговых облигаций не могли продать свои запасы ценных бумаг и перестали организовывать новые эмиссии.

В отсутствие покупателей на вторичном рынке инициаторы непервоклассных ипотек не могли продать выданные ими ссуды. Это создало огромные трудности для многих ссудодателей, большое число которых являются низкокапитализированными и нерегулируемыми финансовыми компаниями. Банки, в свою очередь, остановили финансирование этих ссудодателей, и они оказались не в состоянии выдать кредиты под уже оформленные ипотеки. Они немедленно прекратили выдачу новых ссуд, по крайней мере новых непервоклассных ссуд, а некоторые подали иски о защите от банкротства. Это привело к тому, что потенциальные покупатели жилья и владельцы жилья, желавшие рефинансировать полученные кредиты, не могли получить несоответствовавшие требованиям ипотеки, в результате чего те, у кого возникли проблемы с платежами, не могли рефинансировать кредиты и избежать неплатежей. Спрос на рынке жилья упал.

В то время как хеджевые фонды и другие инвесторы перестали покупать высокорискованные транши непервоклассного риска, покупатели коммерческих ценных бумаг — корпоративных долговых расписок, которые обычно возглавляют рейтинги кредитоспособности, — перестали приобретать обеспеченные активами коммерческие ценные бумаги, после того как выяснилось, что базовыми активами служили транши инвестиционного уровня непервоклассных ипотек. Ранее инвесторам, обеспокоенным кредитным риском, было достаточно увидеть высокий кредитный рейтинг активов, но обвал цен на фондовые и мезонинные транши привел к тому, что инвесторы начали переоценивать сегменты риска инвестиционного уровня. Крупные банки и брокеры-дилеры, предоставившие гарантированные кредитные линии для «проводников» и структурированных инвестиционных механизмов (СИМ), которые были эмитентами этих коммерческих ценных бумаг, были вынуждены выполнять свои обязательства по таким линиям. Банки использовали «проводников» и СИМ для того, чтобы держать непервоклассные активы за рамками своих балансов и избежать выполне-

Кредитная засуха

В ходе последних потрясений произошли нарушения на нескольких этапах работы рынка, которые проходит жилищная ипотека на сложном пути от первоначального ссудодателя к конечному покупателю инструмента.



ния соответствующих требований к достаточности капитала. Неожиданно эти активы должны были быть переведены обратно на балансы крупных банков и фирм, базирующихся на Уолл-стрит. В результате они были вынуждены привлекать дополнительное финансирование для «проводников» и производить отчисления из капитала против ссуд, выданных «проводникам», что привело к возникновению дополнительных потребностей финансовой системы в кредитных ресурсах, в то время как источники таких ресурсов «пересыхали».

Хеджевые фонды и инвесторы, стремящиеся к получению высокой доходности, также сыграли большую роль в распространении этих рыночных нарушений на другие страны. Когда цены на высокорискованные транши упали, а инвесторы не могли продать свои убыточные позиции, были проданы другие активы — в особенности имевшие высокую нереализованную прибыль, такие как акции в странах с формирующемся рынком — для покрытия требований о внесении дополнительных гарантит залога или возмещения убытков. Падение на фондовых рынках произошло по всему миру, а также упали курсы валют большинства стран с формирующимся рынком, хотя большая часть из них быстро восстановилась.

Проблему усугубляла низкая прозрачность внебиржевого рынка, так как инвесторы, неожиданно проявившие несклонность к риску, не знали, кто подвержен — или не подвержен — непервоклассному риску. Высокохододные ипотечные ценные бумаги привлекали многих покупателей вне США. Потребовалось вмешательство в порядке надзора в деятельность нескольких банков Германии, и произошло массовое изъятие вкладов из банка Northern Rock в Соединенном Королевстве, который также занимался инвестициями на рынке непервоклассных ипотек в Соединенных Штатах. Образовавшийся затор на рынке обеспеченных активами коммерческих ценных бумаг наиболее сильно сказался на Канаде, так как оказалось, что контракты на предоставление гарантированных кредитных линий «проводникам» обеспеченными активами коммерческих ценных бумаг были неверно составлены, что в критический момент привело к возникновению юридической неопределенности. Ситуацию удалось урегулировать только после того, как центральный банк публично настоял на том, что банки должны выполнять свои обязательства независимо от юридических нюансов.

Обнаружение источников нарушений

Существовало несколько факторов слабости, которые способствовали возникновению неэффективности рыночного механизма, приведшей к тому, что увеличение на 3 процентных пункта просроченных ссуд в одном из подсекторов ипотечной системы США вызвало потрясения на финансовом рынке США с оборотом в 57 трлн долл. США и заставило содрогнуться остальной мир.

• Рынок впервые «застопорился» в ситуации, когда *наиболее рискованные транши непервоклассной задолженности оказались в активах инвесторов, имеющих в своем капитале высокую долю заемных средств*. К хеджевым фондам не предъявляется требований достаточности собственного капитала (они не регулируются по этому коэффициенту), и существующая в отрасли практика осуществления инвестиций с использованием высокой доли заемных средств позволяла принимать чрезмерный риск. Принятие риска пропорционально инвестированному капиталу, с пруденциальной точки зрения, обладает тем преимуществом, что ограничивается размером риска и создается защита от перерастания убытков в банкротство. Принятие риска сверх пруденциальных лимитов не является устойчивой основой для организации рынков капитала и создает уязвимое место в рыночной структуре.

• Нарушение в работе рынка также произошло из-за того, что *нерегулируемые и недостаточно капитализированные финансовые учреждения служили источником ликвидности для внебиржевых рынков* операций с непервоклассными обеспеченными залогом долговыми облигациями и кредитными производными инструментами. Как только возникли трудности с платежеспособностью этих рынков, они стали неликвидными, и торги, по сути, прекратились.

• Возникновению нехватки кредитных ресурсов также способствовали *нерегулируемые и недостаточно капитализированные инициаторы ипотечных ссуд*. Эти ссудодатели, как и хеджевые фонды, работали со слишком малым размером капитала и использовали краткосрочное заимствование для финансирования непервоклассных ипотечных кредитов, которые они выдавали и рассчитывали держать лишь короткий промежуток времени. Когда они не смогли продать эти ипотеки фирмам, которые сводили их в ценные бумаги, многие нерегулируемые ссудодатели обанкротились.

• Ситуацию усугубила *непрозрачность внебиржевых рынков*. Несспособность участников рынка определить характер и местонахождение риска по непервоклассным ипотекам вызвала неожиданные изменения в оценках риска. Инвесторы, не-когда бывшие чрезмерно оптимистичными по поводу рисков на рынке непервоклассных ипотек, неожиданно запаниковали и стали преувеличивать риски, сторонясь даже старших траншей инвестиционного уровня.

• *Внебиржевые рынки также пострадали от прекращения поступления ликвидности*. Вместо того чтобы проявить устойчивость перед возросшими ценовыми колебаниями, эти рынки прекратили торги, в то время как контрагенты стали проявлять подозрительность, а покупатели ушли с рынков.

С чего начинать стабилизировать рынки

Хотя требуются конкретные меры для восстановления стабильности жилищного финансирования, кризис на рынке непервоклассных ипотек пролил свет на некоторые более широкие недостатки. Для того чтобы устранить эти недостатки, требуется решить ряд вопросов.

Во-первых, необходимо оценить эффективность применения отраслевых стандартов и любых существующих правил, касающихся залогового обеспечения (гарантийных требований), к внебиржевым производным инструментам и заимствованиям хеджевых фондов.

Во-вторых, директивным органам необходимо оценить, какое воздействие на эффективность и стабильность окажет введение требований о представлении отчетности хеджевыми фондами и внебиржевыми рынками, — например, по операциям с обеспеченными залогом долговыми облигациями, — аналогичной отчетности по операциям с производными инструментами и цennыми бумагами.

В-третьих, следует рассмотреть возможность распространения мер, подобных тем, которые существуют на биржах и внебиржевых рынках для операций с казначейскими цennыми бумагами США, которые потребуют от дилеров выполнения роли маркет-мейкеров. В противном случае, что может быть сделано для предотвращения неликвидности ключевых внебиржевых рынков?

В-четвертых, необходимо оценить выгоды введения пруденциального регулирования и федерального надзора в отношении инициаторов ипотечных кредитов, при котором они будут рассматриваться как финансовые учреждения, коими они являются. ■

Рандалл Додд — старший финансовый эксперт Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.