

Эпидемия: цепная реакция кризиса на рынке непервоклассных ипотек США

Рандалл Додд и Пол Миллс

Последствия любой из множества проблем на ипотечном рынке США можно было бы ограничить, но в совокупности они вызвали кризис, распространившийся на весь мир

ТЕПЕРЬ уже ясны причины кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов. Его началом послужила ненадлежащая практика оценки платежеспособности заемщиков, получившая повсеместное распространение. Однако вредоносные последствия этого усугублялись на каждом этапе сложного процесса, включавшего выдачу рискованного ипотечного займа, затем его преобразование в обеспеченную недвижимостью ценную бумагу, а затем включение последней в состав облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (ООД), которые после получения рейтинговой оценки продавались инвесторам.

Неясно, однако, каким образом эти убытки смогли распространиться на другие компоненты мировой финансовой системы. Финансовый кризис начал разрастаться подобно вызванной невидимым вирусом эпидемии, охватившей миллионы людей и сообществ, когда убытки посредников на одном непрозрачном рынке породили сомнения в ликвидности и платежеспособности на других рынках. Подобно болезням, передаваемым в результате близкого контакта с другими людьми или зараженными животными и продуктами питания, этот финансовый кризис распространялся через связанные друг с другом

рынки и учреждения, практически не затрагивая при этом другие рынки и учреждения.

Мы анализируем источники возникновения кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов и различные сегменты рынка, на которых были обнаружены, иногда неожиданно, отголоски этого кризиса, такие, например, как рынки межбанковского кредитования, краткосрочных коммерческих бумаг и даже муниципальных облигаций.

Вирус непервоклассных ипотек США

Нет ничего изначально неправильного или безрассудного в предоставлении кредитов заемщикам с низкими доходами или низким кредитным рейтингом. Однако при предоставлении кредитов таким заемщикам необходимо, по соображениям осторожности, принимать меры по ограничению рисков, проводя более пристальную оценку заемщиков, устанавливая более жесткие нормативы залогового обеспечения и взимая плату по ставкам, соизмеримым с более высоким уровнем риска.

Тем не менее, в последнее время стандарты предоставления непервоклассных кредитов и кредитов категории «Alt-A» (риски по которым занимают промежуточное положение между рисками по первоклассным и непервоклассным кредитам) снижались последовательно и



слишком часто. Более того, многие непервоклассные ипотечные кредиты представляли собой кредиты заемщикам, не имеющим ни доходов, ни работы, ни имущества. Положение усугублялось и тем, что многие из таких ипотечных кредитов выдавались по соблазнительно низким начальным ставкам или с другими привлекательными условиями, например, с выплатой только процентов в начальный период или отрицательной амортизацией, с тем чтобы они выглядели более доступными в глазах заемщиков. Это позволяло заемщикам получать более крупные ипотечные кредиты, однако впоследствии, когда истекал срок действия «соблазнительно низких» ставок или начиналась выплата основной части кредита, они сталкивались с необходимостью выплачивать возросшие суммы платежей.

Столь рискованная практика кредитования обосновывалась стремительным ростом цен на жилье и тем обстоятельством, что, начиная с 1930-х годов, в США в целом не наблюдалось снижения этих цен. Как следствие, представлялось, что любые потенциальные трудности с погашением кредита будут в значительной мере ослаблены и даже полностью иско-ренены в результате повышения рыночных цен на заложенное имущество. Повышение стоимости жилья облегчило бы рефинансирование кредита в случае неуплаты платежей в его погашение в срок и обеспечивало бы покрытие суммы кредита и наросших процентов и пени в случае отчуждения имущества за долги. Поскольку предполагалось, что цены на жилье будут и далее увеличиваться, а отношение суммы кредита к стоимости недвижимого имущества будет непрерывно снижаться, то не ожидалось никаких существенных проблем.

Процесс преобразования ипотечных кредитов в ценные бумаги (на основе которых платежи в погашение основной суммы и процентов передаются, через траст, инвесторам) добавил новые проблемы. Если в отношении всех обеспеченных пулом ипотек ценных бумаг (ЦБОИ), передающих платежи от заемщика к инвестору, которые выпускаются спонсируемыми правительством США предприятиями (Федеральной национальной ипотечной ассоциацией и Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредита), применяются одинаковые стандарты оценки платежеспособности заемщика, то в отношении ЦБОИ, выпускаемых основными фирмами Уолл-стрита, применяются различные стандарты. Из-за этого издержки, связанные с пониманием раскрываемой информации, а также надбавка за сохранение тайны, существенно возрастают. Уровень проверки добросовестности инвесторами еще не настолько высок, чтобы он мог компенсировать эту возросшую информационную нагрузку.

Вместо того чтобы проводить указанную проверку, инвесторы все больше полагались на оценки рейтинговых агентств. Эти агентства обладают давней и общеизвестной репутацией в области рейтинга облигаций, однако жилищные ЦБОИ и ОДД представляют собой новые и более сложные инструменты. ОДД — это структурированные кредитные ценные бумаги, обеспечением которых служат пулы ценных бумаг, ссуд или производных кредитных инструментов, денежные потоки по которым разбиваются на сегменты (называемые траншами) с разными характеристиками выплат и погашения.

Ввиду новизны непервоклассных ипотечных кредитов не было достаточной информации об их функционировании в прошлом, что особенно мешало попыткам определить, как эти ипотечные кредиты поведут себя — по отдельности и в совокупности — в период экономического стресса. Оптимизм в оценке потенциала непервоклассных ипотек привел к тому, что примерно 97 процентов секьюритизированных непервоклассных кредитов было преобразовано в ценные бумаги с высшим рейтингом AAA (IMF, 2008).

Рыночные стимулы, которыми руководствовались первоначальные кредиторы, организации, секьюритизировавшие кредиты, и даже рейтинговые агентства, не способствовали скептической оценке этих сложных для понимания ценных бумаг. Напротив, эти стимулы подталкивали к увеличению объема операций и пренебрежению соображениями качества и осторожности, поскольку все участники этого процесса по-

лучали оплату за обеспечение заключения сделок, а окончательный риск ложился не на них, а на конечных инвесторов.

Сложность этих структурированных инвестиционных инструментов (разделяющих ценную бумагу на несколько траншей, каждый из которых характеризуется своим уровнем риска и продается отдельно) дополнительно затрудняла процесс рейтинговой оценки. Используемые рейтинговыми агентствами модели оказались недостаточно приспособленными для предсказания не только уровня индивидуальных дефолтов, но и того, что дефолты будут одновременно возникать на разных сегментах рынка жилья в США. Эти недостатки усложнили точную количественную оценку и определение кредитного риска по каждому траншу в отдельности. Предполагалось, что «старшие» транши с высоким рейтингом слабо коррелированы с более рискованными траншами с низким рейтингом. Однако стоимость и тех, и других траншей начала снижаться параллельно, как только стало очевидным низкое качество кредитов и рейтинг ценных бумаг понизился.

Дополнительные проблемы возникали в ходе распределения и торговли ценными бумагами. Уязвимость инвестиционных позиций с высоким левериджем или недостаточным уровнем капитализации и неликвидность многих рынков структурированных кредитов обнаружились, когда произошли сбои в торговых операциях на целом ряде других рынков — связанных с непервоклассными ипотеками ЦБОИ, ОДД, обеспеченных активами коммерческих бумаг (ОАКБ) и производных кредитных инструментов (Dodd, 2007). Из-за высокого уровня левериджа, при котором инвесторы привлекали значительные заемные средства или использовали производные инструменты в целях увеличения дохода на капитал, инвестиционные стратегии стали уязвимыми к крупным изменениям рыночных цен. Организации, первоначально выдавшие ипотечные кредиты, брокеры-дилеры, хеджевые фонды и компании по торговле структурированными инвестициями, которые банки не отражали в своих балансах, отличались высоким уровнем левериджа. Основная стратегия управления риском заключалась в быстром осуществлении продаж в целях закрытия убыточной позиции. Однако такая стратегия, которая зависит от сохранения ликвидного состояния рынка в момент, когда возникает необходимость таких продаж, оказалась, когда рынки стали неликвидными.

Любой финансовый рынок сталкивается с трудностями, когда процесс купли-продажи приобретает односторонний характер, то есть когда все стремятся либо купить, либо продать. Тем не менее, некоторые рынки проявили себя более надежными в плане ликвидности в сравнении с другими рынками. Фондовые биржи США оставались ликвидными даже во время краха 1987 года и в период тенденции к снижению цен на рынке, который наступил после завершения «интернетового» бума в начале текущего десятилетия. Однако этого не случилось на внебиржевых рынках ценных бумаг, связанных с ипотеками, и рынках производных кредитных инструментов. На этих рынках нет дилеров, обязанных или иным образом заинтересованных в том, чтобы поддерживать ликвидность на рынке посредством сохранения обязательств для исполнения котировок цен покупателей и продавцов на протяжении всего операционного дня. В периоды стресса они могут устраниться от выполнения функций маркет-мейкеров, а в отсутствие торгов становится невозможно проводить независимую переоценку портфельных позиций на основе текущих рыночных цен (см. статью «Внебиржевые рынки: что это такое?» на стр. 34). С ростом изменчивости на рынках ЦБОИ и кредитов увеличилась также рискованность поддержания котировок на рынке и сохранения запаса ценных бумаг. В результате этого дилеры стали проявлять меньшую готовность предоставлять рыночную ликвидность тем, кто стремился совершать операции купли-продажи.

Распространение вируса

Каждая из этих проблем в отдельности могла бы привести к возникновению непростой, но, возможно, самокорректирующейся

Ускоренное снижение

Рейтинг корпоративных ценных бумаг категории AAA редко снижается более чем на один пункт за раз, . . .

(Корпоративные ценные бумаги, снижение рейтинга, 2001 год)



. . . однако рейтинг многих непервоклассных ценных бумаг претерпел резкое снижение.



Источник: Standard & Poor's.

ситуации, которая ограничилась бы рынком непервоклассных ипотек. Прямые потери от самих непервоклассных ипотек были сравнительно небольшими, равными 2-3-процентному снижению котировок акций в США. Однако эти проблемы сплелись воедино и распространялись на другие ключевые отрасли финансовой системы и экономики. В целом, по оценке МВФ, приведенной в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, общемировые убытки могут достигнуть 945 млрд долларов, если включить в них другие потери, например в сфере коммерческой недвижимости. Удивительными были быстрота и масштабы распространения проблем, а многие из ниже следующих 10 изменений, произошедшие в результате цепной реакции кризиса на рынке непервоклассных ипотек, поставили в тупик аналитиков.

Чрезвычайно низкое качество стандартов предоставления непервоклассных кредитов и кредитов категории «Alt-A» в 2006–2007 годы. По мере все более широкого распространения случаев неуплаты по долговым обязательствам и обращения взыскания на заложенное имущество аналитиков не перестает поражать чрезвычайно низкое качество кредитов, предоставленных в 2006–2007 годах. В условиях отсутствия рецессии, которая могла бы вызвать столь крупные убытки, стали очевидными два обстоятельства. Во-первых, многие заемщики могли позволить себе расходы по оплате своих ипотечных кредитов только в случае продолжения роста цен на жилье, что давало бы им возможность рефинансировать кредиты до окончания срока действия соблазнительно низких в начальном периоде ставок. В условиях падения цен на жилищную недвижимость в большинстве регионов неспособность заемщиков рефинансировать свои кредиты привела к резкому увеличению случаев неуплат и обращений взыскания на заложенное имущество. Во-вторых, значительное число заемщиков, брокеров и оценщиков завышали цены жилья и доходы заемщиков в заявках на получение кредита. Без непрерывного повышения цен на жилье многие из таких ипотечных займов в любом случае были непозволительно большими. Изменение ставок по непервоклассным ипотечным кредитам с переменной ставкой, хотя и усугубило проблему неуплат по займам, оно не являлось первоначальной причиной возникновения этой проблемы.

Масштабы и быстрота падения рейтингов ценных бумаг, обеспеченных активами. К огорчению инвесторов выяснилось, что кредитный рейтинг структурированных кредитных ценных бумаг более подвержен быстрому и резкому снижению, чем рейтинг корпоративных обязательств (см. рисунок). Причем снижение рейтинга непервоклассных ценных бумаг не только случалось чаще, но и нередко производилось сразу же на несколько пунктов вниз, ввиду чувствительности рейтинга таких ценных бумаг к увеличению предполагаемых кредитных убытков. В результате доверие инвесторов к мнению рейтинговых агентств было подорвано: начиная с августа 2007 года кредитные спреды по жилищным ЦБОИ США с рейтингом AAA оценивались примерно на таком же уровне, как и спреды по корпоративным облигациям с рейтингом BB.

Это представляло особую проблему для банков, оставлявших за собой «высококлассные старшие» транши рейтинга AAA по ООД, спонсорами выпуска которых они выступали. Ряду банков недоставало опыта анализа рисков по таким обеспеченным активами позициям, и они, по сути, полагались на анализ рейтинговых агентств при проверке добросовестности. В результате эти банки понесли значительные потери в связи с переоценками по текущим ценам рынка, когда рейтинги ценных бумаг с рейтингом AAA начали снижаться с июля 2007 года.

Паника среди фондов денежного рынка в августе 2007 года. Первые отголоски донеслись до более широких рынков в июле, когда произошел ряд резких понижений рейтинга непервоклассных ЦБОИ (ввиду увеличения числа неуплат по ним) и два хеджевых фонда, спонсируемых уолл-стритовской фирмой Bear Stearns, попытались ликвидировать свои крупные позиции по этим ценным бумагам. Однако более широкие потрясения затронули межбанковские рынки лишь в августе, когда французский банк BNP Paribas объявил в августе о приостановлении изъятия средств из некоторых фондов денежного рынка. Опасаясь массового спроса клиентов на изъятие денежных средств, фонды денежного рынка в защитных целях изменили структуру своих портфелей, снизив долю средне- и долгосрочных банковских депозитов и коммерческих бумаг (главным образом корпоративных долговых расписок) и увеличив долю кредитов овернайт и сверхкоротких сроков. Это вызвало резкое увеличение спроса на краткосрочную ликвидность и привело к краху на рынке коммерческих бумаг, обеспеченных активами (КБОА) — краткосрочных ценных бумаг, использовавшихся для финансирования внебалансовыхложений в долгосрочные активы. В результате этого банкам Европы и Северной Америки стало сложно привлекать займы на значительно большие сроки, чем овернайт. Хотя на этом этапе не возникало особых тревог по поводу платежеспособности, выгода от предоставления кредитов на более длительные сроки была недостаточной для того, чтобы компенсировать риск предоставления кредита контрагенту, возможно находящемуся в бедственном положении.

«Скрытая» банковская система. Резкое падение спроса на КБОА привлекло внимание к компаниям структурированных инвестиций, которые либо прямо спонсировались банками, либо получили от последних обязательства о предоставлении значительных сумм резервных кредитов. Эти внебалансовые структуры, по сути, занимались преобразованием ликвидности, получая краткосрочную выручку от продажи КБОА и покупая более долгосрочные активы, аналогично традиционной балансовой деятельности банков в форме привлечения депозитов и предоставления кредитов. Однако в силу того, что эти структуры находились вне баланса, им не требовалось иметь уровни капитала, необходимый для выполнения нормативных требований, предъявляемых к банкам. После того как рынок КБОА рухнул, банкам пришлось предоставить кредиты этим структурам, и вскоре перед ними стал вопрос о том, следует ли им официально перевести эти структуры на балансы. Некоторые банки так и поступили, расширив свои балансы и увеличив сумму требуемого капитала; другие решили этого не делать, что повлекло за собой продажу активов и вынудило инвесторов нести убытки. Хотя рейтинговые агентства и орга-

ны регулирования знали о таких структурах, до августа 2007 года не было полного представления об их размере (более 1 трлн долларов активов) и степени их содействия спросу на рискованные активы.

Масштабы банковских обязательств по предоставлению ликвидности. По мере того как банки стали испытывать все большие трудности в привлечении финансирования на оптовых рынках, они стали «запасать» ликвидность, накапливая большие объемы активов, аналогичных наличным деньгам, и сокращая сроки, на которые они готовы были предоставлять кредиты другим банкам. Банки начали испытывать все большую тревогу по поводу многочисленных обязательств о предоставлении кредитов, которые они дали друг другу, хеджевым фондам и корпоративным структурам. Одновременно с этим банки, так как им стало сложнее привлекать средства путем реализации кредитов на рынках ценных бумаг, были вынуждены держать большие объемы кредитов на своих балансах. Банки столкнулись с нехваткой ликвидности по обе стороны цикла создания кредита: они были вынуждены оставлять у себя кредиты, которые они планировали продать, и им пришлось выполнять обязательства о предоставлении средств, которые они предпочли бы не давать. Одновременно с этим банки испытывали все меньшее желание предоставлять кредиты друг другу. В результате сложилась беспрецедентная ситуация отсутствия ликвидности на межбанковских рынках.

Скорость истощения запасов ликвидности в банках. В условиях серьезной обеспокоенности по поводу кредитоспособности контрагентов и накопления запасов ликвидных активов даже платежеспособные банки могут столкнуться с трудностями при сохранении уровня своего финансирования. Банк Англии должен был предоставить чрезвычайное финансирование банку Northern Rock в Соединенном Королевстве ввиду того, что последний был не в состоянии секьюритизировать или иным образом продать ипотечные кредиты, числившиеся на его балансе, не мог привлечь денежные средства от других банков и не имел достаточных ликвидных активов для того, чтобы просуществовать больше, чем несколько недель. Аналогичным образом оптовый рынок «отвернулся» от фирмы Bear Stearns, несмотря на заверения надзорных органов в том, что ее капитал превышает установленные нормативы достаточности капитала. Bear Stearns за три дня исчерпал свой резерв ликвидности в размере 17 млрд долларов США, даже при том что Федеральный резервный банк Нью-Йорка и банк JPMorgan Chase вели переговоры о спасении фирмы. Northern Rock и Bear Stearns — это всего лишь два примера непрочности доверия со стороны оптовых рынков и того, насколько быстро может быть исчерпан запас денежных средств фирмы в условиях, когда ее репутация подорвана, а рынки неликвидны.

Боязнь потерять репутацию помогает объяснить, почему банки с неохотой шли на использование резервных кредитных линий, открываемых банками друг у друга. Они опасаются возникновения слухов о грозящей им неликвидности. По сходным причинам банки с нежеланием шли на использование чрезвычайной ликвидной поддержки со стороны центральных банков. С учетом этого Федеральная резервная система создала разновидность дисконтного окна, которая позволяла более широкому кругу банков анонимно подавать заявки на приобретение ликвидных средств. Центральные банки других стран стремятся сделать все необходимое для того, чтобы использование их кредитных механизмов не приводило к распространению слухов на рынках.

Концентрация риска по непервоклассным кредитам у страховщиков облигаций. Некоторые страховщики облигаций, которые ранее специализировались на предоставлении кредитной защиты по муниципальным и инфраструктурным об-



лигациям («однопрофильные» страховые компании), с 2003 года приступили к страхованию ценных бумаг, обеспеченных активами, и ООД в целях подкрепления рейтинга AAA по самым безопасным траншам. В условиях широкого распространения случаев неуплаты по ипотечным кредитам и обращения взыскания на заложенное имущество ценность этих ценных бумаг резко снизилась, а обязательства страховщиков увеличились, что привело к снижению их рейтинга или включению в перечень организаций с рейтингом «под наблюдением» рейтинговыми агентствами. Две крупнейшие такие компании, Ambac и MBIA, потеряли, по оценкам, 23 млрд долларов и были вынуждены привлекать дополнительный капитал.

Крах рынков муниципальных облигаций и студенческих ссуд. Серьезные проблемы в узкоспециализированных страховых компаниях вызвали волну потрясений на рынках муниципальных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных студенческими ссудами. Более половины от суммы непогашенных муниципальных облигаций США, составляющей 2,6 трлн долларов, покрыта гарантиями узкоспециализированных страховщиков, что позволяет получить кредитный рейтинг AAA по этим облигациям. Эффект таких гарантит заключается в том, что они объединяют многие из более чем двух миллионов различных непогашенных облигационных выпусков в ценные бумаги с аналогичным рейтингом AAA.

В последние годы рынок постепенно переходил от традиционных облигаций с фиксированным купоном к другим новаторским инструментам, таким как ценные бумаги с аукционной ставкой (ЦБАС). Такие ценные бумаги обычно являются долгосрочными с точки зрения заемщиков, однако кредиторы считают их краткосрочными, поскольку процентная ставка по ним часто пересматривается в соответствии с принципами голландского аукциона, когда их держателям предоставляется также возможность продать ценную бумагу. В обычных обстоятельствах это снижает затраты на уплату процентов для эмитентов и повышает ликвидность инвестиций для институциональных и корпоративных менеджеров инвестиционных фондов. Однако проблемы со страховщиками породили сомнения в кредитном рейтинге ЦБАС, и брокеры-дилеры, традиционно выставляющие клиринговые заявки для обеспечения упорядоченной работы рынка, перестали выставлять такие заявки, когда обнаружилось, что они приобретают слишком много ценных бумаг. В результате многим муниципалитетам пришлось платить значительно более высокие проценты по своим ЦБАС.

Многие фирмы, специализирующиеся на предоставлении студенческих ссуд, пользовались методами ЦБАС и были вынуждены прекратить свою деятельность или сократить объемы выдачи новых кредитов.

Зависимость ипотечного рынка США от спонсируемых государством учреждений в период кризиса. Официальные органы США проявили необычную активность в использовании федеральных органов и спонсируемых государством предприятий в целях оказания поддержки ипотечному рынку. Осуществлялось это в форме рефинансирования непервоклассных ипотечных кредитов, которые перестали погашаться заемщиками (Федеральное управление жилищного строительства), резкого увеличения объемов кредитования ипотечных банков, нуждающихся в ликвидных средствах, и увеличения покупок ЦБОИ (федеральные банки жилищного кредита), увеличения объема покупок ипотечных кредитов и выпуска и покупок ЦБОИ (спонсируемые государством учреждения) и предоставления ликвидных средств под более широкий ассортимент обеспечения на основе ипотечных кредитов, предоставляемого более широким кругом контрагентов (Федеральная резервная система). Коротко говоря,

официальные органы США прибегли практически ко всем имеющимся в их распоряжении рычагам в целях поддержания ипотечного кредитования.

Масштабы вынужденного снижения уровня заемных средств в банках. Банки понесли убытки, приняли активы обанкротившихся компаний структурированных инвестиций на свои балансы и были вынуждены выполнить обязательства по предоставлению кредитов. В результате этого им пришлось более жестко нормировать свой капитал. В условиях ослабленного капитала и сложности или же чрезвычайно высоких затрат, связанных с его привлечением извне, банки стремились сократить объемы добровольных займов и ужесточить условия кредитов, которые уже предоставлялись ими, как в отношении кредитов под залог принадлежащей заемщику части жилищной недвижимости, так и в отношении требований к обеспечению кредитов хеджевым фондам. Коммерческие банки в силу самой своей природы должны иметь определенную долю заемных средств, так как они владеют капиталом, составляющим лишь незначительную часть от общих активов, и поэтому относительно незначительное сокращение капитала может приводить к значительно большему сокращению общего объема кредитования. Согласно одной оценке, потери банковской системы США в размере 400 млрд долларов в результате текущего кризиса обернутся снижением общего объема кредитования на 2 трлн долларов и сокращением ВВП США на 1,2 процента (Greenlaw and others, 2008; IMF, 2008).

Сопротивляемость: не все неожиданности оказались неприятными

Несмотря на множество неприятных сюрпризов в ходе распространения финансового кризиса, зародившегося на рынке непервоклассных кредитов, возникло и несколько приятных сюрпризов.

Во-первых, *на данный момент распространившиеся проблемы лишь в малой степени затронули страны с формирующимся рынком, а темпы глобального роста и уровень спроса на биржевые товары оставались высокими*. Страны с формирующимся рынком не были полностью неязвимыми. Некоторые страны, например Казахстан и Исландия, испытали напряженность в банковском секторе, спреды по облигациям стран с формирующимся рынком увеличились, а на фондовых рынках ряда таких стран произошло резкое падение курсов (после быстрого повышения в предыдущие несколько лет). Однако до настоящего времени они не испытали ни крупных кризисов, ни массового дестабилизирующего бегства капитала. Не наступило пока и спада в реальной экономике.

Во-вторых, *готовность суверенных фондов накопления богатства предоставлять капитал испытывающим затруднения коммерческим и инвестиционным банкам послужила свидетельством положительной роли, которую могут сыграть такие органы долгосрочного инвестирования в содействии укреплению общемировой финансовой стабильности*. По состоянию на март 2008 года такие фонды вложили 45 млрд долларов в капитал банков и страховых компаний, хотя дополнительные инъекции капитала в ближайшем будущем представляются маловероятными ввиду продолжающихся потерь на рынках.

Некоторые возможные средства для улучшения положения

Хотя меры экономической политики еще окончательно не сформулированы, необходимо обратить внимание на несколько ключевых задач, имеющих важнейшее значение как для решения текущих проблем, так и для предотвращения их повторения:

- **Снижение уровня заемных средств.** Основные компоненты современного финансового рынка характеризуются столь высоким уровнем заемных средств, что это делает их уязвимыми в случае неожиданно резких изменений цен и возникновения неликвидности на рынках. Как можно наблюдать в настоящее время, ликвидация такого левериджа усугубляет проблему нехватки кредитных ресурсов, а критическое состоя-

ние торговли приводит к чрезмерно большим колебаниям цен. Директивным органам необходимо ужесточить нормативы, ограничивающие уровень заемных средств, возможно, установив более высокие требования в отношении капитала или обеспечения.

- **Улучшение управления ликвидностью.** Некоторые крупные учреждения оказались менее устойчивыми к финансовым шокам, чем ожидалось. Ключевым участникам рынка необходимо улучшить работу по обеспечению наличия операционной ликвидности.

- **Содействие ликвидности рынка.** Ликвидность рынка и, соответственно, процесс выявления цен на внебиржевом рынке оказались недостаточно надежными. Необходимы меры по обеспечению ликвидности этих рынков, например, посредством формального закрепления обязательств в отношении представления котировок дилерами (как это сделано на рынке казначейских обязательств в США).

- **Содействие внедрению процедур проверки добросовестности.** Инвесторы не заботились о проведении проверки добросовестности и чрезмерно полагались на кредитные рейтинги при осуществлении инвестиций в структурированные ценные бумаги. Институциональные инвесторы особенно остро нуждаются в принятии инвестиционных правил, требующих проведения проверки добросовестности, ввиду перехода компаний, управляющих их средствами, на использование новых классов активов. Для повышения качества проверки необходимо упростить структурированные кредитные продукты, с тем чтобы инвесторам было легче самостоятельно оценивать их.

- **Повышение прозрачности.** Отсутствие прозрачности рыночных цен на структурированные кредитные инструменты обострило проблемы в области учета и оценки, возникшие в результате настоящего кризиса и, в свою очередь, способствовавшие его развитию. Более широкая доступность информации о ценах и торгах будет содействовать улучшению процесса выявления цены и получению оценок в текущих рыночных ценах. Кроме того, банкам необходимо предложить соответствующие нормативно-правовые стимулы для консолидации внебалансовых структур, в тех случаях, когда они, по всей вероятности, стоят за ними на практике.

Упорная порода

Что мы узнали из опыта развития настоящего кризиса? Во-первых, секьюритизация позволила вывести некоторые кредитные риски за рамки банковской системы, однако достигла этого не в таких масштабах, как предполагалось, и в ущерб снижению прозрачности. Выявление того, где именно произошло накопление убытков, требует значительного времени. Во-вторых, внебиржевые рынки не обязательно являются ликвидными в период стресса. Нарушения на межбанковском рынке оказались более глубокими и продолжительными, чем этого можно было ожидать до августа 2007 года, из чего следует, что финансовые учреждения должны быть способны просуществовать в течение длительных периодов времени, опираясь на свои собственные ресурсы. В-третьих, в центре внимания при управлении рисками в отдельных банках находились вопросы защиты учреждения, а системные риски в основном находились вне поля зрения. Как результат, рациональные с точки зрения индивидуального банка действия по обеспечению выживания приводили к нерациональным коллективным последствиям. Наконец, в условиях рассредоточения рисков и широкого использования производных финансовых инструментов чрезвычайно усложнилось преодоление кризиса. Центральным банкам необходимо было быстро отыскивать новаторские методы локализации вспышки кризиса, но это не смогло остановить его развития. Бороться с этой эпидемией оказалась намного сложнее, чем это представлялось врачам. ■

Рандалл Додд — советник, а Пол Миллс — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.