

Томас Дієц (Німеччина), Тетяна Процик (Україна), Еріх Келлер (Німеччина)

Схожа, але інша? Фінансова криза у розвинутих західних країнах та на новостворених східноєвропейських ринках

Сьогодні як розвинуті західні держави, так і східноєвропейські країни, економічні системи яких перебувають на стадії становлення, зіткнулися з економічним спадом, що може тривати щонайменше до 2010 року. У розвинутих західних країнах криза субстандартного кредитування дала початок фінансовій та банківській кризі, що зрештою привело до економічного цунамі, яке ми наразі спростерігаємо. У більшій частині Східної Європи валютна криза спровокувала (або принаймні дала певний поштовх) банківську й економічну кризу водночас.

Якщо у розвинутих західноєвропейських країнах мають місце систематичні заходи, націлені на зупинення фінансової кризи, відновлення довіри учасників ринку, то на східноєвропейських ринках, економічні системи яких перебувають на стадії становлення, ці заходи мають досить вузькоспеціалізований характер, головним чином націлені на посилення довіри вкладників у банківському секторі та значною мірою відрізняються в кожній країні, що обумовлено тим, наскільки велику увагу приділяють відповідні органи захисту обмінного курсу національної валюти.

Хоча філії банків країн-членів ЄС відіграли важливу роль в ускладненні становища фінансового ринку Східної Європи, вони наразі є одним з найважливіших каналів поширення інфекції, оскільки – на відміну від того, чого очікувала економічна теорія – відбулося масове вилучення капіталу їхніми материнськими банками у ЄС.

Ключові слова: фінансова криза, банківська криза, Західна Європа, Східна Європа, ліквідність, ризик втрати ліквідності.

Вступ

Кожна фінансова криза є унікальною. Деякі з них є більш жорстокими, ніж інші, одні мають глобальні наслідки, інші – ні. Наприклад, Азійську кризу 1998 року можна пояснити, більшою чи меншою мірою, зоною, де вона спочатку з'явилась. Однак, те, що почалось як так звана криза субстандартного кредитування у липні 2007 року, стало, між іншим, найбільшою фінансовою кризою з часів Великої депресії 1930-х років та поширилось по всьому світу. Останній регіон, який вразила криза, – це ринки Східної Європи, економіка яких перебуває на стадії становлення.

Хоча банкрутство інвестиційного банку Lehman Brothers відіграє вирішальну роль як для розвинутих західних, так і для новостворених східноєвропейських ринків, і хоча зрештою наслідки фінансової кризи здаються такими самими – глибока економічна рецесія – механізми передачі кризи та деяких її особливостей в корені відрізняються.

У розвинутих західних країнах криза субстандартного кредитування викликала фінансовий та банківський надлом, що привело до економічної кризи. Однак у деяких частинах Східної Європи валютна криза спричинила банківську та економічну кризу водночас. Банківська криза могла

викликати макроекономічні наслідки для банків у західних країнах, які тісно співпрацювали зі східноєвропейськими кредитними ринками.

У розвинутих західних країнах державні заходи щодо зупинення кризи націлені на відновлення довіри учасників ринку (шляхом рекапіталізації установ), а також на відродження виснажених фінансових ринків шляхом надання установам можливості випускати гарантовані державою облігації. На сьогодні у Східній Європі державні пакети заходів зі спасіння економіки набули більш вузькоспеціалізованого характеру та стали здебільшого орієнтованими на відновлення довіри вкладників до банківської системи.

Далі ми проаналізуємо більш детально, що спровокувало кризу у західних та східних країнах, які механізми цьому сприяли та яких заходів було вжито урядами цих держав, щоб зупинити кризу. Насамкінець, оглянемо можливі макроекономічні наслідки кризи у Східній Європі для країн Західної Європи.

1. Загальна модель аналізу кризових ситуацій

Результати емпіричних досліджень показують, що наслідки кожної кризи різні. Проте деякі автори надали кілька визначень різним типам кризи, згідно з якими кожна криза щонайменше має бути класифікована¹. Визначення, представлені цими авторами для понять 'банківська криза', 'фінансова криза' та 'валютна криза', здебільшо-

© Томас Дієц, Тетяна Процик, Еріх Келлер, 2009.

Думки, висловлені у цій статті, є виключно авторськими та жодним чином не відображають позицію німецького Бундесбанку та Національного банку України.

¹ Див. Камінські-Рейнгард (1999) або Дуттагупта-Кашін (2008).

го співпадають. Для досягнення мети, поставленої у даній статті, ми використали визначення Мішкіна¹, за яким ‘фінансова криза’ характеризується дестабілізацією фінансових ринків, яка робить їх неефективними у переправленні коштів до найбільш продуктивних інвестиційних можливостей, та визначення Бордо і Клінггебіел², які вважають ‘банківську кризу’ періодом фінансового виснаження, досить суворого, яке завершується ослабленням вартості капіталу у банківській системі. ‘Валютна криза’, на думку вказаних авторів, – це вимушена зміна паритету курсів, відмова від штучно підтримуваного валютного курсу або “міжнародного спасіння”. Нарешті, подвійна криза – це поєднання банківської та валютної криз.

Четверта категорія – економічна криза. Тут ми проводимо різницю між стадійною та циклічною кризою (відома ще як економічна рецесія). Кожна ринкова економіка обумовлена циклічним економічним розвитком, що рано чи пізно приводить до економічного занепаду³. Окрім цих циклічних криз є також стадійні кризи, природу яких вивчав Г. Кондратьєв ще на початку ХХ століття⁴.

Кризи, які спочатку розвиваються в одній конкретній країні, поступово переходять на інші держави чи ринки. Такому “зараженню” сприяє послаблення обмежень потоків іноземного капіталу та збільшення використання сучасних інформаційних технологій. З іншого боку, цей вільний потік капіталу може обумовлювати економічний ріст в країнах з економічними системами на стадії ставлення, де іноземні прямі інвестиції (foreign direct investments (FDI)) значною мірою сприяють росту стандартів життя місцевого населення. Проте, чим вища частка іноземного капіталу по відношенню до ВВП, тим більш вразливою стає національна економіка по відношенню до кризи. Як результат, криза місцевої економічної системи може відбуватись як з внутрішніх, так і з зовнішніх причин.

2. Фінансова криза у розвинутих західних країнах

У розвинутих західних країнах панування фінансової кризи головним чином характеризується хвилюваннями на грошовому ринку, зокрема на фондових та ринках акцій, які впливають на діяльність банків, щоб отримати ліквідність через оптове консолідування заборгованості. Наприклад, на початку 2007 та наприкінці 2008 євро-

пейські та американські фінансові ринки втратили в середньому близько 60% своєї вартості, а окремі компанії на зразок Lehman Brothers чи Washington Mutual навіть до 99,9%⁵.

Окрім цієї фінансової кризи більшість західних розвинутих держав також страждають від банківської кризи, позаяк кілька банків зазнали значних фінансових втрат, що негативно вплинуло на їх резервний капітал. Наприклад, шотландський Royal Bank втратив 27 млрд. британських фунтів у 2008 році (найбільша втрата компанії за всю її історію), а швейцарський UBS – 13 млрд. швейцарських франків⁶. До кінця 2008 року банк Washington Mutual втратив 219% свого головного (tier 1) капіталу, Citibank – 68%⁷. Хоча зміна середньої процентної норми капіталу tier 1 п’ятнадцяти великих та складних банківських груп у Єврозоні між 2007 та 2008 роками є позитивною, загальні збитки додаткового капіталу (tier 2 та tier 3) становили 28%⁸.

2.1. “Ліквідність” та “ризик втрати ліквідності”. Немає єдиного визначення понять “ліквідність” або “ризик втрати ліквідності”. Ці терміни є багатовимірними та визначаються по-різному, згідно з відповідним пізнавальним інтересом у бізнесових справах, економіці чи законодавстві.

В цілях нашої статті ми визначаємо “ліквідність фінансування” як можливість окремої установи фінансувати себе шляхом позичання грошей у третіх сторін. Ліквідність фінансування є високою настільки, наскільки це можливо, щоб отримати необхідну суму за необхідних умов⁹. Ліквідність фінансування є низькою, якщо фінансування відносно суми та необхідного строку погашення може бути отримане лише за неочікувано несприятливих умов фінансування (наприклад, вищі міжбанківські ставки чи високі фактори ризику, межі доходності при гарантованому фінансуванні) або не може бути отриманим взагалі. “Ризик втрати ліквідності фінансування”, визначений у цьому сенсі, як правило, обумовлений трансформацією банками короткострокових депозитів у більш довгострокові кредити¹⁰. Це зокрема стосується установ, які покладаються на фінансування, базоване на волатильності ринку (відоме ще як “оптове” фінансування). Ці установи отримують свою ліквідність меншою мірою завдяки порівняно стабільним депозитам фізичних осіб (роздрібне фінансування або фінансу-

¹ Мішкін (1991).

² Бордо, Клінггебіел (2001).

³ Самуельсон, Нордхаус (1995).

⁴ Кондратьєв (1926, с. 618).

⁵ Аткинсон та ін. (2008, с. 12).

⁶ Газета Frankfurter Allgemeine Zeitung (27.2.2009, с. 1.)

⁷ Аткинсон та ін. (2008, с. 12).

⁸ ЄЦБ (2009, с. 90).

⁹ ЄЦБ нещодавно розглянув вужче визначення ризику втрати ліквідності та прийняв концепцію для оцінки ризику, базуючись саме на ньому (ЄЦБ (2008б, с. 64-66).

¹⁰ Бруннермаєр (2008, с. 22).

вання дрібних угод), а більшою – ринкам капіталу завдяки негарантованому короткостроковому фінансуванню чи випуску цінних паперів на зразок забезпечених чи незабезпечених цінних паперів (включаючи, наприклад, комерційні папери, забезпечені активами (Asset Backed Commercial Papers)).

“Ліквідність ринку” – це можливість отримання коштів шляхом продажу активів на ринку. Вона є високою, якщо продаж чи покупка активів (звичай, це цінні папери) є можливими у будь-який час і якщо продаж (чи покупка) активу не чинить значного впливу на його ціну на ринку¹. Вона є низькою, якщо продаж можливий лише за умови високих факторів ризику або неможливий узагалі.

2.2. Замкнуте коло ліквідності ринку та неплатоспроможності. Криза субстандартного кредитування переконливо показує, наскільки глибокоінтегрованими стали міжнародні фінансові ринки і які вражаючі наслідки можуть мати порушення роботи ринкової ліквідності для ліквідності фінансування та для вартості консолідування заборгованості.

Причини появи кризи субстандартного кредитування та її поширення на інші частини світу, особливо Європи, детально описані багатьма авторами та не потребують повторення². Коротко кажучи, широке використання моделі походження та поширення (originate-and-distribute model) у поєднанні з сек’юритизацією позик з субстандартного сегменту американського ринку житлової нерухомості та розривом мильної бульбашки у середині 2007 року викликало падіння цін на структуровані продукти, що призвело до виникнення проблем ліквідності у певних банках США та Західної Європи. Відсутність суворих правил оцінки позичальника американськими банками, а також слабкість банківського нагляду також “зробили внесок” у розвиток кризи.

Спочатку субстандартна криза вплинула на установи, які широко практикували переведення короткострокових депозитів у більш довгострокові кредити чи забезпечували підтримку ліквідності структурованим інструментам з тими самими бізнес-моделями. Це було особливо болючим для установ, які звикли покладатись на оптове консолідування заборгованості і які демонстрували незначну диверсифікацію у своїй структурі фінансування, проте не відображали реально фінансової кризи в той час, неважливо, що вона була міжнародною.

¹ Бундесбанк (2008, с. 60).

² ЄЦБ (2008a) або Sachverständigenrat (2007).

Однак це дало початок зниженню цінності фінансових інструментів, ринковим порушенням та знеціненню вартості власних коштів, що врешті-решт обмежило доступ банків до балансової ліквідності. Втрата цінності фінансових інструментів спричинила додаткові та непередбачувані потреби у ліквідних коштах у банках, які частково намагались задовольнити свої потреби у ліквідних коштах, активно розпродуючи фінансові інструменти. Це було причиною падіння цінності багатьох фінансових інструментів на ринках. У зв’язку з цими втратами гравці фінансового ринку, на кшталт американських інвестиційних банків чи хеджевих фондів, які демонструють дуже високе відношення заборгованості до власного капіталу і які, як правило, прагнуть зберігати співвідношення своїх власних та позикових коштів на постійному рівні, були змушені й далі активно розпродувати фінансові інструменти. Це спричинило додатковий тиск на вартість цінних паперів, що, в свою чергу, викликало подальшу хвилю активної реалізації³.

Як результат, згідно з новими правилами Міжнародного стандарту фінансової звітності (IFRS), багато банків були змушені відображати значні збитки у своїх балансових відомостях, що знижувало вартість їхнього власного капіталу⁴. Втрати, пов’язані з банкрутством Lehman Brothers, призвели до подальшого руйнування капіталу.

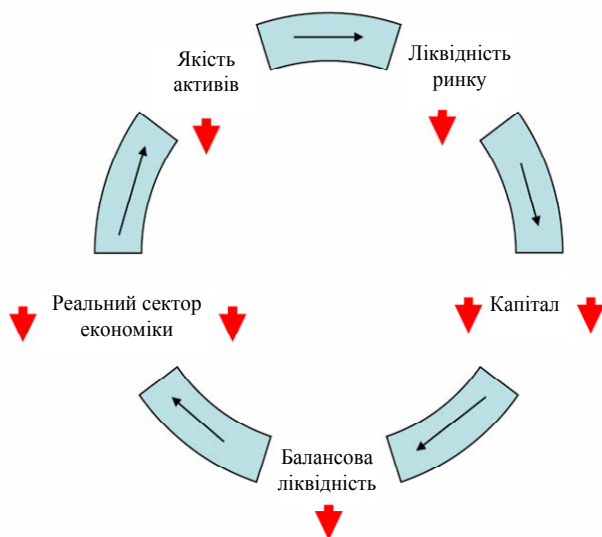
Поступове зменшення запасу капіталу не лише змусило банки сумніватись у платоспроможності поточних (та майбутніх) противних сторін. Це також вплинуло на ринки міжбанківського кредитування. Ціна на незабезпечений короткостроковий капітал (особливо на період від одного тижня до трьох місяців), Euribor (міжбанківська ставка пропозиції), різко піднімалась, оскільки банки почали запасатись ліквідними коштами замість того, щоб позичати їх своїм супротивникам. Водночас спред між ставками Euribor та Eurero (ціна за забезпечений короткостроковий капітал) значно збільшився, спочатку до більш ніж 50 базисних пунктів з липня 2007 до липня 2008 року, а потім, після банкрутства Lehman, аж до 180 базисних пунктів. Це зайвий доказ того, що без достатнього забезпечення банки зазнали додаткового тиску ліквідності.

³ Sachverständigenrat (2008, с. 123, 127. Див. також ЄЦБ (2008a), с. 15, ЄЦБ (2008б, с. 16, 44).

⁴ Вплив Міжнародного стандарту фінансової звітності (IFRS) на оцінку цінних паперів детально описаний Європейським центральним банком (2008a, с. 95-97). Наразі вказується на те, що представлені витрати є здебільшого нереалізованими. Те, чи будуть вони трансформовані, і якою мірою, у реалізовані витрати, стане очевидним лише через кілька років, якщо не через кілька десятиліть.

Очевидні проблеми з капіталом у банках та корпораціях спричинили розширення спредів капіталу не лише на грошовому ринку. Уже в 2007 році розриви між довгостроковими корпоративними облігаціями з рейтингом ВВВ у ЄС майже подвоїлись¹, будучи навіть вищими для облігацій інвестиційного класу з нижчим індексом. Як наслідок, випуск забезпечених та незабезпечених облігацій різко зменшився через несприятливі умови фінансування, що значною мірою обмежило використання цих двох джерел фінансування з метою закриття дефіциту ліквідних коштів.

Наразі більшість банків і досі мають достатній резервний запас ліквідних активів, щоб отримати доступ до фінансування центрального банку з метою уникнення дефіциту ліквідних коштів. Без незабезпеченого міжбанківського кредитування за умови відновлення ринку, а також без втрат на консолідування боргу, повертаючись до нормальних умов, є невизначеним той факт, як довго банки можуть відмовлятися від делевериджу у широкому масштабі. Це особливо стосується банків, які покладаються на оптове фінансування². За умови значного делевериджу у наступні місяці банки повинні бути готовими до подальших втрат, оскільки діяльність знизиться. Однак подальші витрати викликають більше проблем з капіталом, менш сприятливі умови фінансування тощо, що означає, у свою чергу, вхід до повторного етапу замкнутого кола (рис. 1).



Джерело: Гуертас (2008, ст. 3).

Рис. 1. Замкнуте коло ліквідності ринку та ліквідності фінансування

Враховуючи описане вище, можна зробити висновок, що криза субстандартного кредитування спровокувала фінансову кризу у США та більшості країн-членів ЄС, що призвело до банківської кризи та що зараз веде до економічної рецесії. Як результат, згідно з підрахунками Міжнародного валютного фонду, стан світової економіки у 2009 році дуже погіршився вперше за 70 років. Що стосується Єврозони, Європейський центральний банк оцінив зниження темпів економічного росту приблизно на 4.6% у 2009 р.³

3. Шляхи розірвання замкнутого кола у Західній Європі

Заходи, вжиті урядами багатьох країн, націлені, особливо починаючи з жовтня 2008 року, на вихід із ситуації, що склалася. До цього центральні банки намагались послабити кризу, заміщуючи нестачу міжбанківського кредитування прямими (забезпеченими) позиками установам. Їхні інструменти для підтримки банків були наступні – зниження облікової (процентної) ставки, розширення допустимої застави та існуючих можливостей ліквідності (довші строки погашення, вищі обсяги, додаткова валюта)⁴ і нарешті покупка довгострокових державних облігацій центральним банком. Проте через проблеми банків не лише з ліквідними коштами, але й з власним капіталом, центральні банки могли лише пом'якшити проблему, але не вирішити її⁵.

Спершу державна допомога була забезпечена на базі конкретних випадків, тобто надавалась систематична допомога установам на кшталт Fortis та Dexia у жовтні 2008 року чи страховій компанії AIG у вересні 2008, яка здебільшого займалась кредитним захистом. Після банкрутства інвестиційного банку Lehman ці спеціально розроблені заходи були замінені на більш систематичний та комплексний метод, націлений на:

- ◆ гарантування роздрібних депозитів шляхом підняття мінімальної суми вкладів, забезпечених відповідними схемами гарантії депозитів;
- ◆ відродження коротко- та середньострокових ліквідних ринків;
- ◆ збільшення запасу капіталу шляхом рекапіталізації банків.

Всі ці пакети антикризових заходів у близько 30 країнах світу мають подібні ознаки, базуючись на досвіді останніх фінансових криз, на зразок тих, що мали місце у Швеції, та включають:

³ Газета Frankfurter Allgemeine Zeitung (5.6.2009, с. 7).

⁴ Для отримання більш детальної інформації стосовно відповідних дій Федеральної резервної системи та Європейського банку див. Sachverständigenrat (2008, с. 129-139).

⁵ Sachverständigenrat (2008, с. 117).

¹ ЄЦБ (2008а, с. 87).

² ЄЦБ (2008б, с. 15).

- ◆ державні гарантії стосовно боргових зобов'язань, випущених банками;
- ◆ рекапіталізацію за допомогою участі держави;
- ◆ обмін проблемних цінних паперів та тих, що майже нічого не коштують (“токсичні викиди”) проти державних облігацій¹.

Частиною заходів з урятування економіки є тимчасове призупинення правил IFRS. SEC – Комісія з цінних паперів та бірж – наприклад, зараз дозволяє банкам більше не брати свої цінні папери на основі справедливої реальної вартості. Комісія ЄС прийняла відповідну директиву у жовтні 2008 року². Це зайвий раз доводить те, що подальших списань коштів з банківського рахунку у багатьох випадках можна уникнути.

Залежно від відповідного заходу підтримки банки повинні платити різну плату за державну допомогу, а держава може здійснювати різний вплив на діяльність цих установ. Найсильніший державний вплив на банки може бути здійснений, якщо держава погодилась на рекапіталізацію. Наприклад, у Німеччині уряд має змогу у цьому випадку:

- ◆ переглянути систему оплати праці у банках;
- ◆ обмежити заробітну плату членів ради директорів до 500.000 євро на рік;
- ◆ заборонити виплату дивідендів усім акціонерам окрім держави;
- ◆ зобов'язати банк прийняти до уваги попит у пропозиції позикових коштів реального сектора економіки, зокрема для малих та середніх підприємств, а також уможливити постачання капіталу за “нормальних” умов³.

Навіть якщо базова конструкція відповідного пакету антикризових заходів є такою самою у західних країнах, вони відрізняються деталями. Наприклад, якщо у Великобританії та США банки повинні переживати заходи щодо рекапіталізації, німецькі банківські установи не мусять цього робити. Більш того, відрізняється й ступінь, впливу урядів на стратегію ділової активності банку.

Нарешті, умови, нав'язані Європейським союзом при європейському державному контролі, також повинні бути взяті до уваги. Наприклад, однією з передумов отримання державної допомоги є коефіцієнт капіталу першого порядку (tier one capital) щонайменше 8%⁴.

У червні 2009 року банки у ЄС використали близько 50% суми запропонованих державних гарантій та близько третини бюджету, зарезервованого для рекапіталізації. Це становить 3.7 млрд. євро або 30% щорічного ВВП у країнах ЄС⁵. Цим пакетом антикризових заходів, здається, досягли своєї мети, принаймні частково, оскільки фондові, грошові ринки та ринки цінних паперів демонструють перші ознаки відновлення, серед яких:

- ◆ вдалі спроби приватної рекапіталізації американських банків;
- ◆ зростання страхової діяльності на головних ринках облігацій;
- ◆ звуження спреда між ставками Euribor та Еуро до 70 базисних пунктів на кінець квітня 2009 року.

4. Ситуація у Східній Європі

У даному розділі ми зосередимось на поширенні фінансової кризи від розвинутих західних країн до країн Центральної, Східної та Південно-Східної Європи (країни CESEE). Однак, якщо ми говоримо про новостворені східноєвропейські країни, можна почати з класифікації країн CESEE. Визначаємо чотири підкатегорії:

- ◆ CESEE 1: країна є членом і ЄС, і Єврозони (Словаччина та Словенія);
- ◆ CESEE 2: країна є членом і ЄС, і Механізму регулювання валютних курсів (ERM) II (Естонія, Латвія, Литва);
- ◆ CESEE 3: країна є членом ЄС, проте не входить ні до Єврозони, ні до ERM II (Чеська Республіка, Польща, Угорщина, Болгарія, Румунія);
- ◆ CESEE 4: країна не є членом ЄС (Албанія, Хорватія, Сербія, Боснія-Герцеговина, Чорногорія, Македонія, Молдова, Білорусія, Україна, Росія⁶).

На жаль, наразі немає жодного вичерпного звіту на предмет розвитку кризи у всіх вказаних країнах CESEE. Тому ми повинні сконцентруватись на деяких коротких характеристиках розвитку, які нам пропонує наявна література.

4.1. Докризове середовище. Протягом кількох останніх років показники фінансового ринку у регіоні CESEE значною мірою покращились. Наприклад, у більшості країн відношення кредитів, наданих банками домашнім господарствам та небанківським організаціям, до ВВП збільшилось на 15-25 процентних пунктів у період з кінця 2004 до середини 2008 року, а в деяких – навіть до 40 процентних точок. Темпи росту стали

¹ Sachverständigenrat (2008, с. 117).

² Sachverständigenrat (2008, с. 152).

³ Sachverständigenrat (2008, с. 158).

⁴ Газета Börsenzeitung (10.12.2008, с. 3).

⁵ Газета Frankfurter Allgemeine Zeitung (10.6.2009, с.11).

⁶ Ми не відображаємо ситуацію в Росії, оскільки її опис вимагає написання окремої статті.

особливо високими у деяких країнах груп CESEE 3 та 4 (Албанія більш ніж на 500%, Болгарія та Румунія – близько 400%)¹.

Підтримані вступом до ЄС іноземні банки, головним чином з Єврозони, відкрили дочірні компанії чи філії у майже всіх країнах регіону, швидко стаючи головними гравцями у відповідних банківських секторах. Наприкінці 2007 року у деяких країнах CESEE їхня частка загальної вартості активів банківського сектора перевищувала 70% (наприклад, у Болгарії та Румунії). Іноземні банки ставлять сильний наголос на роздрібну діяльність та на використання своїх порівняльних переваг (гарна репутація, високоякісні кредитні технології, структура управління та капіталізація) при наданні кредитів фірмам та домашнім господарствам².

Країни CESEE демонструють головним чином банківські фінансові системи, в яких корпорації до сьогодні лише мінімально використали ринок капіталу, щоб мобілізувати активи. Випуск боргових цінних паперів є незначним у більшості країн CESEE, тоді як у Єврозоні ці інструменти становлять близько третини чистих активів банків. Випуск боргових зобов'язань відіграє більш важливу роль лише у Чехії та Угорщині, проте навіть у цих двох країнах його доцільність є набагато меншою, ніж у країнах Єврозони³.

За таких обставин філії та дочірні підприємства іноземних банків відіграють важливу роль, коли йдеться про ріст фінансування кредитів. Якщо розширення внутрішньої депозитної бази не здатне йти в ногу з ростом кредитування, банки можуть повернутись до іноземного фінансування, щоб вкласти кошти у розширення внутрішнього кредитування⁴.

До осені 2008 року наслідки “західної” фінансової кризи для країн CESEE були обмежені⁵ з кількох причин. По-перше, не було значного “субстандартного ризику”. Банки зосереджувались на сильній динаміці кредитних ринків у регіоні та на більш прибутковому бізнесі локального кредитування⁶.

Крім того, у зв'язку з трансфером ризикового капіталу більшість країн CESEE продемонстрували позитивні платіжні баланси, їхня валюта була повторно оцінена по відношенню до євро та долара США⁷, а валютні резерви здебільшого зростали.

Нарешті, у зв'язку зі значною присутністю філій банків країн-членів ЄС, розвиток фінансового сектора цих країн був доволі стабільним.

Однак уже влітку 2007 року спостерігалось кілька негативних моментів, які, як правило, передують фінансовій кризі. По-перше, мало місце значне розширення кредитування, що викликало різкий підйом прибутковості у кількох країнах, що привело до обмежень можливостей деяких філій, вищої інфляції та дефіцитів поточного рахунку⁸. По-друге, ріст інфляції у багатьох країнах CESEE змусив багато банків у регіоні (наприклад, у Чеській Республіці, Угорщині, Польщі та Румунії) посилити свою монетарну політику у відповідь на повторну появу інфляційних утисків упродовж останніх місяців 2007 року⁹.

По-третє, ріст кредитування, приводячи в рух попит на внутрішньому ринку, став значною мірою базуватись на позиках, деномінованих в іноземній валюті, через сприятливий розвиток валютного курсу та ставки відсотка. Крім того, ці позики були, зазвичай, фінансовані завдяки трансформації банками короткострокових депозитів у більш довгострокові кредити. На відміну від підприємств, які могли мати прибутки в іноземній валюті від експортних операцій, домашні господарства, як правило, не були застраховані проти валютного ризику, що змушувало споживачів стикатися з раптовим зниженням темпів росту або зміною притоку капіталу. Виникає дилема, тому що якщо центральний банк захищає валютний курс, пов'язаний з цим ріст процентних ставок імовірно знизив би якість кредитних портфелів¹⁰.

Проте, як з практичної, так і з теоретичної точок зору, здається, немає причини очікувати раптової зміни руху потоків капіталу. З практичної точки зору очікувалось, що банки вважали б свої операції в країнах CESEE довгостроковими та могли б, таким чином, підтримувати бізнес-діяльність у цьому регіоні, щоб мати вигоду від вищої (врегульованої на предмет ризику) маржі¹¹.

Якщо, з теоретичної точки зору, модель Даймонда-Дібвіга¹² врегулювати до “міжнародних стандартів” з фіксованим обмінним курсом та банками, які трансформують короткострокові депозити на більш довгострокові кредити на

¹ Валко (2009, с. 77).

² Вінклер (2009, с. 85).

³ Гардо та ін. (2008, с. 81-82 та 121).

⁴ Гардо та ін. (2008, с. 121).

⁵ Вінклер (2008, с. 91).

⁶ Гардо та ін. (2008, с. 120).

⁷ ЄЦБ (2009а).

⁸ Валко (2008, с. 77).

⁹ Гардо та ін. (2008, с. 137).

¹⁰ Вінклер (2009, с. 84-97).

¹¹ Гардо та ін. (2008, с. 123).

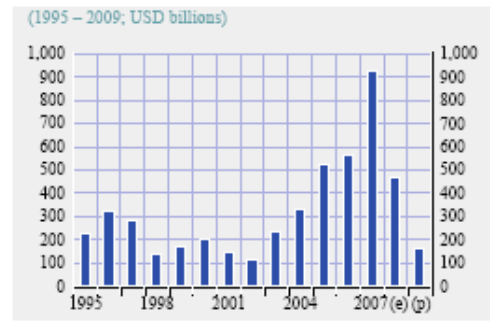
¹² Даймонд, Дібвіг (1983).

базі іноземної валюти, то саме відсутність кредитора останньої інстанції з необмеженими ресурсами у міжнародному масштабі мотивує будь-якого вкладника забрати кошти у разі виникнення сумнівів щодо надійності банку, що, в свою чергу, робить усю систему більш “схильною до кризи”¹.

Країни групи CESEE 2 та кілька країн CESEE 4 пережили режими фіксованого та квазі-фіксованого валютного курсів, а банківські сектори практично всіх країн CESEE використали значні валютні операції. Однак ризик раптової зупинки потоку капіталу, здається, був пом’якшений, оскільки материнські банки стали головними депозиторами іноземної валюти своїх філій і насолоджувались інформаційними перевагами в плані кредитоспроможності своїх ввіділень порівняно з зовнішніми кредиторами.

Якщо говорити коротко, перед банкрутством Lehman ризик раптової зупинки притоку капіталу здавався низьким, оскільки припускалось, що іноземні банки зробили досить багато для аналізу та управління кредитним ризиком, а ризики міжнародної неліквідності стримувалися через структуру взаємної власності. На цьому фоні регіон, здавалось би, досяг “м’якої посадки”, тобто плавного зниження валютного курсу до економічно обґрунтованого рівня, зі збільшенням неприйняття ризику, слідуючи за серпневими подіями 2007 року, що привело до зниження росту кредитування, послаблення економічного росту та підштовхування дефіциту платіжного рахунку до більш стабільного рівня².

4.2. Ситуація після банкрутства компанії Lehman Brothers. Однак така оцінка виявилась вкрай невірною. По-перше, міжнародна фінансова криза вплинула на країни CESEE послабленням темпів міжнародної торгівлі, зниженням експортних операцій регіону та поступовим перериванням потоків капіталу. Після банкрутства Lehman Brothers материнські банки країн-членів ЄС та США потребували більше ліквідних коштів, що сприяло руху капіталу до країн CESEE. Згідно з документацією Міжнародного валютного фонду, міжнародне кредитування без перебільшення зупинилось на початку весни 2009 року, і материнські банки зменшили фінансування своїх філій на новостворених ринках у розмірі, що спостерігався протягом кризи у Південно-Східній Азії в 1998 році³. Ці результати підтверджуються даними Інституту міжнародних фінансів (рис. 2).



Джерело: ЄЦБ (2009, с. 26).

Рис. 2. Чистий притік приватного капіталу до новостворених ринків

Декілька показників забезпечили доказ раптової зупинки притоку капіталу, подібно до значного росту процентних ставок та розподілу ризику, сильного зниження цін на акції, знецінення валюти та продажу центральними банками іноземних валютних резервів⁴. Прикладом цього є крах ринку державних облігацій, суттєве зниження курсу акцій та незадовільне функціонування ринку офіційних валютних свопів в Угорщині у вересні та жовтні 2008 року. Активація операцій зворотної покупки, які забезпечували ліквідність, у Чехії або представлення центральним банком Польщі валютних свопів, щоб забезпечити банки ліквідністю в іноземній валюті – це інші приклади⁵. Що стосується індексів курсу акцій, то у період з вересня 2008 до середини квітня 2009 року загально використований індекс CESEE, який містить акції Польщі, Угорщини та Чеської Республіки, впав на 72%. Те саме трапилось і з індексами країн Балтики⁶.

Несподівана зупинка притоку капіталу поставила валюту всіх країн CESEE (за винятком групи CESEE 1) під (додатковий) тиск знецінення, який у деяких випадках був настільки жорстким (наприклад, в Україні, Угорщині, Румунії, Білорусії та Латвії), що Міжнародний валютний фонд повинен був прийняти резервні угоди, щоб задовольнити потреби у валюті у зв’язку з дефіцитом поточного рахунку. У деяких випадках підтримка фонду була підтверджена позиками від Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку та ЄС (Латвія також отримала допомогу від деяких країн ЄС, зокрема від Швеції)⁷. Подальше значне знецінення валюти мало своїм наслідком жорсткі списання кредитних коштів з банківських рахунків по всьому регіону, руйнуючи якість капіталу та активів банків та їх дочірніх підприємств.

¹ Вінклер (2009, с. 90).

² Вінклер (2009, с. 91).

³ МВФ (2009, с. 24-25).

⁴ Вінклер (2009, с. 92).

⁵ Валко (2008, с. 86).

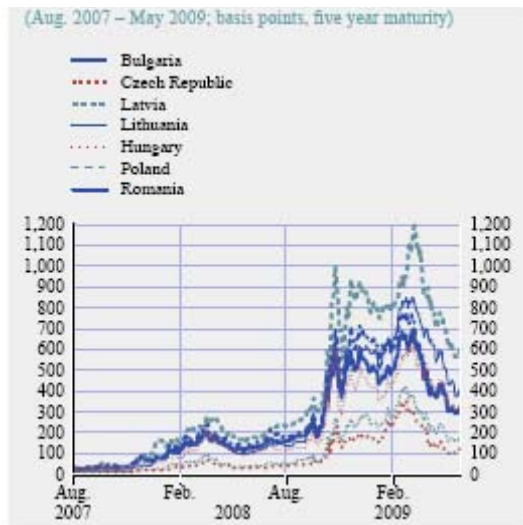
⁶ Газета Frankfurter Allgemeine Zeitung (17.4.2009, с. 23).

⁷ Шрейнер, Заучінгер (2009, с. 16).

До кінця першого кварталу 2009 року біржовий курс у країнах CESEE продовжував падати, валюта й далі знецінювалась, а кредитні дефолтні свопи зростали (рис. 3).

Проте, починаючи з угод, укладених між кількома країнами CESEE та Міжнародним валютним фондом, та оголошення зустрічі на вищому рівні країн Великої двадцятки в Лондоні у квітні 2009 року з метою суттєво підняти фінансові засоби МВФ, ці тенденції були дещо змінені, включаючи звуження кредитних дефолтних спредів¹.

Таким чином, фінансова криза у розвинутих західних країнах спровокувала валютну кризу у більшості країн CESEE, що, у свою чергу, викликало банківську та фінансову кризу.



Джерело: ЄЦБ (2009, ст. 25).

Рис. 3. Спреди по держоблігаціях кредитних дефолтних своїв у деяких країнах груп CESEE 2 та 3

Ці кризи мали макроекономічні наслідки для банків у Західній Європі і – тим самим – на уряди відповідних країн походження, про що свідчили підвищення виплат по суверенних кредитних свопах.

4.3. Пакет антикризових заходів у Східній Європі. Криза по-різному вплинула на країни CESEE. Держави групи CESEE 1 не постраждали від неї взагалі, оскільки вони приєдналися до Єврозони на початку 2008 та 2009 років відповідно. Проте вони, як і інші, постраждали від економічної рецесії². На противагу цьому, деякі країни групи CESEE 2 та ті країни групи CESEE 4, які прив'язали свою валюту до євро, зараз мають найбільші труднощі у боротьбі з кризою. На відміну від інших держав CESEE (наприклад, Угорщина, Польща, Чеська Республіка та Словаччина³), які знизили свої ставки відсотка, щоб сприяти росту ліквідного капіталу, країни CESEE 2 та

4 не зробили цього (або принаймні найменшою мірою). Натомість вони іноді навіть підвищували ставки, щоб захистити свою валюту.

Підвищення ставок відсотка погіршило кредитні портфелі банків, посилюючи кризу. Мабуть, найбільш яскравим прикладом цього підходу є Латвія, де центральний банк встановив маржеву схему кредитування на рівні 30% для банків, які використали можливість для більш ніж 10 робочих днів у межах попереднього 30-денного періоду, і де уряд впровадив радикальне скорочення бюджету замість дефіцитного бюджетного фінансування.

Щоб пом'якшити вплив кризи, країни CESEE 3, на зразок Чехії, Польщі та Словенії, прийняли пакети фінансових заходів щодо стимулювання економіки, що становило близько 1% їхнього ВВП⁴. Підвищення державних витрат для бюджетного стимулювання (як альтернатива, щоб пом'якшити рецесію, що наближається) або для рекапіталізації банків є складним завданням для країн CESEE 2, які хочуть відповідати маастрихтським критеріям для вступу до Єврозони.

Це є також проблемою для деяких країн CESEE 4, оскільки деякі з них (наприклад, Україна) звернулись за допомогою до Міжнародного валютного фонду, щоб покрити дефіцит поточного рахунку, а МВФ поєднав свою підтримку з суворю бюджетною дисципліною.

Це дуже делікатна справа, позаяк оцінка фондом потенційного масштабу списання коштів з банківського рахунку на кредити та цінні папери у східноєвропейських банках вказує на втрати, що становлять близько 185 млрд. доларів США. Беручи до уваги оцінений резервний капітал банків у 83 мільярди, можна помітити розрив капіталу близько на 100 млрд. дол. США, більшість якого прийшла з державного сектора⁵.

У всіх країнах CESEE вплив заходів центрального банку, метою яких було розширення ліквідних коштів, став досить обмеженим, беручи до уваги те, що внутрішні міжбанківські ринки не є вагомим джерелом банківського фінансування⁶. Отже, не дивно, що всі країни CESEE наразі або впровадили, або значною мірою розширили свої схеми страхування депозитів, щоб підтримати довіру до місцевих банків. У випадку країн груп CESEE 2 та CESEE 3 це було зроблено відповідно до пропозиції Європейської Комісії (дорівнює 50.000 євро)⁷. Такі заходи були конче необхідними в країнах, які зіткнулися з першими "набігами на банки" восени 2008 року.

¹ ЄЦБ (2009, с. 25).

² Шрейнер, Заучінгер (2009, с. 13).

³ Шрейнер, Заучінгер (2009, с. 18).

⁴ Шрейнер, Заучінгер (2009, с. 17).

⁵ МВФ (2009, с. 32).

⁶ МВФ (2009, с. 34).

⁷ Шрейнер, Заучінгер (2009), с. 16.

Заключна частина пакету антикризових заходів, націлена головним чином на країни CESEE 4, які отримали підтримку Міжнародного валютного фонду, посилює банківське регулювання та нагляд. Однією з причин цього є не лише те, що банки могли розширити свої кредити без втручання наглядових органів, але й те, що деякі установи, отримавши спеціальну підтримку від держави, інвестували ці гроші у валютні спекуляції, тим самим сприяючи знеціненню вітчизняної валюти.

Загалом, замість того, щоб слідувати за комплексними пакетами антикризових заходів, уряди, особливо країн CESEE 4, захопилися за спеціальні заходи для окремих установ. У цьому відношенні можливість вкладання державних коштів широко використовувалась у країнах CESEE, проте наразі рекапіталізація здійснена лише в Румунії (EximBank та SEC Bank).

5. Макроекономічні наслідки – ефект повторного зараження західноєвропейських банків?

Проблеми з дочірніми компаніями та філіями в країнах CESEE привели до зниження класу обслуговування та вищих витрат на фінансування у материнських банках деяких країн Євросоюзу, знижуючи тим самим стимул до підтримки фінансування філій. Як наслідок, спреди по облігаціях та доходність облігацій в країнах з великими банківськими групами різко зросли. Особливо це стосується Австралії, де заяви установ, що звітували Банку міжнародних розрахунків, склали 8.5% загального ВВП країн CESEE у 2007 році (близько 66% ВВП Хорватії та 33% ВВП Словаччини). Однак банки Німеччини (6.2%), Італії (6%), Франції (4.9%) та Швеції відіграють тут важливу роль¹.

З часу угод, укладених між деякими країнами CESEE та Міжнародним валютним фондом, а також заяви саміту Великої двадцятки в Лондоні у квітні 2009 року щодо значного збільшення фінансових коштів МВФ, спреди знову звузились. Однак жакливі перспективи для філій банків країн CESEE негативно впливають на деякі банки та країни ЄС, головним чином посилюючи кризу у розвинутих західних країнах.

Висновок

Наразі розвинуті західні держави стикаються з економічною рецесією, яка спочатку почалась з кризи субстандартного кредитування, а потім –

фінансової та банківської кризи. Хоча зрештою Східна Європа демонструє такий же результат – економічна рецесія – шляхи цього зараження в корені різняться. Банкрутство компанії Lehman спровокувало валютну кризу у більшості країн CESEE, що привело до виникнення фінансової та банківської кризи водночас, створюючи негативні макроекономічні наслідки в тих західних країнах, де банки займалися головним чином наданням приватних кредитів. У цьому відношенні, думка про те, що кожна фінансова криза є різною, знову підтверджується.

Криза у Східній Європі показала новий сценарій фінансової кризи (інфекція, поширена західними країнами) та не виявилась неочікуваною, оскільки кредитні буми передували багатьом фінансовим та валютним кризам.

Однак чого ніхто не чекав, так це роль іноземних банків, позаяк їх позитивне значення для розвитку фінансових ринків країн CESEE, здається, було надміру компенсоване дестабілюючим фактором зараження. Отже, поточна криза показала, що стратегія фінансового розвитку, базована на вступі іноземних банківських установ, не є гарантією згладженого процесу фінансування та розвитку.

У зв'язку з другорядною роллю валютних ринків та ринків капіталу заходи державної підтримки у Східній та Західній Європі у деяких випадках дуже різняться. Здебільшого вони мали "ситуаційний" характер та націлені на відновлення довіри вкладників до банківської системи. Більш того, центральні банки країн CESEE 2 та деяких членів груп CESEE 3 та 4 перебувають у досить делікатному становищі, оскільки їхня головна мета – захистити обмінний курс вітчизняної валюти, а не стимулювати ліквідність на місцевих валютних ринках, і деякі з цих заходів могли посилити кризу, замість того, щоб стримати її.

Найважливішим кроком щодо подолання кризи у Східній Європі, а також можливого ефекту західних країн стали угоди між країнами CESEE, яких найбільше вразила криза, та Міжнародним валютним фондом, а також рішення Саміту Великої двадцятки у квітні 2009 щодо розширення фінансової допомоги МВФ. Однак лише час покаже, чи дійсно цього було достатньо, щоб зупинити кризу.

Список використаних джерел

1. Allen, Franklin/Gale, Douglas (2007a), An introduction to financial crisis, paper prepared for the international library of critical writings in economics, Pennsylvania/New York, August 2007.

¹ Для отримання більш детальної інформації див. дані Національного банку Австрії (Österreichische Nationalbank) (2008, с. 16).

2. Allen, Franklin/Gale, Douglas (2007b), History and institutions, in: Understanding Financial crisis, Oxford 2007, pp. 1-27.
3. Atkinson, Paul/Blundell-Wignall, Adrian/Lee, Se Hoon, The current financial crisis: causes and policy issues, in: OECD, Financial Market Trends No. 95 Volume 2008/2.
4. Bordo, M./Eichengreen, Barry/Klingebiel, Dieter, Is the crisis problem growing more severe?, in Economic policy, April 2001, pp. 53-82.
5. Brunnermeier, Markus, Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch, in: Journal of economic perspectives, i.E. (preliminary version presented at the Imperial College conference "Liquidity: Pricing and Risk Management" on 23./24.6.2008 in London).
6. Deutsche Bundesbank (2008), Liquidity risk management at credit institutions, in: Monthly report September, 2008, pp. 59-74.
7. Diamond, D./Dybvig, P., Bank runs, deposit insurance, and liquidity, in: Journal of political economy (91), 1983, pp. 401-419.
8. Duttgupta, Rupa/Cashin, Paul, The anatomy of banking crises, IMF Working paper 08/93, Washington, April 2008.
9. European Central Bank (ECB) (2008a), Financial Stability Review June 2008, Frankfurt, June 2008.
10. European Central Bank (ECB) (2008b), Financial Stability Review December 2008, Frankfurt, December 2008.
11. European Central Bank (ECB) (2009), Financial Stability Review June 2009, Frankfurt, June 2009.
12. European Central Bank (ECB) (2009a), Monthly Bulletin June 2009, Frankfurt, June 2009.
13. Gardo, Sandor/Hildebrandt, Antje/Walko, Soltan, Walking the Tightrope: A First Glance on the Impact of the Recent Global Financial Market Turbulence on Central, Eastern and Southeastern Europe, in: Österreichische Nationalbank (ÖNB), Financial stability report 15, June 2008, pp. 119-140.
14. Huertas, Thomas, Model Myopia, Presentation at the Annual Risk Minds Conference, Geneva, 8 Dezember 2008.
15. International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report October 2008, Washington 2008.
16. International Monetary Fund (IMF), Global Financial Stability Report April 2009, Washington 2009.
17. Kaminsky G./Reinhart C., The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems, in: American Economic Review (Vol. 89), 1999, pp. 473-500.
18. Kondratiev, Nikolai D., Die langen Wellen der Konjunktur, in: Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik (Vol. 56), 1926, pp. 573-609.
19. Lumpkin, Stephen, Resolutions of weak institutions: lessons learned from previous crises, in: OECD, Financial Market Trends No. 95, Volume 2008/2.
20. Mishkin, Frederic, Anatomy of a Financial Crisis, NBER Working Paper No. W3934, December 1991.
21. Österreichische Nationalbank (ÖNB), Financial Stability Report December 2008, Vienna 2008.
22. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat), Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08, Wiesbaden 2007.
23. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat), Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden 2008.
24. Samuelson, Paul/Nordhaus, William, Economics, McGraw-Hill, New York 1995.
25. Schierenbeck, Henner, Ertragsorientiertes Bankmanagement: Controlling in Kreditinstituten, 4.Aufl., Wiesbaden 1994.
26. Schreiner, Josef/Zauchiger, Claudia, Developments in selected Central, Eastern and Southeastern European countries, in: Österreichische Nationalbank (ÖNB), Focus on European economic integration Q2, 2009, pp. 6-53.
27. Walko, Soldan, The refinancing structure of banks in selected countries, in: Österreichische Nationalbank (ÖNB), Financial stability report 16, December 2008, pp. 76-95.
28. Wehinger, Gert, Lessons from the financial market turmoil: challenges ahead for the financial industry and policy makers, in: OECD, Financial Market Trends No. 95, Volume 2008/2.
29. Winkler, Adalbert, Southeastern Europe: financial deepening, foreign banks and sudden stops in capital flows, in: Österreichische Nationalbank (ÖNB), Focus on European economic integration Q1, 2009, pp. 84-97.

Отримано 17.08.2009

Переклад з англ. Середи Н.