

УДК 336.71+35.07

Мішель Фратіанні (Італія), Франческо Маркіонне (Італія)

Колосальний порятунок банків у 2008-2009 рр.

У статті розглядається політика уряду спрямована на порятунок банків від наслідків фінансової кризи 2007-2009 рр. Для того, щоб розмежувати сферу дії аналізу, автори концентрують нашу увагу на фінансовому боці валютної інтервенції та ігнорують, за бажанням, реакцію валютної політики на кризу. Відповідні заходи політики щодо кризи субстандартного кредитування всерйоз почалися після краху компанії Lehman Brothers у середині вересня 2008 р., прискорилися після лютого 2009 р. і стали дуже великими за вересень 2009 р. Уряди покладаються на портфель інструментів валютної інтервенції, але найбільші зобов'язання та витрати визначаються у формі боргу та гарантій активу, в той час як покупки поганих активів – обмежені. У дослідженні використано методи вивчення подій для оцінки наслідків втручання уряду в роботу банків та їх акціонерів.

Повідомлення, адресовані банківській системі загалом та конкретним банкам, були оцінені ринками як сукупні аномальні норми прибутку за окремі періоди. Загальні повідомлення, як правило, пов'язані з позитивними сукупними аномальними прибутками, а конкретні повідомлення – з негативними. Результати дослідження також чутливі до інформаційного середовища. Конкретні повідомлення, як правило, позитивно впливають на норми прибутку в докризовий період, коли повідомлень дуже мало, а ринки мають відносну довіру до “нормального” інформаційного потоку. Протилежний бік має місце в турбулентній кризі періоду, коли повідомлення є частими, а ринки не довіряють “нормальному” інформаційному потоку. Ці результати виникають відповідно до небажання окремих установ прийти з проханням про державну допомогу.

Ключові слова: повідомлення, фінансова криза, плани порятунку, недостатня капіталізація.

Вступ

У статті розглядається політика уряду спрямована на порятунок банків від наслідків фінансової кризи 2007-2009 рр. Для того, щоб розмежувати сферу дії аналізу, ми концентруємо нашу увагу на фінансовому боці валютної інтервенції та, за бажанням, ігноруємо реакцію валютної політики на кризу (по суті, ми будемо ігнорувати інфляцію, як можливий вихід з кризи). Стаття складається з трьох частин. У першій частині (розділи 1 і 2) подано опис кризи субстандартного кредитування, який відповідає багатьом аспектам гіпотези кредитного буму та спаду циклу (СВВ). З іншого боку, кризи мають своєрідні риси. Відмінною особливістю цієї кризи стало створення складних і непрозорих активів, і передача цих активів з балансу банків на ринки. З точки зору географічного охоплення, кількості збанкрутілих і врятованих банків, і зовнішніх впливів реально-го сектору, криза субстандартного кредитування була завеликою. За 19-місячний період, починаючи з кінця липня 2007 року, 120 великих банків США, Західної Європи та Тихоокеанського регіону втратили \$3,23 трильйона ринкової капіталізації ринку. Глибина кризи не може бути пояснена тільки погіршенням основних позаринкових факторів; як і передбачає гіпотеза СВВ, банкрутство, яке слідувало за підйомом, привело до різкого зростання неприйняття ризику інвесторами.

У другій частині (розділи 3 і 4) розглядається довгий список державних повідомлень з порятунку

банківської системи після краху компанії Lehman Brothers у середині вересня 2008 року. Використовуючи альтернативні джерела ми пропонуємо кількісні висновки про витрати та фактичні висновки. Наявні дані дозволяють припустити, що уряди використовували суміш активів банку та боргових гарантій, фонд акціонерного капіталу та купували неякісні активи. Непрозорі, але політично привабливі гарантії мають перевагу в даному портфелі. У третій частині (розділ 5) використовується методологія дослідження подій для оцінки наслідків втручання уряду в роботу банків та їх акціонерів. Визначаємо гіпотезу, за якою план порятунку викликає довіру якщо він впливає на норми прибутку цільових банків. Ми перевіряємо ці явища шляхом обчислення кумулятивних аномальних прибутків банків-учасників упродовж часового інтервалу, який включає в себе дати повідомлення. Наші результати показують, що повідомлення мали статистично та економічно значний вплив на оцінку акцій банків за інтервал часу, в якому було зроблено повідомлення. Висновки нашого дослідження представлені в останньому розділі.

1. Криза субстандартного кредитування – кредитний бум та період банкрутства

В економіці існує давня традиція – пов'язувати фінансові кризи з кредитним бумом і банкрутствами банківських і фондових ринків (Мітчелл, 1913; Фішер, 1933; Мінський, 1977; Кіндлебергер, 1978). Криза починається з макроімпульсу, який змінює прогноз прибутку в економіці. Тоді, розширення банківського кредитування сприяє еко-

номічному буму. Оптимізм, щодо майбутнього керує процесом визначення капіталу та накопичення боргів. Грошова експансія сприяє розширенню банківського кредитування. Збільшення цін на конкретні активи приводить у стан ейфорії та стадної поведінки. У такому разі відбуваються події (наприклад, реальний вибух цін на нерухомість або велике банкрутство банку), що змінюють очікування і спонукають інвесторів замислитися над тим, що активи є сильно переоціненими. Порушення має бути таким, щоб фундаментально змінити майбутні очікувані прибутки. Вартість активів вибухає, коли спекулянти позбавляються ризикованих активів. Взаємодія між прибутками та спекуляцією створює замкнуте коло, яке веде до зростання процентних ставок і призводить до великого попиту на ліквідність. Під час панічної фази ліквідації боргів, інфляція падає нижче ніж очікувалось. Дефляція спричиняє зростання реальної вартості боргу та боржники страждають від зниження чистої вартості активів. Спад ділової активності відбувається через дефільовання боргу. Навіть за відсутності дефляції, такий же механізм діє через зниження цін на активи, що знижує вартість застави та змушує позичальників зберігати дану номінальну вартість боргу. Кінцевим результатом є те, що банки стають уразливими та уряди реагують шляхом надання державної допомоги (Фратіанні, 2008). Хоча політики полюбляють стверджувати, що втручання уряду перевершують альтернативу дозволеного краху ринку, виділення державних коштів на банківську справу включає в себе не тільки великі поточні витрати, а й витрати майбутнього періоду, враховуючи більш практичну поведінку банків (наприклад, системна політика).

1.1. Характеристика кризи субстандартного кредитування. Криза субстандартного кредитування має багато характеристик розвитку, які впливають з гіпотези СВВ. Тим не менш, деякі характеристики є унікальними для цієї кризи, такі як переміщення активів з балансу банків на баланс ринків, створення складних і непрозорих активів, відмова від рейтингових агентств для правильної оцінки таких активів, і застосування обліку вартості в поточних цінах. Іпотечні кредити субстандартного кредитування були інновацією 1990-х років. У 1994 р. кредити субстандартного кредитування склали 5% від загальної кількості ініційованого іпотечного кредиту; до 2005 р. вони вирости до 20%. Упродовж 1994-2005 рр. середньорічний темп росту ринку склав 26%. Більшу частину субстандартних кредитів видавали незалежні, федерально нерегульовані кредитори, які використовували кореговані процентні ставки та часто, так звані, низькі процент-

ні ставки в перший рік погашення. Були широко поширені практики вилучення податків і процентних ставок з депозитного рахунку та штрафів за дострокове погашення. Все це було обумовлено бумом на ринку нерухомості. Кредитний бум і політика кредитування призвели до прогресуючого погіршення стандартів кредитування з 2001 по 2007 рік (Демянік і ван Гемберт). Зниження стандартів кредитування було пов'язане зі швидким уразливим ростом цін на нерухомість, що узгоджується з гіпотезою, за якою бум нерухомості призводить як до збільшення так і до зниження рівня кредитування. Експансивна грошово-кредитна політика є додатковим імпульсом ослаблення стандартів (Дель Аріччі та ін., 2008). Зв'язок між гіпотезою СВВ та грошово кредитною політикою не дивує (Бергер і Уделл, 2004).

Фактичне та прогнозоване зниження ціни на іпотечні кредити низької якості становлять 25% від передбачуваних витрат на просту комерційну нерухомість, споживчі та корпоративні кредити; 9% від оцінених втрат переоцінки по ринку на цінні папери, забезпечені активами (ABS), заставних боргових зобов'язань (CDO), цінних паперів на основі стандартного іпотечного кредиту (MBS), забезпечених MBS (CMBS), заставних кредитних зобов'язань (CLO) та корпоративної заборгованості; див. МВФ (2008а, Таблиця 1.1)¹. Великі штрафні ставки на субстандартні іпотечні кредити не можуть пояснити глибину цієї кризи. Субстандартні іпотечні кредити були каталізатором вогню після буму нерухомості. Раптовий попит на ліквідність та швидкий делевередж посилюється практикою справедливого обліку вартості.

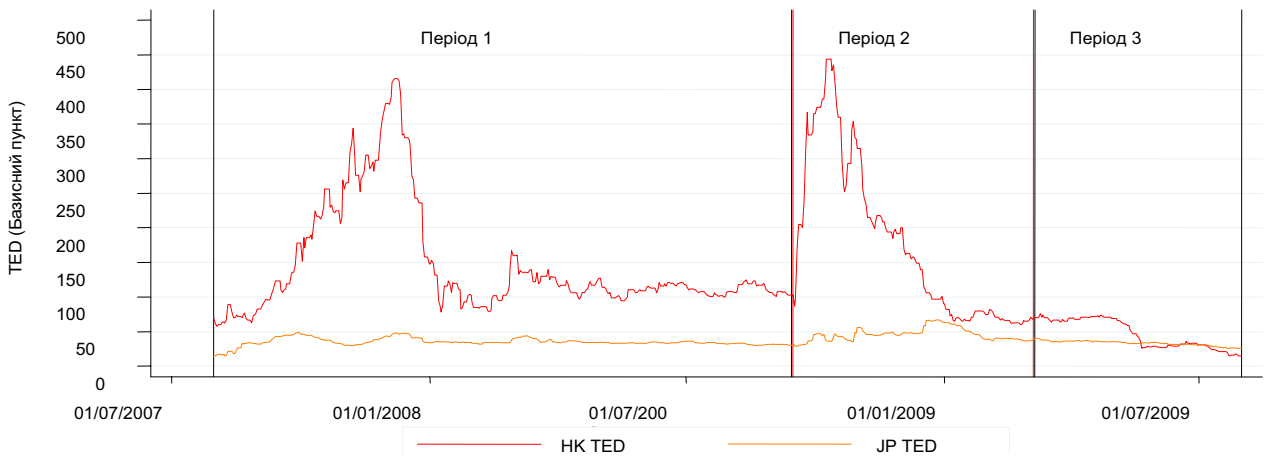
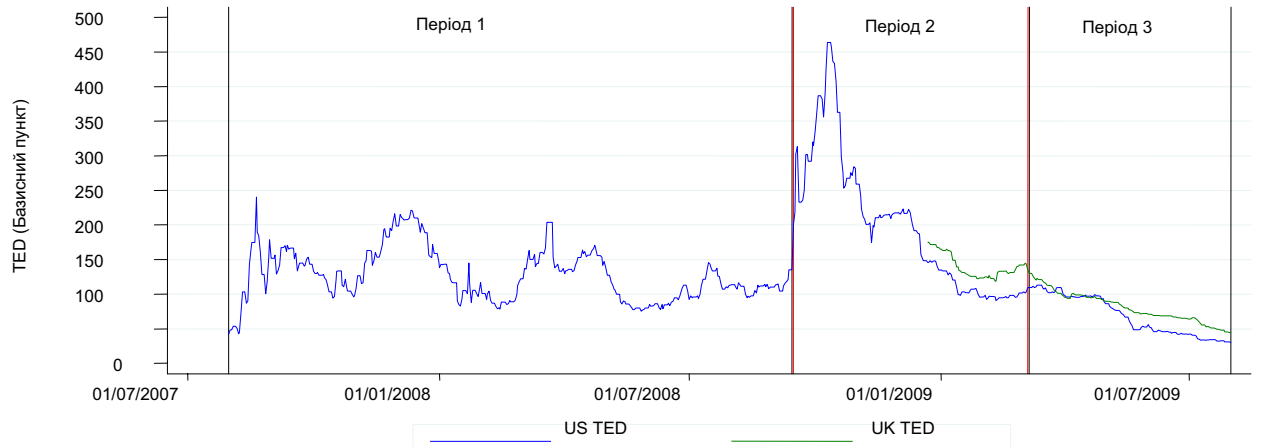
Нововведенням, яке найкращим чином характеризує цю кризу є банківська модель під назвою „створення та розподіл”, за якою банки надають кредити або купують кредити у спеціалізованих брокерів для їх продажу на фінансових ринках, або для їх передачі до гарантованої структурної інвестиційної компанії (SIV). З практикою структурованого фінансування виникають дві серйозних проблеми. Перша пов'язана зі спробою відобразити дебеторську заборгованість, коли кредити призначені для позабалансового розміщення. Репутаційні міркування дозволяють припустити, що платник не хоче піддавати ризику свої стандарти. Однак, той факт, що регулюючі органи та стандарти бухгалтерського обліку потребують незначного розкриття інформації про неконсолідовані позабалансові структури, зробив ці структури не-

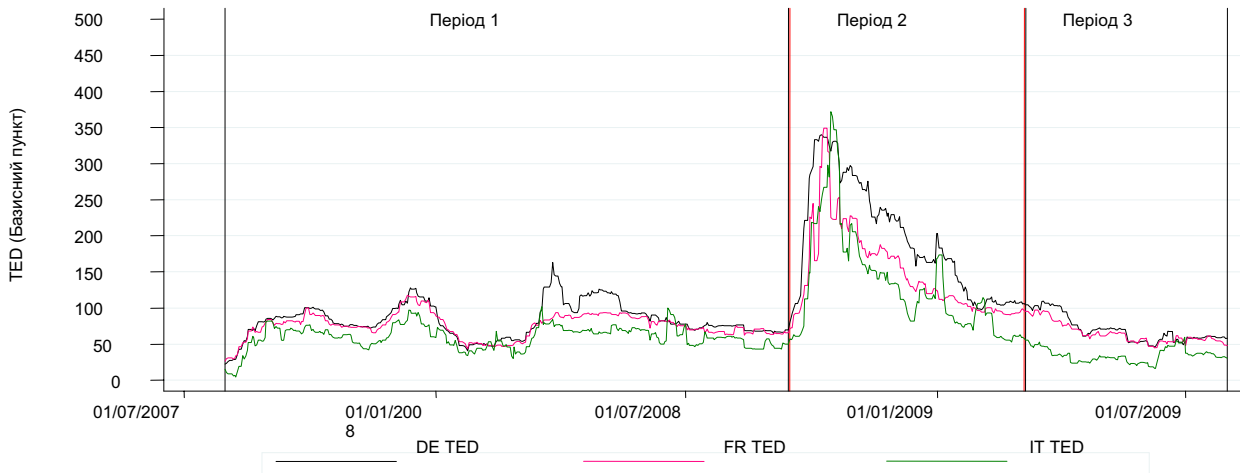
¹ За оцінкою сумарні витрати на жовтень 2008 року становлять 1405 мільйонів доларів.

прозорими для інвесторів і знизив вартість репутаційної втрати для установ фінансової підтримки. Для того, щоб ускладнити справу, рейтингові агентства не були готові до завдання, належним чином оцінити нову комплексну продукцію. Друга проблема стосується ймовірності того, що позабалансові суб'єкти можуть бути поглинуті установами з надання фінансової підтримки. Покриття балансу можуть відбуватися за рахунок установ, що надають фінансову підтримку, які охоплюють більше ніж половину торгових втрат фінансуючи SIV або тому, що установи фінансової підтримки хочуть запобігти зниження кредитного ризику SIV (МВФ 2008а, Vox 2.6.). На цьому етапі відбувається зміна переваг моделі „створення та розподіл”, а саме повертається ризик та збільшується регулятивний капітал. Інвестор, досягнувши прозорості у проведенні операцій, може судити вірно, що фінансуючий банк має надлишкову заборгованість і потребує більших прибутків від капіталу; це виражається у зниженні вартості акцій консолідованого банку.

1.2. Попит на ліквідність та переоцінка ризику. Криза ліквідності вибухнула на міжбанківському ринку в серпні 2007 року. Так званий

США TED – різниця між тримісячною процентною ставкою Libor і тримісячним казначейським векселем США – у звичайний час сягає позначки в межах від 20 до 30 базисних пунктів. У пік Мексиканської кризи 1994-1995 рр. та фінансової кризи Південно-Східної Азії 1997 р. він зріс приблизно до 60 базисних пунктів. Під час війни в Перській затоці та кризи управління довгостроковим капіталом, він досяг приблизно 120 базисних пункти. Протягом усієї кризи субстандартного кредитування, показник TED зберігався в секреті. На рисунку 1 значення TED представлено за трьома регіонами світу: США, Європа та Тихоокеанський регіон. З 15 вересня (день, коли компанія Lehman Brothers оголосила про банкрутство) по 14 жовтня 2008 року цей показник дорівнював у середньому 300 базисним пунктам і станом на 10 жовтня 2008 року, в п'ятницю, яка закінчила історичний тиждень панічних продажів на фондових ринках він досягнув пікового значення у розмірі 464 базисних пункти. Схожа історія відбувається з показником TED великих Європейських країн і Гонконгу. Японія, однак, залишається країною з помірним ризиком.





Примітка: показник TED для США (US); еквівалент TED поширюється на Об'єднане Королівство (UK), Гонконг (HK), Японію (JP), Німеччину (DE), Францію (FR) і Італію (IT). Еквівалент TED не поширюється на інші країни. З 22 грудня 2008 р. Об'єднане Королівство отримує 3-місячні облигації уряду. Див. текст для періодів.
Джерело: Блумберг.

Рис. 1. Показник TED (або еквівалент розповсюдження) у країнах

Ринки охопив страх перед кредитним ризиком ліквідності – два ризики, що відрізняються в теорії, але не в практиці (МВФ, 2008б, с. 78-81). Той факт, що масові вкладення грошової бази центральними банками були неефективними в стримуванні поширення на міжбанківський ринок узгоджується з тим, що учасники ринку були стурбовані великим кредитним ризиком і несприятливим вибором, а також тим, що вони не можуть розмежувати проблеми ліквідності та кредитування. Спреди у порівнянні з прибутками, одержаними від погашення державних облигацій перевершили всі строки – короткі та довгі (див. МВФ, 2008б, рисунки 4 і 5, с. 172-3)¹. Світч у суспільному неприйнятті ризику був виправданий зростаючими труднощами збору достовірної інформації про підозрілих клієнтів під час кризи. Зіткнувшись з більшою невизначеністю в оцінці справжнього кредитного статусу відносно підозрілих непрозорих позичальників, кредитори не мали кращого способу ніж застосування вищої процентної ставки до всіх класів позичальників.

Згідно з наданими даними бухгалтерського обліку, банківської системи США має недостатній оборотний капітал: наприкінці 2008 р., норма покриття у першому періоді або основний капітал для активів, зважених на ризики склав 17,4% – для маленьких банків, 12,3% – для середніх банків і 9,4% – для великих банків (Фратіанні та Маріконне, 2009). Ці норми покриття є вищими за показник у 4%. Тим не менш, загалом відомо, що банки мали недостатній оборотний капітал, що стало головним каменем спотикання у розв'язанні фінансової кризи.

Найбільший вплив субстандартного кредитування відбувся через переоцінку ризику різних активів і скорочення балансів. Зовнішні ефекти ринків і подальший процес делевереджу є стандартними передбаченнями гіпотези СВВ. Делевереджу можна досягти шляхом продажу активів або шляхом рекапіталізації. Рекапіталізація агресивно продовжувалась з другої половини 2007 р. до вересня 2008 р., коли світові банки отримали 430 млрд. доларів нового капіталу (МВФ 2008б, с. 22). Тоді, рекапіталізація стала важчою та необхідно було знизити леверидж за рахунок продажу активів на неліквідних ринках. Таким чином, за відсутності нового капіталу та значних прибутків на ліквідацію боргу за короткий строк, процес делевереджу включає в себе вимушений продаж та зменшення вартості активів (Адріан і Шін, рисунок 2). Чим коротший проміжок часу, за який відбувається делевередж, тим більш драматичним є вибух цін на активи.

Швидко збільшення неприйняття ризику суспільства, що супроводжується поганими новинами та густим туманом асиметричної інформації, підштовхнуло фінансові установи до швидкого скорочення рівня левериджу. Бухгалтерська звітність про вартість в поточних цінах посилила проблему за рахунок своєї проциклічної необ'єктивності. Недостатність бухгалтерських звітів про ціни активів мають негативний вплив на мінімальний капітал і можуть підштовхнути банків взяти участь у ліквідації продажів, що в подальшому знизило б ціни на активи.

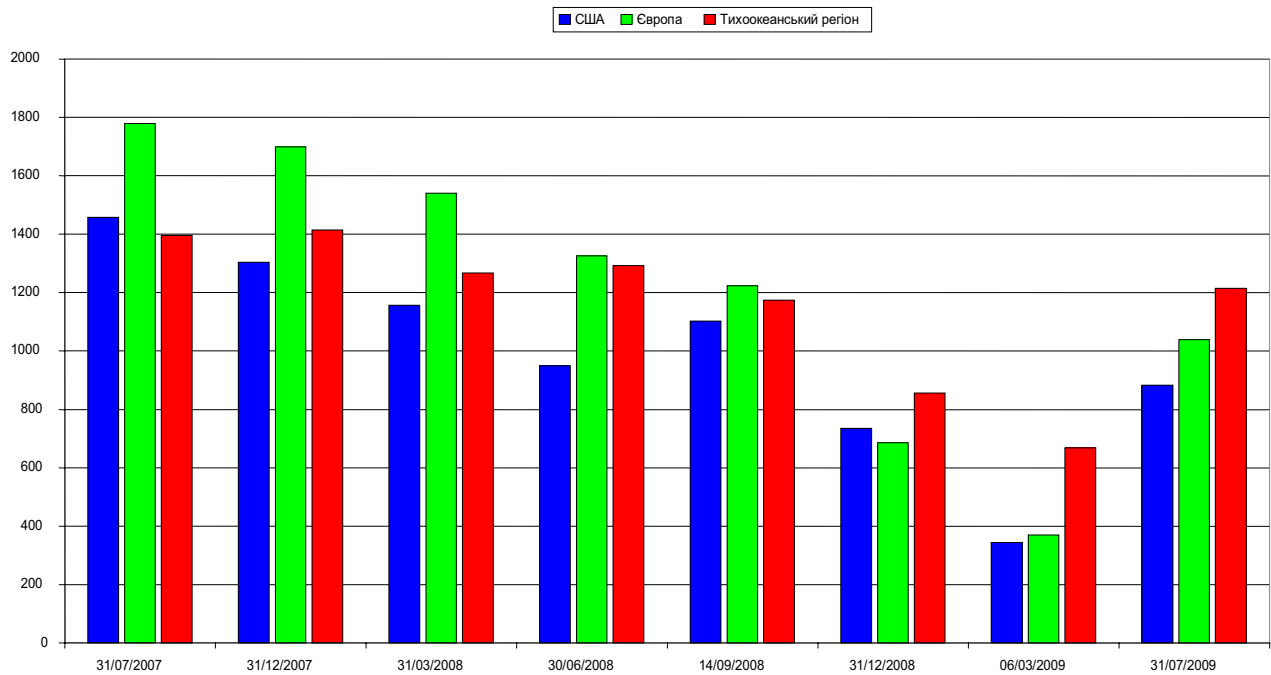
2. Реакція ринків

Щоб оцінити величину фінансового водовороту, ми повинні звернутися до ринкових даних. Для

¹ Див. Мішкін (1991), історичні факти про паніку в США з 19 по 20 століття.

цього ми зібрали курси акцій для банків з трьох частин світу: США, Західної Європи та Тихоокеанського регіону. Список, представлений у додатку, включає 45 американських банки, 49 банків – з 14 країн західної Європи та 26 банків – з трьох країн Тихоокеанського регіону¹. Перераховані банки, як правило, великі і, отже, здатні реалізовувати складні фінансові схеми. Ми надаємо три критерії описової статистики. Перший (зображений на рисунку 2) – ціни ринкової капіталізації ринку для сукупності трьох банківських регіонів. Другий (зображений на рисунку 3) – доларовий прибуток у період володіння цінними паперами, визначений для сукупності трьох банківських регіонів. Третій (представлений у таблиці 1) – забезпечує норму прибутків у місцевій валюті та в доларах, для банків, зібраних на рівні країни. Звітний період триває з 31 липня 2007 р. (наш орієнтир докризової дати) до 31 липня 2009 р. (наше останнє спостереження). Для зручності, ми

взяли декілька базових дат для обчислення ринкової капіталізації та норми прибутку: кінець 2007 р., кінець першого та другого кварталу 2008 р., 14 вересня 2008 р., 6 березня 2009 р. і останнє спостереження 31 липня 2009 р. Деякі дати, такі як закінчення кварталу, є довільними, але служать меті – підкреслити час розвитку кризи. 14 вересня 2008 р. є важливою датою, оскільки напередодні компанія Lehman Brothers заявила про право захисту від банкрутства згідно з розділом 11 Закону про банкрутство, що стало переломною подією. Дату 6 березня 2009 р. було обрано для дослідження, тому що це основа зниження власного капіталу банку. Для збереження місця, у таблиці 1 розглядаються лише три періоди: перший період кризи з 31 липня 2007 р. до банкрутства компанії Lehman Brothers, розширений етап кризи до 6 березня 2009 р. і подальший розширений етап, враховуючи невелику стабілізацію, що триває до дня останнього спостереження, тобто 31 липня 2009 р.

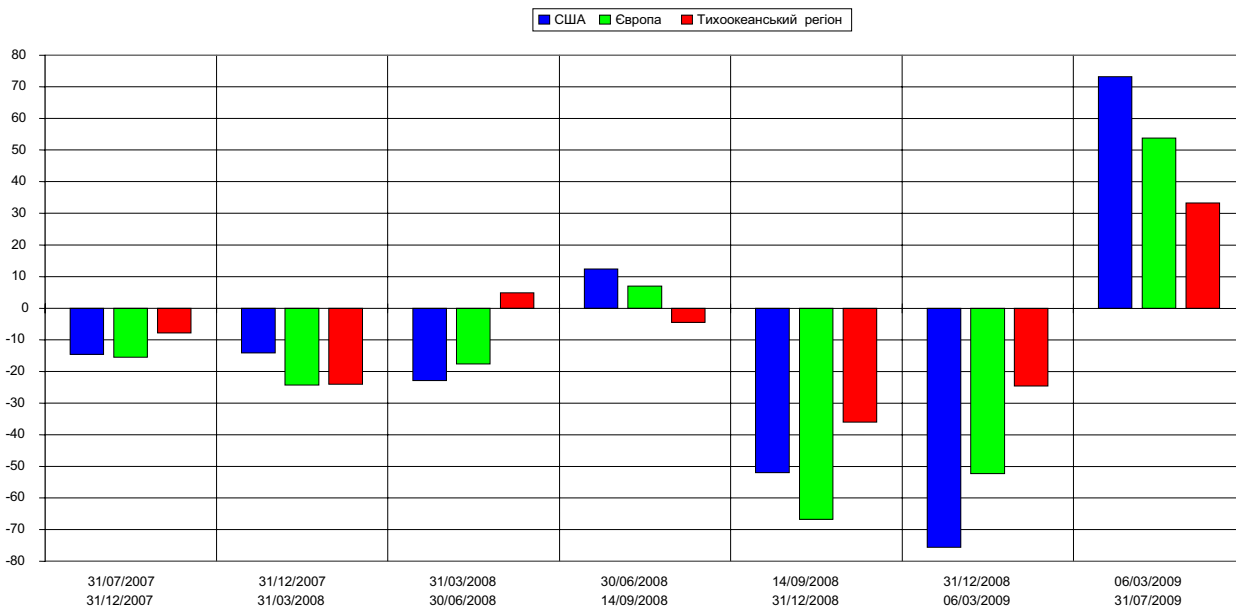


Примітка: CME Group Inc., Discover Financial Services, Fukuoka Financial Group, and Invesco Ltd були виключені зі списку 120 банків, тому що вони не надали дані в кінці липня 2007 року.

Джерело: Блумберг (7 серпня 2009 р.).

Рис. 2. Ринкова капіталізація на прикладі банків США, Європи та Тихоокеанського регіону з кінця липня 2007р. по 31 липня 2009р., у млрд. доларів США

¹ Враховані лише найбільші банки. Для Ірландії, Норвегії та Швейцарії у нас є лише один банк (див. додаток).



Примітка: CME Group Inc., Discover Financial Services, Fukuoka Financial Group, and Invesco Ltd були виключені зі списку 120 банків, тому що вони не зробили список в кінці липня 2007 року.

Джерело: Блумберг (7 серпня 2009 р.).

Рис. 3. Доларовий прибуток у період володіння цінними паперами на прикладі банків США, Європи та Тихоокеанського регіону з кінця липня 2007 р. по 31 липня 2009 р.

Таблиця 1. Норма прибутків у місцевій валюті та в доларах окремих банків США, Європи та Тихоокеанського регіону з 31 липня 2007 р. по 31 липня 2009 р. (у відсотках)

Регіон	Країна	31/07/2007 14/09/2008			31/07/2007 06/03/2009			31/07/2007 31/07/2009		
		LCU	EXC	USD	LCU	EXC	USD	LCU	EXC	USD
Європа	AT	-42.29	3.31	-40.38	-199.61	-7.86	-191.78	-104.68	4.06	-104.87
	BE	-54.67	3.31	-53.17	-287.72	-7.86	-272.96	-160.25	4.06	-162.69
	DE	-62.64	3.31	-61.40	-297.29	-7.86	-281.78	-207.92	4.06	-212.30
	EI	-88.06	3.31	-87.66	-403.63	-7.86	-379.75	-239.22	4.06	-244.87
	ES	-43.14	3.31	-41.26	-101.61	-7.86	-101.48	-45.16	4.06	-42.93
	FR	-64.80	3.31	-63.64	-178.66	-7.86	-172.47	-104.34	4.06	-104.52
	GR	-42.61	3.31	-40.71	-161.66	-7.86	-156.81	-85.64	4.06	-85.06
	IT	-42.65	3.31	-40.75	-134.29	-7.86	-131.59	-79.21	4.06	-78.37
	PT	-92.74	3.31	-92.50	-153.90	-7.86	-149.66	-121.45	4.06	-122.32
	CH	13.52	5.88	20.19	14.64	4.21	19.47	15.44	11.94	29.22
	DK	-49.98	3.10	-48.43	-169.91	-8.01	-164.30	-77.06	3.97	-76.15
	NO	-30.46	1.44	-29.45	-126.41	-19.53	-121.25	-37.62	-5.14	-40.82
	SE	-45.72	-0.02	-45.73	-155.59	-31.50	-138.08	-72.10	-7.22	-74.11
	UK	-54.12	-12.92	-60.05	-233.67	-36.69	-184.63	-116.96	-19.76	-113.61
Європа загалом		-50.92	1.05	-50.32	-175.20	-13.32	-163.14	-96.96	0.19	-96.53
Тихоокеанський регіон	HK	-12.04	0.39	-11.70	-77.53	0.92	-77.33	-12.71	0.98	-11.86
	JP	-43.66	10.26	-37.87	-109.63	19.65	-111.53	-78.37	23.12	-73.36
	AU	-30.34	-5.06	-33.87	-81.02	-29.35	-86.59	-40.53	-3.01	-42.32
Тихоокеанський регіон загалом		-30.34	3.42	-28.54	-92.49	1.89	-94.60	-48.28	9.76	-46.23
США	US	-39.27	0.00	-39.27	-166.92	0.00	-166.92	-93.74	0.00	-93.74
США загалом		-39.27	0.00	-39.27	-166.92	0.00	-166.92	-93.74	0.00	-93.74

Примітка: LCU – одиниці норми прибутку в місцевій валюті; EXC – зниження/підвищення курсу долара США по відношенню до місцевої валюти; USD – норма прибутку в доларах; AT – Австрія; BE – Бельгія; CH – Швейцарія; DE – Німеччина; DK – Данія; EI – Ірландія; ES – Іспанія; FR – Франція; GR – Греція; IT – Італія; NO – Норвегія; PT – Португалія; SE – Швеція; UK – Об'єднане Королівство; AU – Австралія; HK – Гонконг; JP – Японія; US – Сполучені Штати. CME Group Inc., Discover Financial Services, Fukuoka Financial Group, and Invesco Ltd були виключені зі списку 120 банків, тому що не надали дані в кінці липня 2007 року

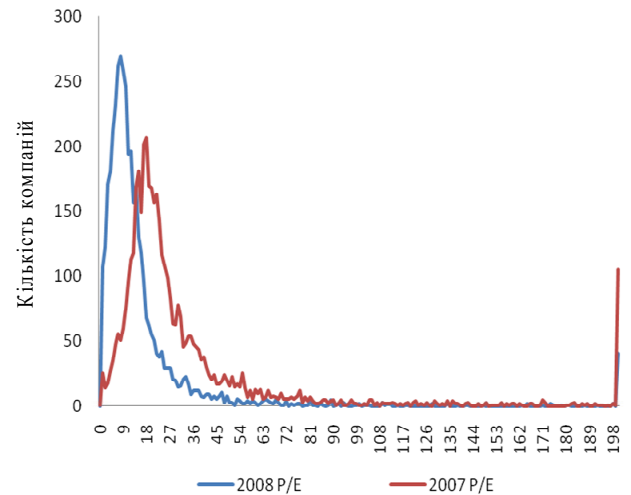
Джерело: Блумберг (7 серпня 2009 р.)

За період з 31 липня 2007 р. по 6 березня 2009 р. криза поглинула 3,23 трильйони доларів ринкової вартості в нашій вибірці банків. У європейських банках спостерігалось 75% – зниження, Тихоокеанські банки постраждали трішки менше з 48% – зниженням та банкам США пощастило з 68% – зниженням (див.рисунок 1). Зниження, крім того, було принаймні в два рази більше після 14 вересня 2009 р. ніж у попередній підперіод. Це абсолютно очевидно з норми прибутку в період володіння цінними паперами, що показано на рисунку 2 та підтверджує думку, що крах компанії Lehman Brothers був сприйнятий ринком, як критична подія.

У таблиці 1 порівнюється норма прибутку на національному рівні, використовуючи як місцеву валюту так і доларовий прибуток. Доларовий прибуток – сума прибутків місцевої валюти, курс знецінення долара (або підвищення вартості, якщо негативний) та взаємодія між цими двома термінами. Долар знецінився по відношенню до більшості валют у період банкрутства компанії Lehman Brothers, його вартість піднялася у першій частині періоду після її краху, і потім знову знецінився у травні 2009 р. Розглянемо банківські акції Єврозони. У період до краху компанії Lehman, норма прибутку складала – 59%, поза межею між 42% – для Австрії та 92% – для Португалії. Для банків Франції, Німеччини, Ірландії та Португалії ситуація виявилась ще гіршою ніж для банків в Австрії, Греції, Італії та Іспанії. З 31 липня 2007 р. по 6 березня 2009 р. середня норма прибутковості Єврозони є різною – 213%, 102% – для Іспанії, та 404% – для Ірландії. Банки Австрії, Бельгії, Німеччини та Ірландії мали гірше становище ніж банки Франції та південної Європи. Як ми вже зазначили, у зв'язку з оцінкою долара, акції європейського банку постраждали найбільше, акції тихоокеанського банку менше, а американські банки постраждали посередньо. Для більшості країн, але не для Об'єднаного Королівства, Норвегії та Швеції, різниці між прибутком місцевої валюти та доларовим прибутком були незначними.

Це масове зниження ринкової вартості може бути пов'язане лише частково з погіршенням основних позаринкових факторів. За прогнозами гіпотези СВВ, криза змусила інвесторів бути більш неохочими до прийняття ризику. Для відображення масштабів цього зсуву в ухиленні від ризику, на рисунку 4 наведений розподіл відношення ринкової ціни акції до чистого прибутку на одну акцію, за яким обчислюється більше 4000 акцій США за 2007 і 2008 рр. (Трзцінка, 2009)¹. Розміщення цін-

них паперів 2008 р. зсунулось різко вліво у порівнянні з розміщенням цінних паперів 2007 р.: середнє значення знижується з 40,8 до 18,9, 10-й процентиль – з 10,4 до 3, 90-й процентиль – з 62 до 29,5. Через дуже широкий спектр цінних паперів США, інвестори оцінювали одиницю прибутків за 2008 рік за ціною, яка була меншою ніж половина прибутків за 2007 рік. У цілому, зростання неприйняття ризику збільшило вплив погіршення основних факторів на акції банку.



Примітка: Дослідження 2007 P/E і 2008 P/E відносяться до кінця січня 2008 р. і 2009 р., відповідно.

Джерело: F529 клас визначений професором Чарльзом Трзцінка, Університет Індіани, кафедра фінансів.

Рис. 4. Зрушення у співвідношенні курсу акцій і прибутку акцій США, 2007-2008 рр.

3. Часові рамки державних планів порятунку

Порятунок кількох великих фінансових установ у США та Європі був викликаний міграцією ризику ліквідності з банків до фінансових установ і слідував за стрімко зростаючою роллю уряду як учасник ринку цінних паперів останньої інстанції для підтримки не тільки великої банківської справи, але й для підтримки великої фінансової справи. Список великих збанкрутілих державних установ є довгим. Після злиття компанії Bear Stearns з JP Morgan Chase & Co., що отримали кредит у розмірі 29 млрд. доларів від ФРС Нью-Йорку, уряд США надав явні і масивні гарантії зобов'язань Fannie Mae і Freddie Mac, які провели або гарантували на той час приблизно 5 200 млрд. доларів іпотечних кредитів. Програма гарантії активів була запущена в останні декілька днів правління Буша. Оригінальна пропозиція порятунку запропонована міністром фінансів Полсоном в жовтні 2008 р., яка обговорюється нижче, не містить програму гарантії, але конгрес наполіг на її врахуванні, оскільки вона стосувалась наслідків витрат. Гарантії боргу та активу є політично при-

¹ Існує 4363 фірми в списку 2007 р. і 4010 – в списку 2008 р.

вабливими, оскільки уряди не повинні обговорювати справу та просити кошти у конгресу чи парламенту. Вони також включають в себе менші поточні витрати ніж очікувана поточна вартість витрат, які обмежені умовами, припускаючи, що уряд грає на біржі для можливого воскресіння банківської системи. Дана стратегія була визначальною характеристикою, як кризи S&L в США у 1980-ті, так і довгої японської кризи 1990-х рр.; і вона сприяла перетворенню “відносно малих витрат у приголомшливо великі” (Глаубер, 2000, с. 102).

Крах компанії Lehman Brothers 15 вересня був кульмінаційним моментом фінансової кризи: у цей день премії за кредитними дефолтними свопа для комерційних та інвестиційних банків Північної Америки та Європи досягли рекордного рівня (БМР, 2009, річний звіт, Графік 3.1, с. 38). Наступного дня AIG, величезна міжнародна страхова компанія, була врятована Казначейством США¹. 19 вересня, Казначейство США оголосило про тимчасову програму гарантій у розмірі 50 млрд. доларів для взаємних фондів грошового ринку. 26 вересня, Федеральна корпорація страхування депозитів припинила діяльність Вашингтонського банку зі змішаним капіталом, роблячи його найбільшим банком-банкрутом на сьогоднішній день. 29 вересня, уряд Великобританії націоналізував Бредфорд і Бінглі, що є великим іпотечним кредитором Великобританії. 30 вересня компанія Fortis скористалася резервним фондом урядів Бельгії, Нідерландів і Люксембурга. 5 жовтня, уряд Німеччини розширив гарантії для Нуро Real Estate Bank.

У жовтні, державні втручання зменшилися та були спрямовані на вирішення системних проблем. 3 жовтня, Сполучені Штати прийняли програму з порятунку проблемних активів (TARP), яка дозволила уряду США купити субстандартні неліквідні активи на суму до 700 млрд. доларів протягом трьох траншів. Як тільки закон був прийнятий стало зрозуміло, що оцінка субстандартних активів буде серйозною проблемою: без ринку, уряд, скоріш за все, або переоцінює “токсичні” активи, караючи платників податків, або недооцінює їх, караючи потенційних продавців. На щастя, не було мови про те, щоб Казначейство використовувало альтернативу рекапіталізації банків². 8 жовтня, уряд Великобританії повідомив про програму фінансової підтримки у розмірі 500 млрд. фунтів направлену на рекапіталізацію банківської систе-

ми. Вісім банків потребували негайної рекапіталізації: Abbey, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds, Nationwide, Royal Bank of Scotland, і Standard Chartered³. Програма розглядалась як схема націоналізації. Націоналізація – це найкоротший шлях до припинення кризи, але вона є агресивною та має несприятливі довгострокові наслідки для майбутньої ефективності банківської системи. Таким чином, вона визначає відносно невеликі кошти для платників податків у короткий строк, але доволі великий потенціал росту у довгий строк. Рішення провести націоналізацію Італія прийняла в тридцять роки (Фратіанні та Спінеллі, 2001, с. 316-321). Знадобилося 50 років, щоб основна частина банківської системи Італії була знову приватизована. Створення фонду акціонерного капіталу є частковою націоналізацією. Менш ймовірно, що повна націоналізація, як робочий механізм для відновлення банків на довгий строк існування є дорожчою ніж націоналізація у короткий строк, але є простішою і дешевшою для уряду, щоб вийти з кризи банківської системи.

14 жовтня, міністр фінансів Полсон прийняв модель Великобританії, хоча й виявилось недостатньо повної націоналізації⁴. Нова програма була перемаркірована TARP Програмою викупу капіталу та дозволила відповідним установам застосовувати в цілому 250 млрд. доларів для привілейованих акцій, які належать Казначейству США⁵. 16 жовтня UBS отримав вливання капіталу від уряду Швейцарії. 19 жовтня отримали дані про вливання капіталу в ING урядом Голландії. В цей же день, уряд Південної Кореї оголосив про фінансування плану порятунку у розмірі 130 млрд. доларів. 20 жовтня, настала черга Швеції оголосити свою програму порятунку вартістю 205 млрд. доларів. 28 жовтня, банк Бельгії KBC та страхова компанія Aegon в Данії мали на меті вливання капіталу від своїх урядів. 28 листопада, уряд Італії оприлюднив план випуску державних субординованих

³ Ці установи зобов'язалися збільшити капітал на 25 млрд. фунтів. Уряд буде вводити 50 млрд. фунтів у формі привілейованих акцій і за таких умов: обмеження на винагороду керівного складу, дивідендну політику, зобов'язання на підтримку кредитування малого бізнесу та домашніх покупців. Крім того, 250 млрд. фунтів будуть виділені для відповідних установ, щоб гарантувати новий короткостроковий та середньостроковий випуск боргових зобов'язань. Для отримання цих гарантій відповідні установи мають підвищити капітал рівня 1 до рівня, який визначений урядом доцільним.

⁴ 12 листопада було зроблено офіційне повідомлення, що Казначейство більше не буде купувати неліквідні іпотечні активи.

⁵ За привілейованих акцій повинні були сплачувати норму кумулятивного дивіденду у 5% протягом перших п'яти років та 9% згодом. Крім того, Казначейство мало б отримувати ордера на купівлю звичайних акцій для сукупної ринкової ціни у 15% старших привілейованих акцій; страйк-ціна ордерів буде ринковою ціною звичайної акції на момент випуску, розрахована в середньому на 20 торгових днів. Програма мала обмеження на виплату дивідендів і виконавчої зарплати. Дев'ять великих фінансових установ оголосили про свій намір підписатися на суму 125 млрд. доларів; повідомлення від 28 жовтня 2008 року.

¹ Федеральній резервній системі Нью-Йорка було дозволено кредитувати AIG у розмірі до 85 млрд. доларів. Додаткова авторизація 37,8 млрд. доларів була затверджена 8 жовтня.

² Цікаво, що стратегія зміни структури капіталу була використана у Реконструктивній фінансовій корпорації (1932-1953), що здавалося, було повністю проігноровано першою версією TARP.

облігацій для фінансування цільових банків. За цією схемою, Казначейство Італії беруть кошти з ринків і надають кредити банкам з вищими процентними ставками¹.

Додаткові заходи були прийняті в 2009 році, в цей час більша увага приділяється звільненню банків від поганих активів. Створення банку поганих активів виправдовувалось для країн Північної Європи, особливо для Швеції, у вирішенні їх фінансової кризи на поч. 90-х років. У Швеції, криза вибухнула на поч. 1992р., незабаром після цього уряд придбав два великі проблемні банки (Nordbanken і Gotabanken) і створив дві установи управління активами (Секурум і Ретріва) для купівлі та керування поганими кредитами (Дріс і Пазарбазіолу, 1998). У цілому, уряд використав менше ніж 10 млрд. доларів для порятунку банківської системи². Криза тривала відносно недовго. Однак, ця ситуація показує, що певні умови були критичними у створенні успішної моделі поганих банківських активів: прозорі політичної системи, добре описаного плану, невідкупні банки, загальна згода суспільства для підтримки банків, і кваліфіковане керівництво для запуску нових установ (Інгвес і Лінд, 1996). Ці умови не були представлені під час глибокої і тривалої фінансової кризи в Японії 90-х років і модель банківських активів потерпіла невдачу, незважаючи на неодноразові спроби³.

10 лютого, у новому плані США, міністром фінансів Тімоті Гейтнером була оголошена купівля неякісних банківських активів. Деталі покупки представлені 23 березня. Окрім купівлі урядом конвертованих привілейованих акцій у кваліфікованих банків, до плану додано програму державно-приватних інвестицій (РРІР), спрямовану на урівноваження банків старих основних активів⁴. РРІР буде фінансуватися урядом та приватними фінансовими установами з кожним вкладом до капіталу від 75 до 100 млрд. доларів. Капітал буде викорис-

таний з безвідсотковими безрегресними кредитами (тобто, оголошений заставою, але без будь-якої персональної відповідальності за позичальника) ФКСД та ФРС у відповідності до норми покриття від 6 до 1. Державно-приватна інвестиційна програма (ДПП) швидко стала спірною. Пол Кругман (23 березня 2009 р.), на сторінках газети «Нью-Йорк Таймс», ввічливо заявив, що адміністрація неправдиво стверджувала, що ДПП не передбачає жодних субсидій платникам податків. Джеффри Сакс (25 березня 2009 р.) назвав свою статтю на сайті VoxEU так: «Чи будуть Гейтнер і Саммерс успішними з урахуванням втручання ФКСД і ФРС?» Джозеф Стігліц (31 березня 2009 р.), у газеті «Нью-Йорк Таймс», назвав ДПП «Заміна капіталізму Обама», приватизація прибутків і соціалізація збитків. Пейтон Янг (1 квітня 2009 р.), у газеті «Файненшл Таймс», зазначив, що ДПП буде прокляттям для платника податків. Спільним елементом, який лежить в основі цих реакцій, було те, що План включав би в себе масову та непотрібну передачу багатства від платників податків на фінансові ринки. Це не є необхідним, тому що пряма передача уряду банкам буде дешевшою у порятунку банків. У такому випадку приватні інвестори зробили б позачергові повернення, профінансовані урядом. Пропозиції будуть рости за рахунок конкуренції до тих пір поки повернення не стануть «нормальними» або навіть нульовими. Оскільки ціна активів зростає, передача від платників податків до банків також буде зростати. По суті, з платниками податків буде гірше ніж з прямою передачею уряду банкам. Тим не менш, План повинен був розглядатися з політико-економічної точки зору. Його «розумні, складні, непрозорі» особливості – за словами Стігліца – мали велику політичну значимість. Як гарантії, план закрив істинну вартість втручання уряду та збільшив імовірність визнання його серед громадськості.

Ця коротка історія втручань уряду в фінансові ринки є незавершеною. На момент написання статті, уряди інших країн, а саме Німеччина та Іспанія, перебувають або в процесі або на стадії планування запуску нових рятувальних засобів.

4. Оцінка асигнування та витрат уряду

Ми представляємо три групи зведених даних для планів порятунку банків урядом. Перша оцінка зроблена для Mediobanca і була розміщена на веб-сайті у кінці лютого 2009 р. (див. таблицю 2). Вона посиляється на фактичні втручання урядів США та 10 європейських країн для підтримки їхньої банківської системи. Друга оцінка надходить від дослідження співробітників Bank of International Settlements та Banca d'Italia (BIS-BdI, скорочено) з відповідними даними станом на 10 червня 2009 р. (Панетта та ін., 2009, таблиця 1.2, с. 9); див. табли-

¹ Для подальшого обмеження ризику для Казначейства, приписані банки будуть залежати від стрес-тесту, виконаного Banca d'Italia.

² Вартість рятувальних планів, чиста ліквідація активів та в тому числі і збільшення вартості державних акцій, була близькою до нуля для Швеції та Норвегії та 5,3% ВВП для Фінляндії; див. Андерсон (2009).

³ Були зроблені 4 спроби у налагодженні поганих активів банків: перша у 1992 р., друга у 1995 р., третя у 1995 р. і остання (Корпорація промислової активізації Японії) у 2003 р. Слід зазначити, що існують відмінності між кризами країн Північної Європи та Японії, такі як: економічний розмір країн Північної Європи був і є значно меншим ніж Японії; країни Північної Європи були іноземними боржниками, в той час як Японія була іноземним чистим; і лібералізація відбулася до кризи в Швеції та Фінляндії, допомагаючи цим країнам очистити свій баланс від поганих кредитів через більш ефективний фінансовий ринок, в той час як фінансова дерегуляція була реакцією на кризу в Японії.

⁴ План Гейтнера також додав обов'язковий стрес-тест для 19 найбільших холдингових компаній банку США. Результати цього тесту були оприлюднені на початку травня і виявили, що 9 з 19 банків мали достатній капітал, в той час як 10 банків мали додати 75 млрд. доларів нового капіталу.

цю 3. Вона відрізняється від оцінки Mediobanca у тому, що тут розрізняються капіталовкладення та фактичні витрати, додаються (відповідно до Таблиці 2) три неєвропейські країни, та містить менше європейських країн¹. Третя оцінка, наведена в Таблиці 4, надходить з BNP Paribas (2009) від 1 червня 2009 р.: вона найширше охоплює країни, але обмежується тільки капіталовкладеннями.

За оцінками Mediobanca, станом на лютий 2009 р., 11 відібраних урядів витратили 633 млрд. доларів на підтримку їх банківської системи, з яких 62% були у формі фонду акцій, 23% – у формі гарантії боргу, 7% – у формі покупки поганих активів, 5% – у формі націоналізації, 3% – у формі конвертованих облігацій. Найбільші втручання були здійсненні Сполученими Штатами, Німеччиною, Нідерландами та Об'єднаним Королівством. За дослідженням BIS-BdI, станом на 10 червня 2009р., 11 відібраних урядів зробили капіталовкладення приблизно у 5 млрд. євро та отримали фактичні витрати на 2 млрд. євро. Значимість загальних гарантій, виявляється, значно знижена. Тільки гарантія капіталовкладень уряду США, за Фанні Має і Фредді Маком, перевищує 5 млрд. доларів². Шість з 11 країн визначаються двома оцінками. Як і слід було очікувати, з часом втручання урядів у банківську систему збільшилось. Найбільша зміна стосується Сполучених Штатів, чий капіталовкладення зросли з 278 млрд. доларів у лютому до 825 млрд. євро у червні, та Об'єданого Коро-

лівства – з 63млрд. доларів до 690 млрд. євро. Збільшення більш притаманні Франції, Нідерландам та Швейцарії. Дослідження BIS-BdI підкреслює поширеність гарантій (83% загальних капіталовкладень і 78% витрат) на вливання капіталу (14% і 19%, відповідно) та виплату активів (3% як для капіталовкладень так і для витрат). Оцінка BNP Paribas охоплює 14 країн Європейського економічного і валютного союзу (ЄВС), 5 європейських країн, які не входять до складу ЄВС – Австралія, Канада, Японія, Катар, Саудівська Аравія, Південна Корея, ОАЕ та Сполучені Штати. Загальні капіталовкладення складають 5,700 млрд. євро, з яких 34% – в США, 34% – в країнах ЄВС та 19% – в Об'єданому Королівстві.

У цілому, відповідь політики на кризу субстандартного кредитування почалася всерйоз після банкрутства компанії Lehman Brothers у середині вересня 2008 р., прискорилося після лютого 2009 р. і стала дуже великою на момент написання даної статті (вересень 2009 р.). Детальний опис і дані підкреслили, що уряди покладаються на портфель методів втручання, але найбільші капіталовкладення та витрати були у формі боргу та гарантії активів, в той час як покупка поганих активів була обмежена. Надалі, ми оцінюємо плани порятунку з точки зору фінансових ринків, тобто як ціни банківських акцій відреагували на новини капіталовкладення, направлени на підтримку банків.

Таблиця 2. Втручання з боку уряду для підтримки банків, по країнах і видах протягом лютого 2009 р. (у млн. доларів США)

Країна	Вид втручання					Загалом
	Погані банки	Конвертовані облігації	Гарантія боргу	Акції фінансування	Націоналізація	
AT					0,00 ^(a)	0,000
BE				10,504	6,759	17,263
CH		6,799				6,799
DE		10,430	144,856	16,101		171,387
EI			1,923	5,550	0,000	7,473
FR				18,204		18,204
IS					0,829	0,829
LU		4,050				4,050
NL	42,543				23,211	65,753
UK				63,037	0,00 ^(a)	63,037
US				278,804		278,804
Загалом	42,543	21,278	146,779	392,200	30,799	633,599

Примітка: AT – Австрія; BE – Бельгія; CH – Швейцарія; DE – Німеччина; EI – Ірландія; FR – Франція; IS – Ісландія; LU – Люксембург; UK – Об'єдане Королівство; US – США. (a) Уряд отримав проблемні банки за 2 євро в Австрії та безкоштовно в Об'єданому Королівстві.

Джерело: Mediobanca (10 лютого 2009 р.).

¹ Додаткові неєвропейські країни: Австралія, Канада, Японія. Що стосується Європейських країн – Італії, Іспанії, Австрії, Бельгії, Ірландії, Ісландії та Люксембургу, вони не враховувались.

² При валютному курсі \$1,3 = €1, складе €3,846.

Таблиця 3. Огляд капіталовкладень та витрат за 10 червня 2009 р.*

Млрд. євро та процентні пункти		Вливання капіталу			Гарантії боргу			Купівля активів			Гарантії активів (1)			Загалом		
		% ВВП (2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% ВВП (2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% ВВП (2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	% ВВП (2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	Млрд. євро	% ВВП (2008)	% активів банківського сектору (кінець 2008)	
Австралія	Капіталовкладення	–	–	–	UNS	UNS	UNS	–	–	–	–	–	–	UNS	UNS	UNS
	Витрати	–	–	–	62	10.4	4.6	–	–	–	–	–	–	62	10.4	4.6
Канада	Капіталовкладення	–	–	–	UNS	UNS	UNS	–	–	–	–	–	–	UNS	UNS	UNS
	Витрати	–	–	–	0	0	0	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Франція	Капіталовкладення	43	2.2	0.6	320	16.4	4.2	–	–	–	5	0.2	0.1	368	18.9	4.8
	Витрати	28	1.4	0.4	72	3.7	0.9	–	–	–	5	0.2	0.1	104	5.3	1.4
Німеччина	Капіталовкладення	80	3.2	1	420	16.9	5.3	UNS	UNS	UNS	200	8	2.5	700	28.1	8.9
	Витрати	22	0.9	0.3	129	5.2	1.6	0	0	0	0	0	0	151	6.1	1.9
Італія	Капіталовкладення	20	1.3	0.5	UNS	UNS	UNS	–	–	–	–	–	–	UNS	UNS	UNS
	Витрати	10	0.6	0.3	0	0	0	–	–	–	–	–	–	10	0.6	0.3
Японія	Капіталовкладення	105	2.5	0.9	–	–	–	8	0.2	0.1	–	–	–	113	2.7	0.9
	Витрати	3	0.1	0	–	–	–	0	0	0	–	–	–	3	0.1	0
Нідерланди	Капіталовкладення	37	6.2	1.7	200	33.6	9.0	–	–	–	28	4.7	1.3	265	44.6	11.9
	Витрати	31	5.1	1.4	40	6.8	1.8	–	–	–	28	4.7	1.3	99	16.6	4.4
Іспанія	Капіталовкладення	UNS	UNS	UNS	100	9.1	3	–	–	–	–	–	–	UNS	UNS	UNS
	Витрати	0	0	0	31	2.8	0.9	–	–	–	–	–	–	31	2.8	0.9
Швейцарія	Капіталовкладення	4	1.1	0.2	UNS	UNS	UNS	27	7.6	1.3	–	–	–	UNS	UNS	UNS
	Витрати	4	1.1	0.2	0	0	0	27	7.6	1.3	–	–	–	31	8.7	1.5
Об'єднане Королівство	Капіталовкладення	54	3.4	0.7	269	17.2	3.4	–	–	–	523	33.4	6.7	845	54	10.8
	Витрати	54	3.4	0.7	113	7.2	1.4	–	–	–	523	33.4	6.7	690	44.1	8.8
США	Капіталовкладення	335	3	3.4	1,760	15.7	18	115	1	1.2	281	2.5	2.9	2,491	22.3	25.5
	Витрати	237	2.1	2.4	271	2.4	2.8	36	0.3	0.4	281	2.5	2.9	825	7.4	8.4
Капіталовкладення загалом		677	2.6	1.1	3,131	11.8	5.2	150	0.6	0.3	1,036	3.9	1.7	4,994	18.8	8.3
Витрати загалом		387	1.5	0.6	719	2.7	1.2	64	0.2	0.1	836	3.2	1.4	2,006	7.6	3.3

Примітка: * Станом на 10 червня 2009 р., якщо не вказано інше. UNS – невизначена кількість; “–” означає ніякої програми/дії. Активи банківського сектору є зведеними даними для Австралії – банків, кредитних спілок, будівельних товариств і корпорацій; для Канади – банків, які створені на основі Закону про банки; для Японії – депозитні корпорації (банки та колективно керовані трасти); для Швейцарії – всі вітчизняні банки; для п'яти країн єврозони та Великобританії – грошові фінансові установи; для США – комерційні банки.

Джерело: Панетта та ін. (2009, таблиця 1.2).

Таблиця 4. Огляд заходів політики з 15 вересня 2008 р. по 1 червня 2009 р.

Країна	Суми застави (млрд.)*			Загалом*			Примітка
	Вливання капіталу	Нові гарантії на випуск боргових зобов'язань	Інше	Місцева валюта (млрд.)	Млрд. євро	% ВВП	
Австрія	15	85		100	100	37.0	Включає Dexia, Ethias, Fortis і KBC
Бельгія	19.6			19.6	19.6	5.9	
Кіпр	2			2	2	12.8	
Фінляндія	4	50		54	54	30.1	
Франція	24	320		344	344	18.2	Включає Dexia

Продовження табл. 4

Німеччина	80	400		480	480	19.8	
Греція	5	15	8	28	28	12.3	
Ірландія	7	400		407	407	213.5	
Італія	12		40	52	52	3.4	
Люксембург	2.9			2.9	2.9	0.8	Включає Fortis, але не ING
Нідерланди	36.8	200		236.8	236.8	41.6	Схема кредитування неліквідних активів
Португалія	4	20		24	24	14.7	
Словенія		12	1	13	13	39.0	
Іспанія		209	50	259	259	24.6	Включає гарантію на кредит для Каха Кастілья ла Манча
Єврозона	197.8	1,711	99	2,028	1,955	21.0	
Австралія			8	8	4	0.7	
Канада		218	125	343	259	22.3	
Данія	100			100	13.4	5.9	Плюс втрати у 35 млрд. датської крони на зобов'язання банку
Угорщина	1.5**	1.5**		3.1**	2.3	2.2	
Японія	13000		7691	20691	161.2	4.0	
Норвегія	100		350	450	51.1	19.8	
Катар	6**			6**	4.7	8.8	
Саудівська Аравія	3**			3**	2.4	0.8	
Південна Корея	14.2**	100**	40.8*	155*	114.9	16.3	
Швеція	65	1,500		1,565	145.8	51.0	
Швейцарія	6			6	4	1.0	Капіталізація UBS виключає особливу ліквідність
Об'єднане Королівство	678.1	250	635	963.1	1,059	68.7	Схема (200млрд. англійських фунтів), але включає схему захисту активів
О.А.Е.	19**			19**	14.7	9.6	
США	350	1,400***	750***	2,500	1,925	18.1	Не включає властивості ФРС, такі як MMLFF, але включає TALF

Примітка: * Включає вливання капіталу, купівлю активів і гарантій на випуск боргових зобов'язань. Виключає гарантії вкладів.
 ** У доларах США. *** FDIC оцінка загального розміру незабезпеченого боргу, що підпадає під його гарантії. **** Включає 500 млрд. доларів США для ДППП, 200 млрд. доларів США для TALF, 50 млрд. доларів США для попередження викупу.
 Джерело: BNP Paribas.

5. Наслідки державних планів порятунку

У цьому розділі ми використовуємо методологію вивчення подій (параметр події) для оцінки реакції ринків на повідомлення про державні втручання. Основна гіпотеза полягає в тому, що повідомлення плану порятунку є достовірним, якщо воно підвищує стійкість та норми прибутку банків-учасників. Таким чином, ми можемо перевірити наслідки проведення планів порятунку шляхом обчислення кумулятивного прибутку понад норму (CAR) банків-учасників за період часу, який включає в себе дати повідомлення. Для натурального дослідження ми будемо використовувати ті ж банки, які представлені в Таблиці 1; див. додаток. Оцінки показника альфа, процентної ставки, показника бета, параметру ринкового ризику, на основі моделі оцінки капітальних активів будуть базуватися на щоденних спостереженнях ринкової прибутковості трьох звітних періодів: (1) з 31 липня 2007 р. по 14 вересня 2008 р. (напередодні банкрутства компанії Lehman Brothers); (2) з 13 вересня 2008 р. по 6 березня 2009 р. (нижня частина ринку); (3) з 7 березня 2009 р. до нашого останнього наявного спостереження 31 липня 2009 р.

Визначаємо дві події. Перша – повідомлення про те, що уряд буде втручатися у роботу банків для захисту банківської системи (коротко, загальне повідомлення). Нашими основними джерелами даних є Mediobanca, BIS-BdI, і BNP Paribas, але ми також використали інформацію з DLA Piper, Міжнародної асоціації ринків капіталу та веб-сайту Міністерства фінансів або Казначейства. Для 18 країн, представлених в нашому наборі даних, є 37 загальних повідомлень, з яких найбільша кількість відноситься до вливання капіталу. Другий тип – повідомлення про те, що конкретний банк отримає підтримку уряду (коротко, конкретне повідомлення). У нас є 63 конкретних повідомлення, які впливають на 43 з 120 банків, 4 з яких відносяться до покупки активів і гарантій, 8 – до боргових гарантій, і 51 – до вливання капіталу. Кілька банків, а саме Bank of America і Nuro Real Estate, мають декілька повідомлень. 43 банки з конкретними повідомленнями становлять половину країн у нашому прикладі¹. 77 банків з іншої половини

¹ Дев'ять країн: Австрія, Бельгія, Франція, Німеччина, Ірландія, Італія, Нідерланди, Об'єднане Королівство та Сполучені Штати.

вибірки країн не мають повідомлень, зокрема банки з Тихоокеанського регіону.

Ми регресуємо денні процентні ставки на акцію банку i країни j у час t , R_{ijt} , на вільний член безризикової норми прибутковості та на ринковий курс прибутковості, R_{jt}^M , і дві фіктивні змінні події. Перша фіктивна змінна, G_{jt} , є рівною одному проміжку часу, T , навколо загального повідомлення, в іншому випадку вона дорівнює нулю; друга фіктивна змінна, S_{it} , є рівною одному проміжку часу T навколо конкретного повідомлення. Ми також розбиваємо G і S різними видами втручань, про які говорилося вище, а саме покупки активів, вливання капіталу та боргові гарантії. Ми вважаємо, що загальне повідомлення є більш складним ніж конкретне повідомлення, і вимагає більше часу для обробки ринку; і крім того, для ринків легше отримати загальне повідомлення ніж конкретне. З цієї причини ми застосовуємо різні періоди часу для двох видів повідомлень: період часу G , що становить сім днів і складається з трьох робочих днів до і після повідомлення, в той час як період часу S складає п'ять днів. Тест представлений у рівнянні (1):

$$R_{ijt} = \alpha + \beta \cdot R_{jt}^M + \gamma \cdot G_{jt} + \delta \cdot S_{it} + u_{ijt}, \quad (1)$$

де u позначає зручний для аналізу вектор помилок і G та S стають фіктивними змінними, коли ми розбиваємо їх по типу втручання¹. Реакція ринків на повідомлення позначається γ і δ : протягом періоду часу T , за прогнозами CAR буде вищим за прибутки в інші періоди. Оскільки помилка регресії повинна бути рівна нулю, в середньому, нульова гіпотеза полягає в тому, що показник CAR протягом часу T також повинен рівнятися нулю. Відхилення нульової гіпотези підтверджує наявність аномальних норм прибутку. В нашій розробці регресії вивчення події (1), позитивний вплив новин втручання уряду на норми прибутку позначається CAR, який рівний сумі оцінки параметрів γ і δ помноженої на T ; див. Меулброек (1992).

У таблиці 5 представлені оцінки рівняння (1) за період з 31 липня 2007 р. по 31 липня 2009 р. та три підперіоди, які ми використали в таблиці 1. У першій період ми маємо 34,354 спостережень, 14,697 – у другому і 12,416 – у третьому періоді. Ми тестуємо рівняння (1) спочатку за допомогою об'єднання всіх типів загальних і конкретних повідомлень, а потім використовуючи три конкретні

категорії купівлі активів, вливання капіталу та боргових гарантій (див. рівняння (1б)); напр., G_1 – загальне повідомлення купівлі активів, S_2 – конкретне повідомлення вливання капіталу). Нагадаємо, що G має семиденний період часу та S – п'ятиденний період часу. Ми провели експеримент з періодами часу різної величини: результати, як правило, знижуються коли збільшується період часу, зокрема для конкретних повідомлень. Велика частина повідомлень відбувається в другому періоді. Панель оцінюється з фіксованими ефектами країни – специфікація, що не відкинута тестом Хаусмана (1978)². На додаток до змінних, зазначених з правого боку рівняння (1), ми додали логарифмічну величину капіталізації банків, виражену в доларах. Більше того, розмір банку виявляється має позитивні та статистично значимі впливи протягом першого та другого періодів.

Основним висновком таблиці 5 є те, що повідомлення, як загальні, так і конкретні, мають статистично та економічно значний вплив на норму прибутку банків. Протягом дворічного періоду, показник CAR був вищий майже на 5% за звичайні прибутки для загальних повідомлень і на 6% нижчий за звичайний прибуток для конкретних повідомлень. Показники коефіцієнтів відображають відмінності шляхом оцінки ринків двох типів повідомлень. Загальні повідомлення приймаються в якості сигналів, якими уряди хочуть захистити банківську систему. Банківська справа, в цілому, отримує підтримку та норми прибутку для «анормального» зростання акціонерів за межами періоду часу повідомлення. Конкретні повідомлення є більш проблемними для ринків. За умов відносної прозорості, коли ринки стикаються зі стабільним потоком інформації та цін з відносними майбутніми чистими грошовими потоками ефективності банків, S оцінюється як підвищення прибутку акціонерів. З іншого боку, в тумані фінансової кризи, коли ринки вкрай невпевнені в якості активів, які вони повинні оцінювати, S оцінюється як доходності для акціонерів; показник CAR може мати від'ємне значення. На даний момент, слід зазначити, що особливо активні заходи проводилися в першій половині жовтня 2008 р., коли уряди значно втручалися у діяльність банків для ста-

¹ У даному випадку, поширене формулювання:

$$R_{ijt} = \alpha + \beta \cdot R_{jt}^M + \sum_{k=1}^3 (\gamma_k \cdot G_{kjt} + \delta_k \cdot S_{kit}) + u_{ijt}, \quad (1b)$$

де $k = 1$ вказує на гарантії активів і покупки, $k = 2$ вказує вливання капіталу, і $k = 3$ визначає гарантії боргу.

² Тест специфікації Хаусмана (1978) використовує статистику $H = N(\beta_{FE} - \beta_{RE})' Var(\beta_{FE} - \beta_{RE})^{-1} (\beta_{FE} - \beta_{RE})$ для порівняння фіксованих ефектів з випадковими ефектами, де N – число спостережень, β_{FE} і β_{RE} вектори коефіцієнтів в моделях FE і RE, відповідно, і $Var(\cdot)$ вказує на зміну коваріаційного оператора; H має розподіл χ^2 -квадрат. У таблиці 7, за винятком останнього стовпця, відкидається нульова гіпотеза, в якій оцінені коефіцієнти з моделі фіксованого ефекту не систематично відрізняються від коефіцієнту моделі випадкової змінної. У цьому випадку, тобто при альтернативній гіпотезі, модель випадкового ефекту не узгоджена, там де є модель фіксованого ефекту. В останньому стовпчику, тест Хаусмана не відповідає асимптотичним припущенням.

білізації їх банківських систем. За двотижневий період, політики спочатку намагалися купити або забезпечити гарантію активів, потім перейти до вливання капіталу в банки, і нарешті вирішили забезпечити гарантією банківські борги. Той факт, що за такий короткий період часу були прийняті три різні стратегії підкреслює стан невизначеності, якщо не явної паніки, приховуючи рішення уряду. Фондові ринки були вкрай непрозорими під час миттєвого краху Lehman.

Відмінності в інформаційному середовищі скоріш за все підтверджується прикладом CAR у трьох підперіодах: S має позитивний вплив на R у докризовий підперіод, коли повідомлень небагато і ринки мають відносну довіру до “нормального” потоку інформації; але протилежний бік займає місце у неспокійній кризі підперіоду, коли повідомлення є порядком денним і ринки недовіряють “нормальному” потоку інформації. Дані результати видаються відповідними до небажання окремих установ виступати з проханням про державну допомогу. Страх отримати статус “bad apple” був також причиною того, чому деякі банки були стриманими, протягом 2008 р., у застосуванні центральними банками екстреного кредитування.

Основним висновком другої групи оцінок таблиці 7 є те, що ринки не розрізняють відносну ефективність різних видів повідомлень. Насправді, ми не можемо відкидати нульову гіпотезу, що G_1 , G_2 , G_3 , і аналогічно для S , проявляють еквівалентний вплив на R . Дані результати дозволяють припустити два варіанти дій. По-перше, протягом великої фінансової кризи ринки оцінюють своєчасні та великі операції без урахування покращення якості за типом проведених операцій. Різні довгострокові наслідки різних втручань ігноруються. Подібність з війною захоплює. Як і під час війни, учасники фінансової кризи хочуть вижити: періоди планування скорочені та припущення, які сприймаються серйозно при нормальних умовах, не зведені до незначних ролей під час кризи. Цей приклад узгоджується з уроками зі скандинавської та японської банківських криз: своєчасні та значні втручання уряду успішно вирішили кризу в Швеції, в той час як несвоєчасні та незначні заходи уряду привели до втраченого японського десятиліття. По-друге, враховуючи, що різні повідомлення мають подібні наслідки, уряди мають стимули для гри на біржі за непрозорі та “недорогі” гарантії банківських активів і боргів ніж проводити більш прозорі та дорогі заходи.

Таблиця 5. Вплив загальних і конкретних повідомлень на ставку прибутку банків (фіксовані ефекти)

Коефіцієнт	Всі повідомлення				Повідомлення за типом			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Всі періоди	Підперіод 1	Підперіод 2	Підперіод 3	Всі періоди	Підперіод 1	Підперіод 2	Підперіод 3
R_m	1.405***	1.355***	1.331***	1.731***	1.405***	1.355***	1.332***	1.732***
SIZE	0.00215***	0.00324***	0.0198***	0.00217	0.00211***	0.00324***	0.0198***	0.00251
G	0.00666***	-0.00183	0.00465***	0.00290*				
G_{AP}					0.00345**	0	0.00455**	-0.0128
G_{CI}					0.00481***	-0.00183	0.00216	0.00429**
G_{DG}					0.00614***	0	0.00443	-0.00916
S	-0.0119***	0.0179*	-0.0136***	0.00355				
S_{AP}					-0.0109	0	-0.0243	0.00607
S_{CI}					-0.0137***	0	-0.0156***	0.00308
S_{DG}					-0.00103	0.0179*	0.00637	0
Константа	-0.0202***	-0.0315***	-0.180***	-0.0187	-0.0198***	-0.0315***	-0.180***	-0.0217
Спостереження	61,467	34,354	14,697	12,416	61,467	34,354	14,697	12,416
Кількість банків	120	120	120	120	120	120	120	120
Зважена R^2	0.392	0.428	0.320	0.328	0.392	0.428	0.321	0.328
F-тест	9,984	6,814	2,544	1,547	4,993	6,814	1,273	885.3
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Тест Хаусмана	36.00	23.61	208.8	47.71	36.81	23.61	284.6	-99.81 ^(a)
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(1.000)
Вальд $G_{S_i}=0$	52.06	1.618	12.72	1.562	18.20	1.618	5.560	1.907
	(0.000)	(0.198)	(0.000)	(0.210)	(0.000)	(0.198)	(0.000)	(0.0896)
F-тест $G_{AP}=G_{CI}$					0.512	-	0.457	2.719
					(0.474)		(0.499)	(0.0991)
F-тест $G_{AP}=G_{DG}$					1.677	-	0.00150	0.0927
					(0.195)		(0.969)	(0.761)
F-тест $G_{CI}=G_{DG}$					0.382	-	0.301	4.237
					(0.537)		(0.583)	(0.0395)
F-тест $G_{AP}=G_{CI}$					0.0959	-	0.222	0.0329

Продовження табл. 5

Коефіцієнт	Всі повідомлення				Повідомлення за типом			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Всі періоди	Підперіод 1	Підперіод 2	Підперіод 3	Всі періоди	Підперіод 1	Підперіод 2	Підперіод 3
					(0.757)		(0.638)	(0.856)
F-тест $G_{AP}=G_{DG}$					0.856	-	2.134	0.172
					(0.355)		(0.144)	(0.678)
F-тест $G_{CI}=G_{DG}$					3.584	-	3.747	0.163
					(0.0583)		(0.0529)	(0.687)
CAR= G^*7	4.66%	-	3.26%	2.03%				
CAR= G_{AP}^*7					2.42%	-	3.19%	-
CAR= G_{CI}^*7					3.37%	-	-	3.00%
CAR= G_{DG}^*7					4.30%	-	-	-
CAR= S^*5	-5.95%	8.95%	-6.80%	-				
CAR= S_{AP}^*5					-	-	-	-
CAR= S_{CI}^*5					-6.85%	-	-7.80%	-
CAR= S_{DG}^*5					-	8.95%	-	-

Примітка: Всі оцінки з фіксованими ефектами. Див. текст для підперіодів. R_m – норма ринкової прибутковості; $SIZE = \ln$ (ринкова капіталізація в мільйонах доларів США); G – загальне повідомлення; S – конкретне повідомлення; AP – гарантії та покупка активів; CI – вливання капіталу; DG – гарантії боргу; Тест Хаусмана проти моделі випадкового ефекту; GS_x – всі загальні та конкретні повідомлення; CAR – сукупний аномальний дохід. (а) не відповідають асимптотичному припущенню. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. P-значення тестів вказані в дужках.

Висновки

Причиною великої фінансової кризи 2007-2009 років був кредитний бум, який проявлявся в економіці США, що була переповнена заборгованостями та мала високу схильність до ризику з боку інвесторів. Крах ринку нерухомості в 2006 році та високі ставки проценту субстандартного іпотечно-го кредиту були першими симптомами кредитного бума, який обернувся у банкрутство. Декілька факторів є унікальними для цієї кризи: переведення активів з балансу банків на баланс ринків, створення комплексних і непрозорих активів, неспроможність рейтингових агентств правильно оцінити ризик активів, а також застосування бухгалтерського обліку поточної вартості.

Недостатнє фінансування банків було головним каменем спотикання у розв'язанні фінансової кризи. З кінця липня 2007 р. по 6 березня 2009 р., 120 великих банків США, Західної Європи та Тихоокеанського регіону втратили 3232 млрд. доларів витрачених на капіталізацію. Це масове знищення ринкової вартості може бути пов'язане лише частково з погіршенням основних факторів. Фінансова криза, як не дивно, зробила інвесторів більше неохочими до ризику. Недостатнє фінансування банків є причиною того, чому уряди продовжують вводити величезні суми державних коштів у банки. Перші плани порятунку почали впроваджуватися після банкрутства компанії Lehman Brothers у середині вересня 2008 р. і стали реакціями на конкретні негативні події. У жовтні того ж року, уряди зосередили свою увагу на систематичних проблемах. Вони вклали зага-

льну суму понад 5 трлн. євро на підтримку їх слабкої банківської системи та фактично виплатили 2/5 виділених фондів. Найбільші вкладення капіталу та витрати були у вигляді боргів та гарантій активів, в той час як купівля поганих активів була обмежена. Політико-економічні припущення пояснюють велику важливість непрозорих та складних гарантій. Ми виявили, що загальні та конкретні повідомлення були оцінені на ринках як сукупна аномальна норма прибутку за періоди часу. Загальні повідомлення, як правило, пов'язані з позитивними аномальними прибутками, конкретні повідомлення – з негативними аномальними прибутками. Наші результати були також чутливими до інформаційного оточення. Конкретні повідомлення, як правило, позитивно впливали на норму прибутку в докризовий підперіод, коли повідомлень було дуже мало і ринки мали довіру до “нормального” потоку інформації. Протилежне відбувається у період кризи, коли повідомлення є порядком денним і ринки зневіряються у “нормальному” потоці інформації.

Банки не відновлять кредитування поки не подолають недостатнє фінансування. Банківські системи залишаються слабкими, а отже, додаткові кошти уряду можуть знадобитися для стабілізації банків. Враховуючи, що уряди повинні будуть зменшити ресурси, для політиків може бути великою проблемою переконати розлючене суспільство у необхідності введення додаткових коштів у банківську систему або проведення прямої націоналізації.

Плани порятунку уряду, як правило, об'єднують банківську систему у менших і більших гравців.

Це, в свою чергу, підвищує ймовірність виклику системної політики. Враховуючи навантаження на державні фінанси, створені нинішньою кризою, тепер настав час задаватися питанням про те, коли системні установи стануть занадто великими, щоб врятуватися.

Список використаних джерел

1. Adrian, T. and Shin, H.S. (2008), Liquidity and leverage, Federal Reserve Bank of New York, available online at http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr328.html.
2. Anderson, R.G. (2009). Resolving a Banking Crisis, the Nordic Way, *Economic Synopses*, 10, Federal Reserve Bank of St. Louis.
3. Berger, A. and Udell, G. (2004). The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behavior, *Journal of Financial Intermediation*, 12, pp.458-495.
4. BNP Paribas (2009). To the rescue, Report of Market Economics, Interest Rate Strategy, Credit Strategy.
5. CNN Money (online). <http://money.cnn.com/news/specials/storysupplement/bankbailout/>.
6. Dell’Ariccia, G., Egan, D. and Laeven, L. (2008). Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market, *International Monetary Fund*, Working Paper WP/08/106.
7. Demyanyk, Y. and van Hemert, O. (forthcoming). Understanding the subprime mortgage crisis, *Review of Financial Studies*, published online on May 4, 2009.
8. DLA Piper (online). <http://www.dlapiper.com/it/austria/news/detail.aspx?news=2858>.
9. Federal Reserve Bank of St. Louis (online). The Financial Crisis. A Timeline of Events and Policy Actions, available online at <http://timeline.stlouisfed.org/index.cfm?p=timeline#>.
10. International Capital Market Association (online). <http://www.icmagroup.org/getdoc/d084024f-e709-46e3-97a6-0b471db7a7ea/Responses-to-market-turbulence--Country-plans.aspx#Australia>.
11. Drees, B., and Pazarbasioglu, C. (1998). The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization? Washington DC: IMF.
12. Fisher, I. (1933). The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1, pp. 337-57.
13. Fratianni, M. (2008). Financial crises, safety nets and regulation, *Rivista Italiana degli Economisti*, 2, pp. 169-208.
14. Fratianni, M. and Marchionne, F. (2009). The role of banks in the subprime financial crisis, *Review of Economic Conditions in Italy*, 2009/1, pp.11-48.
15. Fratianni, M. and Spinelli, F. (2001). *Storia monetaria d'Italia: Lira e politica monetaria dall'Unità all'Unione Europea*, Milano: Etas.
16. Glauber, R.R. (2000), Discussions of the financial crisis. In Ryoichi Mikitani and Adam S. Posen (eds). *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Washington, DC, Institute for International Economics, pp.101-105.
17. Ingves, S. and Lind, G. (1996). The Management of the Bank Crisis – in Retrospect, *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, 1, pp.5-18.
18. International Monetary Fund (2008a). *Global financial stability report: containing systemic risks and restoring financial soundness*, April 2008, Washington, DC.
19. International Monetary Fund (2008b). *Global financial stability report: Financial stress and deleveraging, macro-financial implications and policy*, October 2008, Washington, DC.
20. Kane, E.J. (1989). *The S&L Insurance Mess: How did it Happen?* Washington, D.C.: The Urban Institute Press.
21. Kindleberger, C.P. (1978 [2000]). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 4th edition, New York: Wiley.
22. Krugman, P. (23 March 2009). Geithner plan arithmetic, *New York Times*.
23. Meulbroek, L.K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, *Journal of Finance*, 47(5), pp.1661-1699.
24. Mitchell, W.C. (1913), *Business Cycles*. New York: Burt Franklin.
25. Minsky, H. (1977). A Theory of Systemic Fragility, In E. J. Altman and A. W. Sametz (eds), *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, New York. Wiley, pp. 138-52.
26. Panetta, F., Faeh, T., Grande, G., Ho, C., King, M., Levy, A., Signoretti, F.M., Taboga, M. and Zaghini, A. (2009). An assessment of financial sector rescue programmes, BIS Paper, 48, <http://www.bis.org/>.
27. O'Hara, M. and Shaw W. (1990). Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being "Too Big to Fail", *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5 (Dec., 1990), pp. 1587-1600.
28. Sachs, J. (25 March 2009). Will Geithner and Summers succeed in raiding the FDIC and Fed?, *VoxEU.org*.
29. Snower, D.J. (20 May 2009). Redistribution through the Geithner Plan, *VoxEU.org*.
30. Stiglitz, J. (31 March 2009). Obama's Ersatz capitalism, *New York Times*.
31. Young, P. (1 April 2009). Why Geithner's plan is the taxpayers' curse, *Financial Times*.

Додаток

Таблиця 1. Список банків, що входять до ринкової капіталізації ринку

Регіон	Країна	№ банку	Назва банку
Європа	AT	2	ERSTE GROUP BANK AG, RAIFFEISEN INTL BANK HOLDING
	BE	2	DEXIA SA, KBC GROEP NV
	CH	1	VALIANT HOLDING AG-REG
	DE	3	COMMERZBANK AG, DEUTSCHE POSTBANK AG, HYPO REAL ESTATE HOLDING
	DK	3	DANSKE BANK A/S, JYSKE BANK-REG, SYDBANK A/S
	ES	6	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA, BANCO DE VALENCIA SA, BANCO POPULAR ESPANOL, BANCO SANTANDER SA, BANKINTER SA
	FR	4	BNP PARIBAS, CREDIT AGRICOLE SA, NATIXIS, SOCIETE GENERALE
	GR	5	ALPHA BANK A.E., BANK OF GREECE, EFG EUROBANK ERGASIAS, NATIONAL BANK OF GREECE, PIRAEUS BANK S.A.
	IE	1	ALLIED IRISH BANKS PLC
	IT	8	BANCA CARIGE SPA, BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA, BANCA POPOLARE DI MILANO, BANCO POPOLARE SCARL, INTESA SANPAOLO, PICCOLO CREDITO VALTELLINESE, UBI BANCA SCPA, UNICREDIT SPA
	NO	1	DNB NOR ASA
	PT	3	BANCO BPI SA, BANCO COMERCIAL PORTUGUES, BANCO ESPIRITO SANTO
	SE	4	NORDEA BANK AB, SKANDINAVISKA ENSKILDA, SVENSKA HANDELSBANKEN SHS, SWEDBANK AB
UK	6	BANK OF IRELAND, BARCLAYS PLC, HSBC HOLDINGS PLC, LLOYDS BANKING GROUP PLC, ROYAL BANK OF SCOTLAND, STANDARD CHARTERED PLC	
Тихоокеанський регіон	AU	6	AUST AND NZ BANKING GROUP, BANK OF QUEENSLAND LTD, BENDIGO AND ADELAIDE BANK, COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA, NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD, WESTPAC BANKING CORP
	HK	8	BANK OF CHINA LTD, BANK OF COMMUNICATIONS CO, BANK OF EAST ASIA, BOC HONG KONG HOLDINGS LTD, CHINA CONSTRUCTION BANK, HANG SENG BANK LTD, HSBC HOLDINGS PLC, IND & COMM BANK OF CHINA
	JP	12	BANK OF YOKOHAMA LTD, CHIBA BANK LTD, CHUO MITSUI TRUST HOLDINGS, FUKUOKA FINANCIAL GROUP INC., MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP, MIZUHO FINANCIAL GROUP INC, MIZUHO TRUST & BANKING CO, RESONA HOLDINGS INC, SHINSEI BANK LTD, SHIZUOKA BANK LTD, SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP, SUMITOMO TRUST & BANKING CO
США	US	45	AMERICAN CAPITAL LTD, AMERICAN EXPRESS CO, AMERIPRISE FINANCIAL INC, BANK OF AMERICA CORP, BANK OF NEW YORK MELLON CORP, BB&T CORP, CAPITAL ONE FINANCIAL CORP, CIT GROUP INC, CITIGROUP INC, CMA GROUP INC, COMERICA INC, DISCOVERY FINANCIAL SERVICES, E*TRADE FINANCIAL CORP, FEDERATED INVESTORS INC, FIFTH THIRD BANCORP, FIRST HORIZON NATIONAL CORP, FRANKLIN RESOURCES INC, GOLDMAN SACHS GROUP INC, HUDSON CITY BANCORP INC, HUNTINGTON BANCSHARES INC, INTERCONTINENTALEXCHANGE INC, INVESCO LTD, JANUS CAPITAL GROUP INC, JPMORGAN CHASE & CO, KEYCORP, LEGG MASON INC, LEUCADIA NATIONAL CORP, M & T BANK CORP, MARSHALL & ILSLEY CORP, MOODY'S CORP, MORGAN STANLEY, NASDAQ OMX GROUP, NORTHERN TRUST CORP, NYSE EURONEXT, PEOPLE'S UNITED FINANCIAL, PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, REGIONS FINANCIAL CORP, SCHWAB (CHARLES) CORP, SLM CORP, STATE STREET CORP, SUNTRUST BANKS INC, T ROWE PRICE GROUP INC, US BANCORP, WELLS FARGO & CO, ZIONS BANCORPORATION

Примітка: AT – Австрія; BE – Бельгія; CH – Швейцарія; DE – Німеччина; DK – Данія; ES – Іспанія; FR – Франція; GR – Греція; IE – Ірландія; IT – Італія; NO – Норвегія; PT – Португалія; SE – Швеція; UK – Об'єднане Королівство; AU – Австралія; HK – Гонконг; JP – Японія; US – Сполучені Штати.

Джерело: Блумберг.

Отримано 6.02.10

Переклад з англ. Міщенко О.