



Стокгольмские решения

Важнейший урок из опыта скандинавских стран заключается в необходимости активного участия государства в преодолении кризиса

Стефан Ингвес и Геран Линд

САМОГО начала текущих финансовых потрясений, которые возникли в США, директивные органы обращали свой взгляд на прошлые финансовые и банковские кризисы, чтобы извлечь уроки того, как можно успешно преодолеть последствия кризисов. Многие из них обратили внимание на случай Швеции и других скандинавских стран, которые пережили финансовые кризисы в начале 1990-х годов.

Скандинавские потрясения начала 1990-х годов были первыми системными кризисами в промышленно развитых странах с 1930-х годов, если не считать банковских проблем, непосредственно связанных со Второй мировой войной. Скандинавским кризисам предшествовал широко изученный кризис ссудо-сберегательных ассоциаций США, который не был подлинно общесистемным и охватывал подсектор в рамках крупного финансового рынка, успешно функционировавший в остальных отношениях.

Таким образом, скандинавские банковские кризисы были полной неожиданностью. Как могли такие проблемы возникнуть в хорошо налаженных в остальном экономиках и финансовых системах с надлежащим управлением? Причина того, что мы продолжаем думать об этих кризисах заключается в том, что скандинавские страны показали, как эффективно преодолевать такие кризисы.

Скандинавские страны позволили миру извлечь важные уроки о необходимости активного участия государства в процессе урегулирования: именно государство (а не частный сектор) провело системную реструктуризацию, стремясь в максимальной степени привлекать собственников и инвесторов из частного сектора. Ответные меры в Скандинавии также продемонстрировали роль государства в защите стоимости активов банков, когда частные рынки активов обваливаются, а также методы использования специальных компаний по управлению активами и подразделений по урегулированию просроченных ссуд, которые должны принадлежать государству, если частные инвесторы отсутствуют, как это часто бывает во время системного кризиса. Такие органы могут защитить стоимость активов за счет тщательного управления и предотвращая убытков при вынужденной распродаже.

Авторы были глубоко вовлечены в преодоление последствий шведского кризиса 1991–1993 годов, поэтому в данной статье основное внимание уделяется опыту Швеции и его сравнению с текущими потрясениями.

Особенности кризисов

Текущие международные финансовые потрясения заставили многих людей, связанных с финансовыми рынками, пересмотреть давние представления о том, как работают рынки. Тем не менее, многое из случившегося мы уже наблюдали, хотя и в меньших масштабах.

Каждый банковский кризис демонстрирует различное сочетание причин, но основные ингредиенты всегда присутствуют, как они присутствовали в скандинавских странах: необоснованные банковские операции, недостаточная рыночная дисциплина, слабое банковское регулирование и надзор, недостаточные меры макроэкономической политики, связанные с финансовой либерализацией.

Начавшись, финансовые кризисы следуют общей траектории.

- Глубинные недостатки становятся очевидными.
- Толчком к возникновению острого кризиса является конкретное событие.
- Кризис распространяется и усиливается.
- Принимаются меры по уменьшению последствий кризиса и его преодолению.

В нашем анализе рассматриваются некоторые схожие элементы и различия между шведским кризисом и текущим кризисом и предлагаются методы преодоления текущей ситуации.

Глубинные недостатки: некоторые сходства

Исходной причиной большинства кризисов является необоснованное предоставление кредитов, часто связанных с недвижимостью, которое базируется на чрезмерно оптимистических оценках в сочетании с низкими ставками и макроэкономическими дисбалансами. Циклы в секторе недвижимости являются достаточно продолжительными, поэтому инвесторы и кредиторы, по-видимому, игнорируют вероятность будущих спадов. Они недооценивают риск и предоставляют слишком большой объем кредита и тем самым поддерживают спекулятивные «пузыри».

Ситуация часто усугубляется готовностью политиков, действующих из лучших побуждений, содействовать строительству жилья. Расширение и модернизация жилищного фонда являются весьма привлекательной целью. Государственные стимулы поддерживают спрос на жилье, особенно для менее кредитоспособных покупателей. До либерализации шведского кредитного рынка законодательство вынуждало банки выделять значительную часть своих ресурсов на финансирование жилья и другие проекты в сфере недвижимости. По ипотечным ссудам и инвестициям в жилье предоставлялись «де-факто» государственные гарантии, аналогично гарантиям для гигантов ипотечного рынка США Fannie Mae и Freddie Mac. В шведском кризисе для спасения принадлежащих муниципалитетам компаний, владевших многоквартирными домами, государство было вынуждено потратить крупные суммы средств налогоплательщиков.

Иногда банковские группы, другие участники рынка и даже официальные органы не учитывают в достаточной мере последствия забалансовых и других возможных рисков. Например, в текущем кризисе финансовые и репутационные риски возникают в результате механизмов структурированного инвестирования (МСИ) и других кредитных инструментов, а также требований к банковской ликвидности в связи с забалансовыми обязательствами. В шведском кризисе финансовые компании играли роль, аналогичную МСИ. Эти компании регулировались в меньшей степени, чем банки, и приняли на себя многие из более рискованных ссуд. Когда финансовые компании столкнулись с проблемами ликвидности, банки обнаружили, что им необходимо было продолжать финансировать эти компании, с которыми они были фактически тесно связаны, хотя юридически эти компании были независимыми.

Хотя финансовое страхование не было решающей проблемой в шведском кризисе, оно было общим компонентом во многих кризисах. Страховщики, по-видимому, в благополучные времена принимают на себя слишком много

обязательств. В кризисной ситуации страховщики с высоким левериджем усугубляют общесистемную проблему.

Накопление уязвимых мест иногда объясняется проблемами в финансовом регулировании и надзоре. Развитие финансовой системы, как правило, повышает эффективность финансового посредничества и обеспечивает более разнообразные услуги более высокого качества для клиентов. Но оно также влечет за собой новые риски, которые участники рынка и представители официальных органов могут до конца не понимать. В случае Швеции не учитывалась в достаточной мере концентрация рисков при предоставлении сектору недвижимости чрезмерного объема кредитов. Кроме того, банки и официальные органы не отдавали себе отчет в потенциальной опасности предоставления инвалютных кредитов шведским заемщикам, доходы и активы которых выражались в национальной валюте. В текущем международном кризисе очевидно, что ни банки, ни органы регулирования полностью не учли последствия модели первоначального кредитования и последующей продажи кредитов, и в частности, использования МСИ и других фондов, основанных на производных инструментах.

Некоторые важнейшие различия

Кризис ссудо-сберегательных ассоциаций в США был связан в основном с коммерческой недвижимостью, шведский кризис касался определенного сочетания коммерческой и жилой недвижимости; сегодняшний кризис непервоклассных ипотек связан в основном с жильем. Но между текущим кризисом и кризисом в Швеции есть фундаментальное различие, которое состоит в том, что сегодня исходные кредитные проблемы усугубляются весьма сложными инструментами и тесно связанными рынками, как внутри страны, так и в международном плане.

Хотя в прошлых кризисах присутствовали международные связи, — например, иностранные инвесторы держали облигации, выпущенные в странах, переживших кризис, — сегодня международные последствия имеют более существенный и непосредственный характер. Неплатежи по непервоклассным ипотекам США и инструментам, основанным на этих ссудах, затронули банки во многих странах, в том числе в Германии, Соединенном Королевстве и Франции. Даже отдаленные муниципалитеты Норвегии, находящиеся за Полярным кругом, понесли значительные убытки по инструментам, основанным на непервоклассных ипотеках США.

Аналогичным образом, связи между различными внутренними финансовыми рынками стали на этот раз намного более очевидными. Помимо кредитных рынков, существенно пострадало финансирование для коммерческих бумаг, ценных бумаг, обеспеченных активами, межбанковских рынков и местных органов США. Явно пострадали как курсы, так и ликвидность на рынках акций и ценных бумаг.

Наиболее острой проблемой является сокращение ликвидности. Проявляя недоверие, агенты, имеющие излишние ликвидные средства, не хотят переводить их туда, где они необходимы. Власти могут решить и решают эту проблему при отсутствии рыночного решения, которое было бы сопряжено с меньшими издержками и нарушениями и, следовательно, было бы предпочтительным. Поэтому быстрое восстановление доверия должно быть самой первоочередной задачей. Но сейчас сделать это сложнее, поскольку сложные инструменты, проблемы стоимостной оценки и организационно-правовые механизмы усложняют понимание подлинной финансовой позиции банка для аналитиков и контрагентов банка. Они задаются вопросом: «Кто в конечном итоге несет фактический риск по этим проблемным активам?»

Преодоление кризиса согласно шведской модели

По сравнению с текущими потрясениями шведский кризис был в большей мере «чисто» кредитным кризисом и, следовательно, более простым для анализа и преодоления. Подлинные масштабы убытков по кредитам и иного ущерба банкам были оценены на перспективной основе. Затем собственникам банков было предложено внести необходимый дополнительный капитал или дать официальным органам Швеции возможность урегулировать ситуацию, что подразумевало финансовую поддержку на строго оговоренных условиях или даже вмешательство государство и реструктуризацию банков.

Власти Швеции быстро признали необходимость восстановления доверия к финансовой системе. Массового и крупномасштабного изъятия депозитов из банков не было, но иностранные кредиторы шведских банков стали сокращать свои кредитные линии. Кредиторы сочли сложным оценить ситуацию отдельных банков и поэтому уменьшали свой риск. Банки и официальные органы должны были приложить максимум усилий для восстановления доверия. Слов было недостаточно, необходимы были действия.

Важную роль в восстановлении доверия сыграла прозрачность. Власти заставили банки раскрыть свою истинную финансовую ситуацию. Власти также были готовы информировать общественность о своих планах и действиях. Руководители из Министерства финансов отправились в Нью-Йорк и Лондон для встречи с банкирами и финансовыми аналитиками. Эта мера оказалась успешной, и кредитные линии шведским банкам были вскоре восстановлены.

Важным элементом прозрачности является способность определять стоимость банковских портфелей, что является сложным, когда рынки базовых активов неликвидны и не дают достоверной информации о ценах. Власти Швеции вынудили банки давать консервативную оценку своих активов, особенно позиций на рынке недвижимости. Поэтому финансовая ситуация банков на ближайшую перспективу выглядела, возможно, более мрачной, но в то же время был установлен самый нижний предел. Стабилизировались ценовые ожидания, и рынок вновь стал расти. В некоторых кризисах власти старались сгладить изменения цен, и возникшая в результате неопределенность продолжалась дольше и тем самым задерживала подъем.

Одной из предпосылок установления доверия является политический консенсус. В Швеции все главные политические партии приняли основу урегулирования кризиса. Основа включала структуру для ускорения и координации ответных мер среди соответствующих органов при сохранении целостности каждого органа. Был создан новый орган — Управление по поддержке банковской системы (УПБС). До принятия решения УПБС должно было заручиться согласием центрального банка, Управления по финансовым услугам Швеции, Национального управления по обслуживанию долга. Если согласия не было (это случалось редко), вопрос передавался в Министерство финансов. Странам, в которых отсутствовал политический консенсус или где власти не действовали согласованно, было труднее быстро принимать меры по исправлению ситуации.

Опыт демонстрирует значение надлежащего законодательства и институтов для решения проблемы слабых банков. Не имея этих инструментов, Швеции пришлось импровизировать. У Соединенного Королевства также не было специальной системы решения проблемы слабых банков, что задержало урегулирование ситуации Northern Rock. У США есть отлаженная система законов, институтов, знаний и опыта, которая постепенно создавалась после крупномас-

штабных дефолтов банков 1930-х годов. Тем не менее, США пришлось применять систему гибким и нетрадиционным образом, с тем чтобы предусмотреть решения для организаций, не являющихся коммерческими банками, например, Bear Stearns и Fannie/Freddie. Концепция «общесистемных угроз» была расширена, с тем чтобы официально признать, что, например, инвестиционные банки также могут создавать такую угрозу.

Преодоление несклонности к риску

Неадекватные методы предоставления кредитов в секторе недвижимости были, несомненно, основным уязвимым местом как в шведском, так и в текущем кризисе. Острая фаза обоих кризисов была вызвана ослаблением экономики в целом, в частности, жилищного сектора. Инвесторы стали менее склонны к риску, поэтому премии за риск увеличились.

Воздействие обоих кризисов распространялось за счет ограничения ликвидности и цепной реакции, охватившей другие организации и рынки. Однако текущие потрясения являются более суровыми, поскольку затронуты больше рынков. Они также усугубляются сложными финансовыми инструментами, с трудом поддающимися оценке, забалансовыми обязательствами и связанными с банками механизмами (МСИ и другие кондуиты).

Методы уменьшения последствий кризиса также в целом схожи. В широких масштабах предоставлялась ликвидность благодаря согласованным международным действиям в недавнем кризисе и национальным мерам в шведском кризисе. В обоих случаях банки подвергались национализации, слиянию или продаже (иногда при финансовой поддержке властей).

Более того, один из главных уроков скандинавского опыта состоит в том, что директивные органы не могут полагаться только на частный сектор или рынки, с тем чтобы решить проблемы банковской системы. Подобно потребности в кредиторе последней инстанции для преодоления общесистемной нехватки ликвидности есть потребность в инвесторе или собственнике последней инстанции, когда иссякли все другие источники капитала и закрытие всей банковской системы не является приемлемым вариантом. Существует также определенная роль для общих государственных гарантий в целях восстановления доверия и предотвращения массового изъятия вкладов и потенциального краха финансового сектора с массовым уничтожением стоимости, предусматриваемым таким сценарием.

Восстановление доверия

Подытоживая вышесказанное, текущий кризис имеет многие узнаваемые черты прошлых кризисов, но они усугубляются высокой сложностью финансовых инструментов и институциональных механизмов, а также тесными взаимосвязями между рынками как внутри стран, так и в международном плане.

Два кризиса, если основываться на опыте других кризисов, свидетельствуют о том, что кризис не может быть преодолен до тех пор, пока не восстановлено доверие. Обеспечение более высокой степени прозрачности уменьшает неопределенность. Прозрачность подразумевает большее раскрытие сведений о том, какие организации держат рискованные активы, и о реалистичной стоимости этих активов. Сами власти должны сообщать, насколько это возможно, информацию о кризисной ситуации и о своих планах. ■

Стефан Ингвес является президентом Шведского государственного банка, а Геран Линд — советником Правления этого банка.