



## Десять лет спустя после краха фирмы Lehman — извлеченные уроки и предстоящие проблемы

---



Трейдер на Нью-Йоркской фондовой бирже в день, когда инвестиционный банк Lehman Brothers объявил о банкротстве: последовавший за этим глобальный кризис является одним из определяющих моментов нашего времени (фото: Nancy-Kaszerman/ZUMA Press/Newscom).

Кристин Лагард

5 сентября 2018 года

Мировой финансовый кризис остается одним из определяющих событий нашего времени. Он навсегда оставил свою отметку на поколении, которое его пережило. Последствия кризиса (тяжелое бремя экономических издержек, которое легло на простых людей, вкупе с гневом по поводу спасения банков и безнаказанности банкиров в то время, в том время как реальные заработные платы продолжали стагнировать) относятся к числу важнейших факторов, объясняющих негативную реакцию на глобализацию, особенно в странах с развитой экономикой, и ухудшение доверия к органам государственного управления и другим институтам.

В этом смысле кризис сделал перспективы проблематичными, и это, судя по всему, никуда в ближайшее время не исчезнет. Однако десятилетие краха **Lehman Brothers**, которое я однажды охарактеризовала как «крушение устоев», дает нам возможность оценить меры в ответ на кризис, принятые за последние десять лет.

Крах **Lehman Brothers** спровоцировал более обширное изъятие средств из финансовой системы, что привело к системному кризису. В итоге двадцать четыре страны стали жертвой банковских кризисов, и в большинстве из них экономическая активность еще не вернулась к трендовому росту. В одном исследовании указывается, что из-за этого кризиса средний американец теряет 70 тыс. долларов пожизненного дохода. Правительства также по-прежнему находятся в трудном положении. Государственный долг в странах с развитой экономикой вырос более чем на 30 процентных пунктов ВВП — отчасти из-за слабой динамики в экономике, отчасти из-за поддержки проблемных банков.

Оглядываясь назад, сегодня основные проблемы кажутся очевидными. Но тогда они были менее очевидными. Большинство экономистов не смогли предвидеть грядущие события. Это — отрезвляющий урок относительно группового мышления.

В чем заключались эти основные проблемы? В основе лежали финансовые инновации, которые намного опережали регулирование и надзор. Финансовые организации, особенно в США и Европе, массово и без оглядки принимали все большие риски. Это включало более широкое использование краткосрочного финансирования вместо традиционных депозитов, резкое снижение стандартов кредитования, снятие ссуд с балансов путем малопонятных операций по секьюритизации и, в целом, переход к более скрытым областям финансового сектора, которые в меньшей степени подлежат надзору органов регулирования. Например, доля субстандартных ипотечных кредитов на рынке в США достигла к 2006 году 40 процентов общего объема ипотечных ценных бумаг по сравнению с почти нулевым уровнем в начале 1990-х годов.

Углубившаяся экономическая глобализация банковской деятельности и финансовых услуг, в свою очередь, привела к тому, что кризис стал бурно и опасно разрастаться. Европейские банки были главными покупателями американских ипотечных ценных бумаг. В то же время введение евро привело к тому, что крупные потоки капитала устремились на периферию, когда стоимость заимствования снизилась. Эти потоки финансировались банками центральных стран зоны евро — еще один механизм распространения финансового кризиса. Глобализация также способствовала проблеме в силу регулятивного арбитража — финансовые организации могли требовать менее обременительного контроля благодаря своей возможности перемещения в более благоприятные юрисдикции.

Если ответные меры политики на эти существовавшие до кризиса риски были недостаточными, то действия в ответ на кризис были, на мой взгляд, впечатляющими. Правительства ведущих стран, представленные Группой 20-ти, координировали меры политики в глобальном масштабе. Страны, имевшие банковские проблемы, ограничили сдерживающее воздействие слабеющего финансового сектора на реальный сектор

экономики, за счет таких мер, как поддержка капитала, долговые гарантии и покупки активов. Центральные банки снизили директивные ставки, а затем отправились в путь по неизведанным морям, проводя нетрадиционную денежно-кредитную политику. Правительства поддерживали спрос за счет масштабных бюджетных стимулов.

МВФ также сыграл свою роль. Мы мобилизовали государства-члены на значительное увеличение наших финансовых ресурсов и, в результате, смогли принять обязательства по предоставлению кредитов пострадавшим от кризиса странам почти на 500 млрд долларов. Мы также увеличили глобальную ликвидность, пополнив систему на беспрецедентную сумму в 250 млрд долларов. Мы модернизировали нашу систему кредитования, чтобы более оперативно и более гибко реагировать на нужды стран, в том числе перешли к нулевым процентным ставкам по кредитам странам с низкими доходами. Мы приступили к серьезному пересмотру макроэкономики, чтобы лучше понять, что мы все упустили из виду, в том числе сложные связи между финансовым сектором и реальным сектором экономики.

В совокупности эти меры политики, в контексте коллективных международных действий в целом, принесли результаты в том плане, что была предотвращена реализация наименее благоприятного сценария. Это было вовсе не гарантировано — сразу после краха Lehman мы действительно заглядывали в пропасть. Это было действительно, крушение устоев...

Меры политики также исправили ошибки, которые привели к кризису. Банки имеют намного более прочные показатели капитала и ликвидности. Забалансовые структуры были ограничены и поставлены под контроль органов регулирования. Крупные банки подвергаются более жесткому регулированию, а соотношение между заемными и собственными средствами ниже. Оформление субстандартных ипотечных кредитов в основном прекратилось. Значительная часть внебиржевых производных инструментов была переведена в область централизованного клиринга.

Все это хорошо, но недостаточно. Слишком многие банки, особенно в Европе, остаются слабыми. Капитализацию банков, возможно, следует дополнительно увеличить. Проблема «слишком больших, чтобы позволить им обанкротиться», остается, поскольку размеры и сложность банков увеличивается. Не достигнуто достаточного прогресса в методах урегулирования несостоятельных банков, особенно действующих в разных странах. Многие скрытые виды деятельности перемещаются в теневую банковскую систему. В дополнение к этому, продолжающиеся финансовые инновации, в том числе высокочастотный трейдинг и финтех, усложняют проблемы финансовой стабильности. Кроме того, возможно, наибольшие опасения вызывает то, что директивные органы подвергаются значительному давлению со стороны финансовой отрасли, с тем чтобы свернуть нормативные положения, введенные после кризиса.

Есть одна другая важная область, где мало что изменилось, — область культуры, ценностей и этики. Как [я уже отметила](#), сейчас финансовый сектор все еще ставит прибыль выше ориентированной на перспективу осмотрительности, сиюминутные интересы выше устойчивости. Вспомним многочисленные финансовые скандалы после

**Lehman.** Этика важна не только сама по себе, но и потому, что нарушения этики имеют явные экономические последствия. Надлежащее регулирование и надзор могут многое, но они не всемогущи. Они должны сопровождаться реформами *внутри* финансовых организаций.

В этой связи важнейшим компонентом реформы должно стать увеличение числа женщин-лидеров в сфере финансов. Во-первых, большее многообразие всегда делает мышление более острым, уменьшает потенциал для группового мышления. Во-вторых, это многообразие также ведет к большей осмотрительности, принятию меньшего числа безрассудных решений, которые и спровоцировали тот кризис. Наши собственные исследования подтверждают это — более высокая доля женщин в правлениях банков и органов финансового надзора связана с большей стабильностью. Как я уже неоднократно отмечала, если бы фирма называлась **Lehman Sisters**, а не **Lehman Brothers**, то мир сегодня, возможно, выглядел бы совсем иначе.

Итак, какова ситуация спустя десятилетие после краха **Lehman Brothers**? Главный вывод состоит в том, что мы проделали большой путь, но этого недостаточно. Система более надежна, но недостаточно надежна. Рост повысился, но не все пользуются его плодами.

Ситуация осложняется сдвигами в политэкономическом ландшафте, приверженность международному сотрудничеству ослабевает — парадоксально, тому самому сотрудничеству, которое не позволило кризису превратиться в Великую депрессию. Отмечу роль, которую сыграли Группа 20-ти, Совет по финансовой стабильности, МВФ и другие, которые так успешно работали совместно в течение последнего десятилетия. Более того, важность международного сотрудничества в решении проблем XXI века является одним из непреходящих уроков, извлеченных в результате кризиса.

Сейчас мы наблюдаем новые, посткризисные линии разлома— от возможного ослабления норм финансового регулирования до последствий чрезмерного неравенства, протекционизма и политики замкнутости, а также увеличивающихся глобальных дисбалансов. То, как мы будем решать эти проблемы, определит, усвоили ли мы полностью уроки краха **Lehman**. В этом плане настоящие последствия кризиса еще не могут быть оценены в достаточной мере, поскольку они все еще разворачиваются.

\*\*\*\*\*



**Кристин Лагард** — директор-распорядитель Международного Валютного Фонда. По истечении первого пятилетнего срока она была назначена на второй срок в июле 2016 года. Г-жа Лагард — гражданка Франции, в прошлом министр финансов Франции с июня 2007 года по июль 2011 года, она также занимала должность государственного министра внешней торговли Франции в течение двух лет.

Г-жа Лагард также имела продолжительную и примечательную карьеру юриста по антимонопольным и трудовым вопросам и

была партнером в международной юридической фирме **Baker & McKenzie**, где в октябре 1999 года была избрана председателем. Она занимала высшую должность в этой фирме до июня 2005 года, когда была назначена на свою первую должность министра во Франции. Г-жа Лагард имеет ученые степени из Института политических наук и юридического факультета в Университете Париж X, где она также читала лекции до перехода на работу в **Baker & McKenzie** в 1981 году.