

Дітріх Шонвіц (Німеччина)

## Турбуленції валютного ринку 2007 року та управління ризиком ліквідності Європейського центрального банку

Автор статті робить наголос на застосуванні м'якого коефіцієнта "достовірності" та його впливі на нормальне функціонування фінансових ринків, посиляючись на кризу ліквідності через турбулентність валютних ринків основних розвинутих економічних систем західних країн у другій половині 2007 року, та управління в кризовій ситуації Європейського центрального банку. Керівництву ЦБ необхідно оцінити зобов'язання кредитора останньої інстанції по відношенню до моральної загрози, пов'язаної з ризиком. Для попередження подібних проблем в майбутньому запропоновано програму 8 кроків.

**Ключові слова:** ЄЦБ, ліквідність, турбулентність, ризик, кредитор останньої інстанції.

### Вступ. Важливість м'яких економічних факторів та криза ліквідності 2007 року

Іноді в економічних системах проблема м'яких факторів серйозно не сприймається, але на думку відомих вчених, саме м'які фактори відіграють важливу роль у функціонуванні ринкових систем, оскільки економістам доводиться мати справу з людською поведінкою у спеціальній підсистемі суспільства. Наприклад, на думку Джона Кеннета Гелбрейта стосовно американського капіталізму, цей магічний фактор мав силу, а його відома концепція "рівноваги" (1957) у реальному секторі економіки була важливим кроком від нереалістичної моделі атомістичної/роздробленої конкуренції до реальності. Німецький економіст Гюнтер Шмольдерс (1950) зазначив, що процес бізнес циклів багато в чому залежить від психологічних факторів.

За півстоліття за ініціативою не стільки Шмольдерса, скільки Аллана Грінспена (2007), що був головою Федерального резервного банку США та вивчав мікроекономічну поведінку фінансових ринків, говорилося про "надзвичайний надлишок" м'яких факторів у контексті росту курсу акцій. Таким чином, він проклав шлях для концепції Федерального резервного банку: "зачекай, побач, оціни та ліквідує плутанину", особливо за допомогою щедрих – деякі критики вважають, "надщедрих" – інструментів ліквідності (Торстен Поллейт, 2007), тобто політики не різкого зниження ціни, а поступового та обережного зниження ставки відсотка вже після того, як вона зменшилася. Науковець був упевнений, що засоби центрального банку неспроможні зупинити нераціональну поведінку без серйозного негативного зворотного впливу на економіку. Навіть сьогодні подібна загальновизнана оглядка на точки зору впливових науковців вже доводить

важливість м'яких факторів у теоретичній та практичній економічних системах. У цьому сенсі довіра до м'яких факторів підтверджується їхнім впливом на нормальне функціонування фінансових ринків у рамках кризи ліквідності через турбулентність на валютних ринках у другій половині 2007 року. А питання, що повинен робити центральний банк для стабілізації та посилення впевненості, на нашу думку, є вирішальним.

Як буде сказано далі, криза фінансових ринків 2007 р., безперечно, була кризою довіри, що є не системною кризою через постійну ліквідність Федерального резервного банку, Європейського центрального банку (ЄЦБ), та, після деяких сумнівів, через острах моральної загрози Банку Англії. Це могло попередити те, що турбулентність валютних ринків стала приводом до серйозної кризи глобальної фінансової системи, загрожуючи навіть комерційним банкам з широким набором видів діяльності. Як тільки-но обрані установи з характеристиками спеціального фінансування зіткнулися із загрозою, об'єднання банків одразу організували підтримку платоспроможності за допомогою центральних банків, наглядових банківських комітетів та органів державної влади.

Однак слід зазначити, що дане дослідження буде лише попереднім підходом до аналізу кризи та підведення підсумків, оскільки остаточну картину буде видно лише у грудні 2007 року. Інсайдери/члени банківського суспільства не виключають виникнення плутанини та непорозуміння.

### 1. Перша проблема: зростання цін на житло/нерухомість та несплати по іпотечних кредитах ненадійним позичальникам з США

Як можна припустити, зважаючи на фінансову глобалізацію, криза розпочалась не на Уолл-Стріт, а в американській провінції. Мати своє власне помешкання або квартиру – частина аме-

риканської мрії. Тому приблизно 70% американських родин живуть у власних чотирьох стінах. Під впливом дуже низьких відсоткових ставок мільйони звичайних людей оплачують власні помешкання за допомогою позик, що стає все більш ризикованим. 100% кредити не стали дивиною також для так званих ненадійних клієнтів з низьким рівнем доходу. Це можна сказати й про Іпотеку 2/28 – фіксована ставка відсотка протягом 2 років, гнучка ставка відсотка протягом 28 років, у перші роки виплат іноді навіть без амортизаційних відрахувань. Навіть так звані “кредити-ніндзя” для безробітних людей без прибутку та майна увійшли в застосування, що отримало велику критику з боку організацій захисту споживачів.

Для розвитку нашої теорії доречним буде використувати м'який фактор “нераціональної надлишковості” Грінспена – надлишковість з обох боків ринку кредитів. З боку споживача/покупця, родинних домогосподарств, процес кредитування посилювався іноді навіть агресивним рекламуванням у ЗМІ та поведінкою, що нагадує застрибування в останній вагон потягу, що рушив, через збільшення цін на житло. З боку постачальника послуг, іпотечних банків, збільшення кредитування відбувається через інновації фінансової системи, головним чином, з середини 90-х років, коли ризик стає трансферабельним, а ліквідність – надлишковою через банківську політику легких грошей (Рада експертів, 2007).

Результат такої політики – стрибок цін. З 2002 до 2005 року ціни на приватні помешкання в США збільшилися майже вдвічі. Додаткові проблеми, що виникли з охолодженням та зменшенням цін на майно з середини 2006 року, – це підвищення відсоткових ставок. Все більше субстандартних (ненадійних) клієнтів з низьким рівнем доходу стали неспроможними виплачувати ставки по відсотках та амортизаційних виплатах. За оцінкою Центру відповідального кредитування, приблизно 20% ненадійних кредитів США, що були надані у період 1998-2006 рр., будуть виплачені з порушеннями (Стефан Кофнер, 2007).

Попередження з боку професіоналів прийшли досить пізно, але не надто пізно, щоб підготуватися до кризи.

Бен Берненк, голова Федерального резервного банку, прочитав у листі Асоціації компаній США зі страхування іпотечної заборгованості: “...нас дуже непокоїть потенційний згубний

*вплив з боку неналежних іпотечних позик та кредитів під заставу майна”.*

Це сталося приблизно за рік до виникнення проблем на валютних ринках та до початку надання допомоги з боку центральних банків.

## **2. Передача турбулентності валютних ринків за допомогою фінансових інновацій та ризикованого додаткового фінансування**

Надлишковість, а пізніше криза ліквідності могли мати місце тільки через те, що, по-перше, можна було розповсюджувати ризик у всьому світі, проводячи політику сек'юритизації кредитів (переведення неліквідних активів у ліквідні), та по-друге, інвестиції в активи ринків капіталу, так звані цінні папери, забезпечені активами (ABS), та цінні папери, забезпечені заставою (MBS), не були додатково профінансовані з огляду на традиційні принципи узгодження термінів виплат.

У літературі з вивчення банків приймається той факт, що сек'юритизація здатна вирішити проблему управління ризиком та зробити свій внесок у стабільність фінансової системи (Джен Кренен, 2007). Але проблема в тому, що можливість наживатися на ризику, отримувати інформацію про ризиковану діяльність з літератури може стимулювати ризиковий стиль поведінки. Саме це й сталося, і не тільки в Америці, і не тільки у сфері кредитних установ. Передача ризику не означає його зникнення. Це проблема прозорості – впізнати або кваліфікувати приховані види ризику, коли вони структуровані чи змішані. Навіть рейтингові агентства мали труднощі в цьому питанні.

Подібна проблема прозорості стала результатом використання “простих забезпечених векселів” (CDO). Головна ідея таких структурованих продуктів – переводити об'єднані позики у чіткі поєднання активів/фондів, деякі частини пулу з нижчою ставкою відсотка (старші облігації), інші – з вищою (молодші облігації). Розмежування між молодшими та старшими облігаціями/закладними не завжди відповідає дійсності, навіть якщо згодом агентства зменшать ставку по забезпеченим простим векселям.

Наступний крок – інвестування в такі забезпечені прості векселі з тенденцією до отримання облігацій з більшим ризиком через вищий рівень їхньої прибутковості за допомогою “каналів/засобів передачі” або “засобів структурованого інвестування”, що були засновані банками та пов'язані з ними за допомогою кредитних

ліній, але за умови обходу правил платоспроможності по кредитах строком менше, ніж 1 рік. Ці спеціальні засоби додатково профінансували ринок капіталу (каналами передачі) або були “скорочені” приблизно на третину (засобами структурованого інвестування) за допомогою випуску цінних паперів з високою ставкою відсотка через існування кредитних ліній на валютному ринку. Подібне зворотне рефінансування є ключем для вирішення проблем у випадку переходу субстандартної кризи на валютні ринки.

### 3. Криза ліквідності як криза довіри

Криза ліквідності наприкінці літа 2007 року була більш ніж проблемою додаткового фінансування для каналів передачі та засобів структурованого фінансування. Та, звичайно, це не було проблемою недостатньої ліквідності валютного ринку в системі банків. Це була криза довіри, оскільки знання про залучення несплачених фондів засобами кредитних ліній не було очевидним.

Як було зазначено пізніше, увага інших банків до кредитних ліній та якнайскоріше їх скорочення або закриття були першою реакцією керівництва банків. Власне, навіть установи з надлишковою ліквідністю не хотіли її (ліквідність) впроваджувати на зовнішніх банківських ринках. Вони більше не вірили в платоспроможність інших організацій. Подібна недовіра поширювалася, як заразливий вірус; зникла впевненість; міжбанківське кредитування також значно зменшилося (Германн Ремшпергер, 2007).

Вигідним вирішенням проблем була більш обережна оцінка ризиків. У фінансовому секторі така ситуація трапляється, як правило, у випадку залучення приватних акцій. Згідно з результатами опитування у сфері банківського кредитування для Європейської зони у період з жовтня 2007 року Європейський центральний банк (2007, ст. 2) отримав наступні дані для фінансування реального сектора економіки: “приблизно третина банків, що брали участь в опитуванні, посилили стандарти кредитування для позик та кредитних ліній по відношенню до великих установ”.

Крупні підприємства, а не тільки фінансові установи, можливо, використовували забезпечені прості векселі. Але на валютному ринку між банками не було обмеження кредитування, оскільки застосовувалася гнучка та миттєва ліквідність у поєднанні з обережною комунікацією в реальному часі ЄЦБ, який відновив рівень довіри не повністю, але достатньою мірою

для того, щоб відновити функціонування внутрішнього валютного ринку банків та попередити жорстокі наслідки для підприємств та домашніх господарств. До листопада 2007 року не спостерігалось будь-якого помітного впливу на широкі грошові маси (ЄЦБ, 2007, ст. 5).

### 4. Концепція Європейського центрального банку стосовно управління кризою та операцій на відкритому ринку у період з серпня по вересень 2007 року

**4.1. Прийняття зобов'язань кредитора останньої інстанції.** Концепція Європейського центрального банку щодо управління кризою спіралася на наступні положення:

- ◆ немає безпосередньої загрози системної кризи, якщо в результаті втрати довіри настане скорочення кредитування на внутрішньому банківському ринку валюти;
- ◆ зазвичай, банки скорочують термін платіжних зобов'язань у випадку надлишку резервів загальноприйнятих засобів платежу.

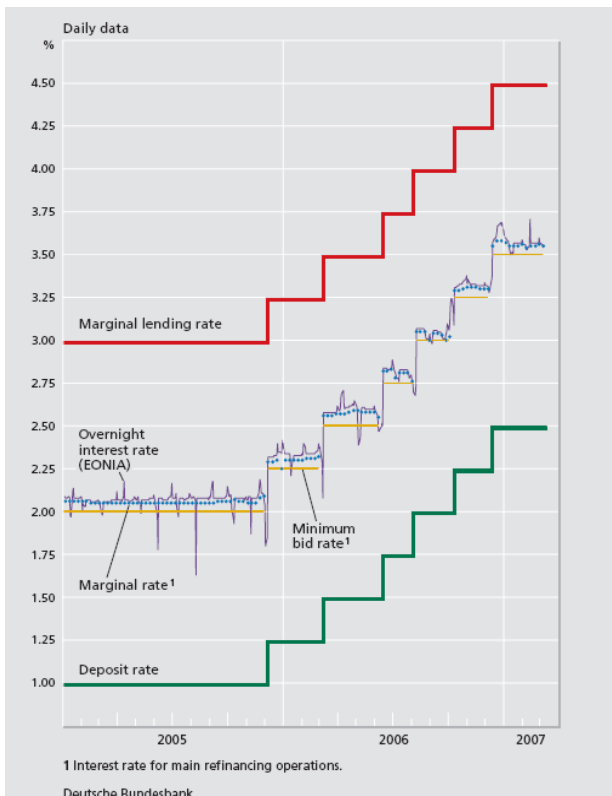
Для оптимізації управління ліквідністю банківські установи притримують ці відсоткові папери так званих “майже грошей”, що зазвичай, можна усунути за короткий строк та за низькою ціною. Але через явище турбулентності ці квазігроші виявилися неліквідними. У цьому процесі “трапляються деякі втрати, але більший ризик – необхідність їхнього усунення, що може призвести до банкрутства навіть крупних установ” (Роберт І. Лукас, 2007) та системної кризи.

У даній ситуації за наявності інформації від органів банківського нагляду державна рада ЄЦБ вже, очевидно, оцінила високий рівень системного ризику та вирішила (на додаток до пріоритетної мети – гарантії стабільності цін) “бути готовою до впровадження ліквідності за необхідності виконання ролі кредитора останньої інстанції” (Роберт І. Лукас, 2007).

За умови кризи довіри це було зваженим рішенням, що вплинуло навіть на крупні банки, не застосовувати концепцію невтручання, яка базується на побоюванні моральної загрози та суперечок щодо термінового скидання акцій, до чого Банк Англії вперше схилився.

**4.2. Гнучке управління ліквідністю ЄЦБ.** Для зменшення напруги на валютному ринку, що спостерігалася в період резервних фондів з 8 серпня по 5 вересня, ЄЦБ (2007, ст. 1) впровадив 4 операції з додатковою ліквідністю, що надавали можливості добового терміну платежу на відкритому ринку, 1 операцію з додаткового довго-

строкового фінансування, а також 4 операції з позапланового додаткового фінансування. Практична мета ЄЦБ – вплив на ставку відсотка на внутрішньобанківському валютному ринку. У цьому сенсі мінімальна ставка покупця (операційна ставка) та гранична ставка розподілу/перерахування фондів головних операцій з додаткового фінансування є сигнальною функцією для ставок на валютному ринку. Рисунок 1 доводить, що короткострокова відсоткова ставка на валютному ринку EONIA (середній європейський добовий показник) слідує за операційною ставкою тільки з граничними коливаннями. Ця ситуація зазнала значних змін з початком кризи.



Примітка: Daily data – щоденні дані; Marginal lending rate – гранична ставка позикового відсотка; Overnight interest rate (EONIA) – добова ставка відсотка; Minimum bid rate – мінімальна купівельна ставка; Marginal rate – гранична ставка; Deposit rate – ставка по депозитах.  
Ставка відсотка по головних операціях з додаткового фінансування.  
Джерело: Deutsche Bundesbank (Центральний банк Німеччини).

Рис. 1. Управління ліквідністю валютного ринку

ЄЦБ (2007, ст. 1) поєднав кожний крок своїх додаткових операцій з дуже обережною комунікацією в реальному часі (див. також додаток). 9 серпня 2007 року о 10.15 у новинах вийшла заява наступного змісту: “За даними ЄЦБ на Європейському валютному ринку спостерігається напружена ситуація, не дивлячись на нормальне постачання засобів європейської ліквідності. ЄЦБ пильнує ситуацію та завжди готовий дія-

ти, щоб забезпечити порядок на європейському валютному ринку”.

Це було першим, але недостатнім сигналом для поновлення довіри. Сама ситуація, а також зміни відсоткових ставок вимагали конкретних та сміливих дій. Рисунок 2 демонструє значні відхилення добової ставки відсотка порівняно з мінімальною купівельною ставкою, які розпочалися у першій половині серпня та навіть посилювалися на початку вересня 2007 року.



Рис. 2. Турбуленції

Оголошення про початок першої додаткової тендерної операції послідувало десь за 2 години одразу після перших заяв про занепокоєння ЄЦБ та його готовність діяти. Як додатковий сигнал до дії – кожен без винятку покупець міг брати необхідні йому суми грошей у межах депонованих цінних паперів та за фіксованою ставкою відсотка (ЄЦБ, 2007, ст. 1). “Операція проводилася за використанням тендеру в розмірі 4% (переважаючий рівень мінімальної купівельної ставки) та повного розподілу/перерахування фондів, про що завчасно попереджалося. Уточнення тендеру дозволило ЄЦБ впровадити такий рівень ліквідності, який відповідав попиту сторін і який не можна було б оцінити за допомогою засобів звичайного аналізу”.

У рамках операції врегулювання ситуації 49 банків підкорилися пропозиції ціни загальною сумою 94,8 мільярдів євро, що склало приблизно 15% середнього числа учасників, третю частину середньої кількості розподілу фондів за використанням основних операцій додаткового фінансування та 50% необхідного мінімуму резервів за липень 2007 року. Здається, що саме великим банкам це було потрібно або ж вони могли підкоритися вимогам швидше за інших.

Стратегія управління короткостроковою ліквідністю наступна:

- ◆ не зменшувати мінімальної купівельної ставки як операційного показника ЄЦБ, оскільки

вона аналізувала ситуацію з точки зору проблеми довіри, а не браку структурної ліквідності системи;

- ◆ проводити 3 добові операції з урегулювання ситуації, використовуючи запропоновану процедуру, що, зазвичай, має місце в операціях основного фінансування (пропозиція плаваючої відсоткової ставки в поєднанні з мінімальною купівельною ставкою) для отримання додаткової інформації про інтенсивність попиту банківської системи з урахуванням бажаної купівельної ставки;
- ◆ зменшити кількість операцій з розподілу/перерахування фондів згідно зі зменшенням напруги від коефіцієнта покриття запропонованої ціни однієї з операцій з урегулювання, що покриває всі запропоновані ціни до розміру 6% ставки за 4-ту операцію. Це означає, що було оплачено менше, ніж 20% запропонованої ціни;
- ◆ розподілити гроші за 4 “нормальними” основними операціями з додаткового фінансування до показника звичайної позначки (створеної для гарантії порядку на валютному ринку). Подібне “механічне” розподілення одразу ж привело б до поглинання надлишкових резервів;
- ◆ контролювати ситуацію ліквідності, змінюючи кількість основних розподілень додаткового фінансування, яка б перевищувала встановлену позначку, та збираючи додаткові грошові засоби через пропозицію короткострокової фіксованої ставки по відношенню до кількості мінімальної купівельної ставки.

Напружена ситуація, що спалахнула загалом через поступову/часткову стратегію банків, які мали намір об'єднати очікувані втрати, спричинила впровадження 6 вересня 2007 року ще однієї процедури з урегулювання (на суму 42,3 млрд. євро), що не попередила, але продовжила хвилювання, які згасли лише в жовтні.

ЄЦБ також вплинув на сегмент довгострокових відносин на валютному ринку. 22 серпня було вирішено провести ще одну операцію з додаткового довгострокового фінансування, як завжди у формі впровадження виключно гнучкої ставки відсотка строком на 3 місяці на суму 40 млрд. євро. Для подальшої консолідації Європейського валютного ринку Керівна рада тричі приймала рішення відновити додаткові довгострокові операції, остання з яких була призначена на 12 грудня 2007 р. для попередження проблем року, що минав.

Підводячи підсумок, зазначимо, що Керівна рада ЄЦБ врешті-решт провела різницю між напругою через кризу довіри на валютному ринку та надлишком ліквідності в Європейській зоні, яка не зрозуміло, чому, до сих пір має місце, та з цієї причини не зменшила операційну ставку відсотка, на відміну від Федерального резервного банку та Банку Англії. Єдиною поступкою такої складної ситуації було не збільшувати ставку, на що очікували багато спостерігачів ЄЦБ, через потенційну загрозу стабільності цін та деяких евфемістичних виразів президента ЄЦБ, Жана Клода Тріше, повторюваних навіть у жовтні 2007 року (ЄЦБ, 2007, ст. 3): *“У випадку наявних грошових засобів та активного зростання кредитування в Європейській зоні монетарна політика ЄЦБ готова зіткнутися з потенційною загрозою стабільності цін, що й було її головною метою”*.

Прихильність кредитора останньої інстанції – чітка задача ЄЦБ – не враховує послаблення середньострокової орієнтації на стабільність цін як кінцеву мету. Навпаки, для управління та контролю за очікуваннями разом зі збереженням стабільності цін часом необхідні *“...нестійкість та підвищена невпевненість валютного ринку”* (ЄЦБ, 2007, 4).

## Висновки

Зважаючи на незначний досвід, для підведення підсумків та пропозицій нових ідей підхід даного дослідження може бути лише попереднім. Завдяки проведенню монетарної політики стає очевидним, що ЄЦБ має всі необхідні засоби для гнучкого управління ліквідністю навіть в умовах надзвичайних ситуацій, і немає потреби відновлювати політику впровадження мінімальних резервів зі зміною резервного відсотка.

Перша реакція – навіть з боку визнаних академіків – варіювалася від дуже ліберальної точки зору, що фінансова система сама по собі зробить необхідні висновки, а також, що наступні адміністративні регулятивні заходи принесуть більше шкоди, ніж користі (Едмунд Фелпс, 2007), до негайної вимоги додаткових бюрократичних рекомендацій, особливо для кредитних установ у США (Роберт Шиллер, 2007). Зважаючи на положення угоди Базель II та думку вчених, що їх коментували, доречно бути надзвичайно обережним у разі створення нових областей роботи для політиків та регулюючих органів.

Для вивчення такого спірного питання програма з 8 пунктів може слугувати основним курсом:

Не використовувати програми допомоги. Дії Центрального банку стосовно останнього кредитора в критичній ситуації на додаток до зобов'язань остаточної мети уникнення інфляції повинні бути винятком та можуть бути виправдані лише у випадку загрози крупним установам (страх системної кризи).

1. Дотримування принципу делегування ініціативи нижчими підрозділами виконавчої влади та самопомоги на початковому етапі. Під час економічної конференції Чарльз Гудхерт запропонував використовувати об'єднаний резерв ліквідності, що був впроваджений банками, щоб не залежати від дій центрального банку (Маріетта Курм Енджелс, 2007) та зробити свій внесок у посилення довіри до банківської системи. Для попередження моральної загрози це правило слід застосовувати по відношенню до кредитора останньої інстанції приватної ліквідності на валютному ринку, а не все більш ризикованих інвестицій на ринку капіталу.
2. Обережна комунікація, відкритість та орієнтація на кінцевий результат, що застосовується багатьма світовими банками, роблять свій внесок у розуміння та ефективну дію вжитих заходів. Сучасний центральний банк відновлює і, відповідно, зберігає довіру до себе, звичайно, не за рахунок управління очікуваннями своїх клієнтів, а за допомогою комунікації в реальному часі в контексті використання додаткових купівельних операцій (див. додаток). Приватним банкам також слід приєднатися до даного напрямку поведінки, оскільки їхня стратегія поступових дій з об'єднання збитків загрожувала довірі, що встановилася, та пояснювала напружену ситуацію, яка знов спалахнула на валютних ринках.
3. Стратегія має концентруватись більшою мірою на профілактичних заходах, аніж на "розплутуванні непорозумінь". Контроль грошової експансії в рамках монетарної політики – важливий внесок у попередження та управління підвищенням вартості цінних паперів. Результати практичних досліджень підтверджують зв'язок між ростом ліквідності й, відповідно, цін та оцінкою активів (ЄЦБ, 2005). Тому важливо дотримуватись важливих принципів розвитку грошової маси та монетарного аналізу, а також не слідувати пропозиціям нової кейнсіанської теорії щодо скасування стратегій центрального банку.
4. Сприяти стабільності валютних ринків не тільки з метою аналізу цін на цінні папери, але й для врахування їхнього внеску у розробку стратегії монетарної політики, що відповідає політиці "дути проти вітру" при різкому стрибку цін, що наближається. Подібна попереджуюча стратегія має на увазі посилення позиції монетарної політики більше, ніж це потрібно, для збереження звичного рівня інфляції. Пригадуючи різке здуття цін на житло в США, той аргумент, що це здуття ніколи не можна впізнати на початковому етапі, не є переконливим (Поль де Гроув, 2007). Але насправді проблема полягає в наступному: чи повинен центральний банк, який починає зважати на ціни на майно, також реагувати на ціни на інші майнові фонди, як, наприклад, державні цінні папери та облігації?
5. Оскільки криза ліквідності значною мірою була проблемою довіри, що виникла в результаті малої прозорості, дуже важливо, щоб вже існуючий "форум фінансової стабільності", заснований центральними банками та міжнародними установами, пов'язаними з урядом, або інші ініціативи, як, наприклад, Інститут міжнародної комерції (ІІФ), що був заснований банками, які займаються міжнародною діяльністю, вирішили розробити пропозиції щодо оцінювання складних структурних фінансових інновацій, а також для прозорого розподілу ризику – цей фактор має приділяти особливу увагу інструментам передачі позабалансового обліку та практичного застосування засобів структурованого інвестування, можливо, накладаючи обмеження на кредитні лінії від центральних "первинних" корпорацій.
6. Передача ризику засобами сек'юритизації та особливо забезпеченими борговими зобов'язаннями стимулювала ризиковий стиль поведінки сторін-партнерів. Джен Кренен (2007) запропонувала нашій увазі твердження: "вартє подальшого вивчення: "...наймолодша боргова розписка, так звана збиткова частина...", повинна постійно притримуватися її ініціатором. Причина цього – моральна загроза, або ризик безвідповідального кредитування. Подібну ситуацію можна змінити, якщо банк, який випускає цінні папери, надає інформацію про свою продуктивність або інші дії підтримки". Таким чином, ініціатор залишається особисто залученим до справи та також ризикує.
7. Криза почалася через безвідповідальне кредитування майнової власності. Щоб зупинити цей процес, Чарльз А.Е. Гудхерт (2006) запропонував урізноманітнити процентне відношення суми позики до оціненої вартос-

ті закладеного під цю позику майна (коефіцієнт “кредит/вартість забезпечення”) (LTV): “Таким чином, коефіцієнт забезпечення можна підвищити, коли ріст застав (та інфляція цін на житло) був незначним та зменшувався під час економічних бумів/падійомів. Останній приклад – зменшення коефіцієнта забезпечення, впровадженого в Естонії перед бумом на купівлю житла у грудні 2005 року. Подібні заходи були вжиті в Гонконгу та Південній Кореї. Вимоги щодо загальної ліквідності капіталу можуть варіюватися залежно від економічного циклу”.

Поки що деякі пропозиції знаходяться на стадії розробок. Експерти з банківського нагляду особливо вказують на те, що впровадження правил Базель II та застереження стосовно надання кращої сек'юритизації кредитів та кредитних ліній для засобів передачі та структурованого інвестування терміном менше, ніж на рік, покращать

прозорість та підтримку стабільного функціонування фінансової системи.

На початку даного дослідження ми звернули увагу на теорію конкуренції Гелбрейта відносно рівноваги сил/можливостей, яка стосується конкуренції між центральними банками та регулятивними органами з одного боку та приватними банками з іншого. Як іронічно зазначив один з анонімних членів банківського співтовариства, “завжди знайдуться розумні люди, здатні обдурити регуляторний орган”.

Звичайно, така форма конкуренції – характерна риса свободи. Задача центральних банків та контролюючих органів – не відняти свободи, накладаючи обмеження, а запобігати системним кризам шляхом розумного урівноваження. Для стабільного існування на валютному ринку центральним банкам слід впроваджувати “товари особливого користування” – довіру та ліквідність (Франц-Крістоф Цайтлер, 2007).

### Список використаних джерел

1. de Grauwe, Paul (2007): Central banks should prick asset bubbles, in: Auszüge aus Presseartikeln, Deutsche Bundesbank, No. 47, pp. 17-18.
2. ECB (2005). Asset price bubbles and monetary policy, in: Monthly Bulletin, April, pp. 47-60.
3. ECB (2007, 1). The ECB's additional open market operations in the period from 8 August to 5 September 2007, in: Monthly Bulletin, September.
3. ECB (2007, 2). The results of the October 2007 bank lending survey for the Euro Area, in: Monthly Bulletin, October, pp. 20-27.
4. ECB (2007, 3). Editorial, in: Monthly Bulletin, October, pp. 5-7.
5. ECB(2007, 4). Introductory statement, Press Conference 8 November 2007, www.ecb.de
6. ECB (2007, 5). The impact of the financial market turmoil on money and credit developments, in: Monthly Bulletin, November, pp. 17-20.
7. Galbraith, John Kenneth (1957). American capitalism – The concept of countervailing power, London.
8. Goodhart, Charles A.E. (2006). The ECB and the conduct of monetary policy – Goodhart's law and lessons from the Euro Area, in: Journal of Common Market Studies, No. 4, pp. 757-778.
9. Greenspan, Alan (2007). The age of turbulence – Adventures in a new world, London.
10. Kofner, Stefan (2007). Die Hypothekenkrise – Lehrstück oder Lehre?, in: Immobilien und Finanzierung, pp. 582-585.
11. Krahn, Jan (2007). How to revitalize the credit market in one step, in: Auszüge aus Presseartikel, Deutsche Bundesbank, No 42, pp. 14-15.
12. Kurm-Engels, Marietta (2007). Krise noch nicht unter Kontrolle, in: Auszüge aus Presseartikel, Deutsche Bundesbank, No 41, pp. 4-5.
13. Lucas, Robert E. (2007). Mortgages and monetary policy, in: Auszüge aus Presseartikel, Deutsche Bundesbank, No 42, pp. 8-9.
14. Phelps, Edmund (2007). Das Problem wird sich von alleine lösen, in: Süddeutsche Zeitung, 13/14 October.
15. Polleit, Thorsten (2007). Folgen der Liquiditätskrise, in: Die Welt, 17 September.
16. Remsperger, Hermann (2007). Financial stability issues – a view from the Bundesbank, in: Auszüge aus Presseartikeln, No 47, pp. 13-17.
17. Sachverständigenrat (2007). Das Erreichte nicht verspielen, Wiesbaden.
18. Schmolders, Günter (1950). Konjunktoren und Krisen, Hildesheim.
19. Shiller, Robert (2007). Eine Psychologie der Furcht, in: Süddeutsche Zeitung, 20 August.
20. Zeitler, Franz-Christoph (2007). Risiken im Finanzsystem – Herausforderungen für Bankenaufsicht und Notenbank, in: Auszüge aus Presseartikeln, Deutsche Bundesbank, No. 48, pp. 5-8.

Отримано 04.12.07.

Переклад з англ. Є. Мязіної.

## Додаток А

Таблиця 1. Висновки щодо дій ЄЦБ у період з 8 серпня по 5 вересня 2007 року

Дата	Час	Подія	Пряма мова	Деталі операції	
9 серпня	10.15	Заява у новинах	За даними ЄЦБ, на валютному ринку спостерігається напружена ситуація, не дивлячись на нормальне постачання засобів європейської ліквідності. ЄЦБ пильнує ситуацію та готовий діяти, щоб забезпечити порядок на Європейському валютному ринку.		
9 серпня	00.30	Оголошення початку операції з регулювання зі ставкою відсотка 4% за умови повного розподілу фондів	Слідуючи за ранковою заявою ЄЦБ про аспекти заходу, дана регулююча операція з надання ліквідності націлена на встановлення порядку на Європейському валютному ринку. ЄЦБ має за мету досягти 100%-го розподілу фондів від пропозиції ціни, яку він отримує.	Строк Виділена сума Ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	Доба 94,8 млрд. євро 4,00% 49 49 1,00
10 серпня	9.20	Заява у новинах	ЄЦБ продовжує пильнувати ситуацію на Європейському валютному ринку.		
10 серпня	10.15	Оголошення про проведення регулюючої операції за умовами запропонованої плаваючої ставки з мінімальним коефіцієнтом пропозиції та без заздалегідь оголошеної кількості пропозицій	Ця регулююча операція з надання ліквідності продовжує вчорашній захід та націлена на забезпечення порядку на Європейському валютному ринку.	Строк Виділена сума Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	Доба 61,1 млрд. євро 4,05% 4,08% 62 124 1,80
13 серпня	9.15	Заява у новинах	ЄЦБ продовжує пильнувати ситуацію на Європейському валютному ринку.		
13 серпня	9.30	Оголошення про проведення регулюючої операції за умовами запропонованої плаваючої ставки з мінімальним коефіцієнтом пропозиції та без заздалегідь оголошеної кількості пропозицій	За даними ЄЦБ, умови на Європейському валютному ринку нормалізуються, а засоби ліквідності надані в достатньому обсязі. ЄЦБ продовжує контролювати нормалізацію умов на Європейському валютному ринку.	Строк Виділена сума Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	Доба 47,7 млрд. євро 4,06% 4,07% 59 103 1,77
13 серпня	15.30	Оголошення основної операції з додаткового фінансування	У теперішній ситуації з додаткового фінансування ЄЦБ націлений на забезпечення нормалізації умов на валютному ринку. Кількість пропозицій узгоджуватиметься з їхньою метою та не буде прив'язана до її встановленої позначки.	Строк Виділена сума (поза позначкою) Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	1 тиждень 310 млрд. євро (73,5 млрд. євро) 4,08% 4,10% 344 628 1,38
14 серпня	9.15	Заява у новинах	ЄЦБ продовжує пильнувати ситуацію на Європейському валютному ринку.		
14 серпня	9.30	Оголошення про проведення регулюючої операції за умовами запропонованої плаваючої ставки з мінімальним коефіцієнтом пропозиції та без заздалегідь оголошеної кількості пропозицій	За даними ЄЦБ, умови на Європейському валютному ринку наближаються до нормальних. Однак ЄЦБ все ще пропонує можливість покриття будь-якої потреби у ліквідності, що залишилася до завтрашнього впровадження міжнародного стандартного коду мавританської угі на цей тиждень.	Строк Виділена сума Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	Доба 7,7 млрд. євро 4,07% 4,07% 41 67 5,97
20 серпня	15.30	Оголошення основної операції з додаткового фінансування	Разом з нормалізацією умов на Європейському валютному ринку в найкоротший строк ЄЦБ має намір поступово зменшити надлишок великого резерву, що створився за тижні зберігання. Кількість пропозицій цієї основної операції з додаткового фінансування перевищить встановлену позначку у 227 млрд. євро до визначеного рівня.	Строк Виділена сума (поза позначкою) Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	Доба 275 млрд. євро (46 млрд. євро) 4,08% 4,09% 355 635 1,60



Таблиця 1 (продовження). Висновки щодо дій ЄЦБ у період з 8 серпня по 5 вересня 2007 року

Дата	Час	Подія	Пряма мова	Деталі операції	
22 серпня	15.30	Оголошення про початок додаткової довгострокової операції з рефінансування	Сьогодні Керівна рада ЄЦБ вирішила провести додаткову довготривалу операцію з рефінансування по наданню ліквідності строком на 3 місяці вартістю 40 млрд. євро. Ця операція – захід технічного характеру, націлений на підтримку нормального функціонування Європейського валютного ринку. Проводиться на додаток до регулярних щомісячних довготривалих операцій з рефінансування, що залишаються поза впливом. Кількість пропозицій цієї основної операції з додаткового фінансування компенсує забезпечення ліквідності, зважаючи на загальну ситуацію ліквідності. Сьогоднішнє рішення було підкріплене письмовою заявою. Позиція Керівної ради ЄЦБ стосовно монетарної політики була викладена її президентом 2 серпня 2007 року.	Строк Виділена сума Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	3 місяці 40 млрд. євро 4,49% 4,61% 146 411 3,14
27 серпня	15.30	Оголошення основної операції з додаткового фінансування	Разом з нормалізацією умов по коротким строкам на валютному ринку ЄЦБ продовжує поступово зменшувати надлишок резерву, що накопичився за минулі тижні. Відповідно, кількість пропозицій цієї основної операції з додаткового фінансування перевищить встановлену позначку в 194 млрд. євро на суму, що відповідає меті даної операції.	Строк Виділена сума (поза позначкою) Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	1 тиждень 210 млрд. євро (14,5 млрд. євро) 4,08% 4,09% 320 578 1,68
3 вересня	15.30	Оголошення основної операції з додаткового фінансування	ЄЦБ продовжує брати на себе додаткові витрати з надлишку резервів, що накопичився за минулі тижні. Відповідно, кількість пропозицій цієї основної операції з додаткового фінансування трохи перевищить встановлену позначку в 251 млрд. євро на суму, що відповідає меті даної операції.	Строк Виділена сума (поза позначкою) Гранична ставка відсотка Середня зважена ставка відсотка Кількість покупців Кількість пропозицій Коефіцієнт покриття пропозиції	1 тиждень 256 млрд. євро (5 млрд. євро) 4,15% 4,19% 356 746 1,67
5 вересня	15.10	Заява у новинах	Зросла нестійкість Європейського валютного ринку, але ЄЦБ пильнує ситуацію і готовий надалі забезпечувати порядок.		

Примітка: 1. Основні операції з додаткового фінансування проводяться при залученні тендерів з плаваючою ставкою відсотка та з мінімальною купівельною ставкою. 2. Операції довготривалого додаткового фінансування проводяться виключно при залученні тендерів з плаваючою ставкою відсотка та попередньо оголошеним числом розподілених фондів.