Борис Гинзбург,
руководитель департамента по работе с долговыми инструментами, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Борис Гинзбург: «Российские компании должны занимать в рублях»

«УРАЛСИБ КЭПИТАЛ» ОКАЗАЛСЯ ОДНИМ ИЗ НЕМНОГИХ РОССИЙСКИХ ЧАСТНЫХ БАНКОВ, КОМУ УДАЛОСЬ В ПРОШЛОМ ГОДУ СОХРАНИТЬ КОСТЯК СВОЕЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ КОМАНДЫ И ОСТАТЬСЯ В ЧИСЛЕ НАИБОЛЕЕ АКТИВНЫХ ИГРОКОВ НА РЫНКЕ ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИХ УСЛУГ. В ИНТЕРВЬЮ ЖУРНАЛУ CBONDS REVIEW РУКОВОДИТЕЛЬ ДЕПАРТАМЕНТА ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ «УРАЛСИБ КЭПИТАЛ» БОРИС ГИНЗБУРГ ПОДВЕЛ ИТОГИ КРИЗИСНОГО ГОДА И ПОДЕЛИЛСЯ МЫСЛЯМИ О ТОМ, КАКОВЫ БЛИЖАЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА.

Летом прошлого года вы собирали представителей инвестсообщества на конференцию «Облигационный рынок России — Перезагрузка 2009», чтобы обсудить перспективы восстановления рынка. Как, по-вашему, перезагрузка произошла?

Какая-то перезагрузка, безусловно, произошла. Два основных изменения, которые мы получили после кризиса: основные объемы размещения сместились на локальный долговой рынок и изменилось отношение инвесторов к структуре выпуска. Если раньше занять большую сумму денег компания могла только на рынке евробондов, то теперь российские корпоративные заемщики привлекают очень большие объемы средств на локальном рынке. Сейчас размещения объемом $500 млн или $1 млрд в рублевом эквиваленте не являются чем-то экстраординарным. Это возможно.

С другой стороны, если посмотреть на то, какие выпуски инвесторы предпочитают, то очевидно, что определенные выводы после кризиса были сделаны. В настоящее время практически все выпуски размещаются на основные операционные компании, а не на SPV, как это было принято до кризиса. Это неудивительно. Если посмотреть статистику дефолтов, то становится понятно, что случаи неисполнения обязательств были допущены теми компаниями, чьи выпуски облигаций имели слабую структуру. Экономических дефолтов, где заемщик не смог по чисто экономическим причинам расплатиться с кредиторами, в общем объеме не так уж много.

Думаете, если бы, скажем, группа «АЛПИ» выпустила облигации не на SPV, а на операционную компанию, это помогло бы ей избежать дефолта?

Вполне возможно, что и помогло бы. Не факт, что у «АЛПИ» не хватило собственных денег, чтобы расплатиться с инвесторами. Далеко не по всем дефолтным выпускам отсутствует именно возможность платить. Часто у заемщика просто не наличествует желание расплачиваться. Таких прецедентов было много. Из-за запутанной структуры выпуска инвесторы зачастую не были осведомлены о действительном положении дел в компании, а эмитенты могли долгое время скрывать информацию о реальном состоянии бизнеса. После того как проходило размещение, у многих компаний, выпустивших облигации через сложную структуру и оказавшихся в непростой экономической ситуации, возникало искушение воспользоваться этой неразберихой и — просто не исполнить свои обязательства. Сейчас, для того чтобы избежать этого, инвесторы предпочитают выпуски, размещаемые только на операционную компанию, которые сопровождаются прямой, понятной отчетностью.

РЕСТРУКТУРИРОВАТЬ НЕЛЬЗЯ БАНКРОТИТЬ...

Какую позицию вы занимаете в судах по дефолтным эмитентам?

У нас не оказалось на позиции большого количества дефолтных бумаг, поэтому сейчас у компании идет не так много судов. В первую очередь, это иски, связанные

с неисполнением обязательств по облигациям компаний «ССК» и «Заводы Гросс». Наша позиция заключается в следующем: если мы видим, что компания не стремится урегулировать ситуацию с держателями бондов, проявляет признаки именно нежелания, а не невозможности платить, то мы обращаемся к помощи судебной системы.

Опыт показал (и это тоже является определенным уроком кризиса), что попытки судебного преследования компаний, выпускавших облигации по российскому праву, как правило, оказываются более успешными, приводящими к прямому результату, чем случаи разбирательств по английскому праву в рамках выпуска эмитентами CLN или LPN. Все наши дела, связанные с дефолтами и рассматриваемые в рамках российской судебной системы, сейчас находятся в стадии производства, при этом нет никаких оснований полагать, что мы не получим устраивающее нас решение. Безусловно, есть более сложные случаи, например, с компанией «Заводы Гросс», где, на наш взгляд, имеет место случай мошенничества. В судах, которые связаны с дефолтами по CLN или LPN, как правило, очень сложно пробиться через третьего посредника — трасти. Наличие этого института практически во всех выпусках оказывается очень сильным препятствующим фактором.

Это значит, что готовящийся законопроект об общем собрании облигационеров по сути только усложнит ситуацию?

Введение института общего собрания облигационеров, безусловно, является шагом в правильном направлении. Однако и в этом вопросе есть свои тонкости. Дело в том, что введение общего собрания облигационеров подразумевает и введение института представителей держателей облигаций — трасти. Как я уже отмечал, сейчас у каждого держателя облигаций есть возможность самостоятельно обращаться в суд, и это оказывается очень действенно. Безусловно, российская судебная система далека от идеала: московский арбитраж перегружен, а качество судебных решений в регионах не самое высокое, но определенный результат есть. В тех юрисдикциях, где существует институт трасти, как правило, его действия сильно зарегулированы и сопровождаются длительными консультациями с юристами, требующими серьезных материальных и главное — временных затрат. К трасти сейчас очень много нареканий практически на всех рынках. По идее это должен быть наделенный полномочиями и доверием представитель инвесторов. Если же трасти — всего-навсего посредник, который опасается за любой свой шаг и не готов защищать интересы держателей, то данный институт противоречит самому значению слова «трасти» — ему нельзя доверять.

> «Опыт показал, что попытки судебного преследования компаний, выпускавших облигации по российскому праву, оказываются более успешными, чем случаи разбирательств по английскому праву в рамках выпуска эмитентами CLN или LPN»

Вместе с тем, есть и обратные примеры экономический неэффективности существующей системы прямого обращения в суд. К примеру, даже если компания намерена добросовестно провести реструктуризацию, то все равно находятся держатели, которые оказываются в меньшинстве и обращаются в суд, пытаясь получить свои средства раньше, чем основная часть владельцев бумаг. Наличие общего собрания держателей, которое при наличие некоего большинства голосов (как правило, 75%) принимает решение, обязательное для всех, снимает эту проблему.

> «Многие реструктуризации, которые были начаты в процессе кризиса, не имеют права на существование»

Как будет работать новая система с общим собранием облигационеров и аналогом трасти, нам еще предстоит понять. Я бы сказал, что по своей сути это верная идея, но ее реализация на западных рынках не подразумевает наличие недобросовестных игроков — как эмитентов, так и инвестров, — что приводит к проблемам даже на относительно сложившихся рынках. Поэтому эффективность нового закона будет сильно зависеть от реализации механизма разрешения спорных моментов между эмитентами и инвесторами.

Несмотря на все плюсы российской судебной системы, recovery ratio по российским бондам крайне низкое...

Да, это действительно так. Как правило, те компании, которые решили не платить, либо полные экономические банкроты и их экономическое value близко к нулю, либо занимаются мошенничеством и выводом активов. Понятно, что recovery ratio, которое получают инвесторы после завершения всех разбирательств, очень низкое. Но тот факт, что вы можете обратиться в суд и получить судебное решение, является положительным моментом, который российская судебная система продемонстрировала. Можно ее регулировать, улучшать ее работу, главное, что эта система существует, в отличие от других рынков, где, как показал кризис, она отсутствовала в принципе.

В прошлом году вы в качестве агента провели всего одну сделку по реструктуризации облигационного долга — для компании «Никосхим». Почему? Этот бизнес вам неинтересен?

Мы всегда придерживались мнения, что реструктуризация должна предлагаться только тем компаниям, которые экономически состоятельны и при этом являются

добросовестными заемщиками. На российском долговом рынке было очень много эмитентов, чей бизнес после кризиса стал экономически нерентабельным. Предлагать им реструктуризацию — это просто-напросто откладывать неизбежное. Выступая в таких случаях агентами по реструктуризации, мы фактически уговариваем инвесторов подписаться на условия должника и отказаться от возможности в судебном порядке добиваться реализации своих прав. В этом отношении многие реструктуризации, которые были начаты в процессе кризиса, не имеют права на существование. Данные компании являются экономическими банкротами, и реструктурировать их долг бессмысленно. С другой стороны, большое количество дефолтов связано не с невозможностью, а с нежеланием платить. Предлагать реструктуризацию эмитенту, перешедшему некую грань добропорядочного поведения на рынке, на мой взгляд, невозможно.

В результате, мы выделили лишь относительно небольшое количество эмитентов, которым были готовы предложить услуги по реорганизации. «Никосхим» был в их числе, и мы очень довольны тем, как прошла данная сделка.

Как, на ваш взгляд, должна решаться эта проблема в случае с АвтоВАЗом?

Производственная модель, которая существовала на АвтоВАЗе до сих пор, является пережитком прошлого. Кризис со всей очевидностью это продемонстрировал. Высокий уровень концентрации, когда компания производила до 70% стоимости всей автомашины в одном комплексе, не является нормой для современных автомобильных концернов. Большинство узлов и автокомпонентов в мире изготавливается смежными производителями. Естественно, в таких условиях АвтоВАЗ не мог экономически рентабельно инвестировать в производство новых автомобилей. Инвестиции оказывались настолько громоздкими, гигантскими, что цикл смены поколений автомобилей занимал длительное время и являлся очень затратным. С другой стороны, было очевидно, что качество корпоративного управления на предприятии также оставляло желать лучшего. Руководство компании долгое время существовало в экономическом зазеркалье и могло не обращать внимания на реальные проблемы благодаря наличию исторического спроса. Сейчас произошло пробуждение, и компания пытается изо всех сил приспособиться к новой экономической реальности, параллельно пытаясь убедить государство поддержать ее в этом процессе. Надо отметить, что Россия не единственная страна, в которой кризис поставил такие вопросы. Но кризис в российской автомобильной промышленности, безусловно, один из самых глубоких. Проблема АвтоВАЗа требует принятия смелых и жестких решений, большинство из которых находится скорее в сфере политики, нежели в компетенции менеджмента компании.

> «Решение проблемы АвтоВАЗа требует принятия смелых и жестких решений, большинство из которых находится скорее в сфере политики»

ДЕМПИНГ-СИНДРОМ

Сейчас на рынке организации облигационных займов идет нешуточная битва за мандаты, и преимущество по-прежнему на стороне госбанков. Удастся ли частным банкам каким-то образом изменить расклад в 2010 году?

В первой половине года госбанки, которые выступали основными проводниками ликвидности для большинства компаний, грамотно использовали эту возможность для того, чтобы получить мандаты, являвшиеся обязательным условием предоставления кредитов компаниям. Если вы посмотрите на список размещений, проходивших в прошлом году, то увидите, что большую часть из них организовывали госбанки, в первую очередь — ВТБ и Газпромбанк. Во второй половине года ситуация поменялась, к госбанкам присоединились другие организаторы из числа частных финансовых институтов. Сейчас эти игроки действительно бьются за мандаты. То, что происходит на данном этапе, меня радует. Как только начинаются рыночные размещения, сразу же появляются возможности продемонстрировать, кто является лучшей командой продавцов на рынке. Дело не только в том, кто сколько выпусков разместил, важно еще и как разместил. Неслучайно многие эмитенты, которые размещались в прошлом году, не вполне довольны качеством работы, проведенной организаторами. Это дает нам возможность участвовать в конкурсах на получение мандатов и выигрывать их.

Комиссии за организацию выпусков сильно снизились?

Снижение произошло и оказалось довольно существенным. К сожалению, сейчас многие инвестбанки идут на сильный демпинг за счет того, что имеют возможность очень хорошо заработать уже после выхода выпуска на вторичный рынок. Так, очень модными стали размещения по схеме бук-билдинга. По нашему опыту, часто они оказываются невыгодными для эмитентов.

Вы им об этом говорите?

Мы пытаемся объяснять эмитентам, что бук-билдинг — очень правильная схема размещения в период слабого, неопределенного рынка, но не самый лучший формат для растущего рынка. То, как торгуются на рынке выпуски, размещенные с помощью бук-билдинга, показывает, что книга во многих случаях оказывается сильно недооценена. С точки зрения эмитентов, достаточно неразумно торговаться за десятые доли процента по комиссии за размещение с тем, чтобы потом оказываться размещенными на целые проценты «мимо рынка».

В наших мандатах мы стараемся прописывать возможность размещения как по схеме бук-билдинга, так и по конкурсу, и использовать их в зависимости от конъюнктуры рынка.

Как вы относитесь к ситуации, сложившейся на рынке организации субфедеральных и муниципальных займов, когда банки берутся за сделку, соглашаясь работать фактически бесплатно?

Исторически мы не самые активные игроки на субфедеральных облигациях. Может быть, данную ситуацию придется исправлять, потому что это хороший рынок. Но, к сожалению, иногда ценообразование на нем не вполне прозрачно для нас. Система обязательных конкурсов по выбору организатора является очень громоздкой и при этом не защищает, а наоборот, создает массу возможностей для оказания преференций тому или иному участнику. Есть масса параметров, которые должны влиять на выбор организатора, кроме собственно цены предоставления услуги. Эти параметры нельзя зачастую очень четко описать. По большому счету, это профессионализм команды, которая будет проводить размещение.

Текущая практика зачастую приводит к тому, что заемщик теряет несколько процентов при размещении, выпуск оказывается mispriced на ощутимые цифры.

РОССИИ ВЫГОДНО ЗАНИМАТЬ В РУБЛЯХ...

У иностранцев сегодня интерес к российскому риску есть?

Иностранные инвесторы до последнего времени попросту игнорировали российский локальный рынок и были сосредоточены на рынке евробондов. С середины осени 2009 года интерес к рублевым инструментам начал возвращаться. Это, безусловно, было связано с наличием качественных эмитентов, выходивших на рынок с новыми выпусками, но в первую очередь с сильным укреплением рубля. Сейчас мы видим глобальный тренд по ослаблению доллара и укреплению локальных валют, и российский рубль вписывается в этот тренд. При этом интерес инвесторов к российским локальным бондам

> «Сейчас многие инвестбанки идут на сильный демпинг за счет того, что имеют возможность очень хорошо заработать уже после выхода выпуска на вторичный рынок»

намного слабее, чем, скажем, к долгам латиноамериканских стран на их внутренних рынках. Это связано и с тем, что функционирование российского внутреннего рынка намного сильнее отличается от привычного нерезидентам рынка еврооблигаций, чем структура внутренних рынков Бразилии или Мексики. Кроме того, негативным фактором явилось то, что степень волатильности, глубина и резкость падения российского рынка в период кризиса в разы превышала волатильность других рынков развивающихся стран.

Но первые ласточки появляются. Мы видим определенный спрос в госбумагах, есть интерес, хоть и небольшой, со стороны иностранцев и к корпоративным выпускам.

В 2010 году Минфин планирует выпустить долговые ценные бумаги на сумму до 869.3 млрд руб. Как вы относитесь к таким обширным планам государства по заимствованиям? Как рынок воспримет это?

Я являюсь сторонником того, что с точки зрения долгосрочного, фундаментального равновесия рынка это пойдет ему на пользу. Российские компании должны занимать в рублях. Исключение составляют компании, которые являются экспортерами. Они могут занимать на внешних рынках, потому что их выручка выражена в иностранной валюте. Все остальные компании должны привлекать заемные средства в России, чтобы минимизировать валютный риск. Это означает, что в принципе основной фокус российского долгового рынка сместится на внутренний сегмент. Да, сейчас такой момент, когда благодаря действиям ЦБ у российских инвесторов имеется избыток ликвидности. Он не уходит в виде кредитов в реальную экономику, а выплескивается на финансовые рынки. Но такая ситуация не вечна. Это означает, что нам необходимо участие иностранных инвесторов во внутреннем долговом рынке.

Если мы посмотрим на рынок акций, то увидим, что существенная его доля поддерживается за счет иностранных участников. На долговом рынке доля нерезидентов существенно меньше. Это означает, что в долгосрочном тренде мы должны привлечь на него больше иностранцев, причем конечных иностранных инвесторов, чтобы придать ему фундаментальную устойчивость. Ясно, что ресурсов российских инвесторов не хватит для того, чтобы удовлетворять потребности российских корпораций в заемном финансировании. Но нужно понимать, что иностранным инвесторам очень нужен ликвидный, транспарентный рынок госбумаг. В противном случае у них отсутствует бенчмарк. Кривая ОФЗ у нас по сути бенчмарком не является. Она основывается на не вполне рыночных принципах. Измениться ситуация может только в том случае, если государству потребуется размещать большие объемы ОФЗ, эти размещения не смогут проходить ни на каких других принципах, кроме рыночных. Это выведет кривую на рыночные уровни. Вот почему я полагаю, что выход государства на внутренний рынок заимствований с разумными объемами в долгосрочной перспективе является для него благом.

Не нужно забывать и о том, что властям нужно финансировать дефицит бюджета. С этой точки зрения для государства гораздо безопаснее создать ликвидный, надежный и прозрачный рынок внутренних заимствований, чем прибегать к внешним займам, потому что в последнем случае вы всегда зависите от валютных колебаний.

ЗОНА ТУРБУЛЕНТНОСТИ

Год назад в интервью нашему журналу вы сказали о том, что на рынке очень много свободных мощностей в инвестбанкинге. Кризис со всей очевидностью это продемонстрировал. Многие частные банки, в которых до кризиса были довольно сильные инвестиционные команды, сегодня оказались не у дел. Может ли поменяться ситуация в этом году, или такая «зачистка» пошла на пользу рынку?

Рынок очень динамичен, он постоянно меняется. Я условно поделил бы его сейчас на несколько сегментов: госбанки, иностранные банки (Райффайзенбанк, Ситибанк), чистые инвестбанки («Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал»). Но когда мы оглядываемся по сторонам и ищем своих прямых конкурентов среди крупных коммерческих банков со сложившимися инвестиционными подразделениями, то понимаем, что их осталось очень мало. Такое

положение дел — не влияние какого-то одного фактора, а сочетание нескольких причин. Кризис очень сильно обострил способность инвестбанковских команд выживать в условиях сильной рыночной турбулентности. Все банки избрали разную стратегию, чтобы пережить смутное время. У кого-то она сработала, у кого-то — нет. В результате, рынок очень сильно поменялся после кризиса. Но я не думаю, что это его конечное состояние. Сегодня некоторые команды делают очень энергичные попытки для того, чтобы поменять свое место в табели о рангах.

Так получилось, что из-за кризиса на рынке оказалось очень много «оптимизированных» специалистов. Вы не воспользовались этой ситуацией, чтобы обновить собственную команду?

> «Выпуски, размещенные с помощью бук-билдинга, показывают, что книга во многих случаях оказывается сильно недооценена»

Осенью прошлого года мы провели разовое сокращение сотрудников: в разных подразделениях инвестбанка было сокращено 20–25% персонала. При этом все ключевые люди в команде остались.

Да, действительно, на рынке оказалось несколько команд, которые были уволены в полном составе, что говорит не об их качестве, а о ситуации в конкретных банках. Но по большому счету, рынок находится в той же ситуации, в которой находился и до кризиса: количество качественных специалистов ограничено. В то же время серьезно снизились зарплатные ожидания, и ценообразование на рынке труда сегодня гораздо более обосновано экономически. Мне кажется, что та эйфория, которая царит на рынке в последнее время, отражается и на политике найма. Количество собеседований увеличилось, выросло число соискателей за границей. Мы предпочитаем осторожно оценивать будущее, в том числе и в том, что касается расширения команды. Идем на это только в том случае, если четко понимаем цели и экономический эффект, который можем получить.

Изменения в бонусной политике после кризиса произошли?

Мы вернулись к выплате бонусов. Они гораздо более дифференцированы, чем до кризиса. Стараемся выделять тех сотрудников, которые показали лучший результат.

НОВЫЙ РАЗВОРОТ

Весь прошлый кризисный год участники рынка активно обсуждали проблему реформирования российской банковской системы. Помимо необходимости капитализации, в качестве одного из рецептов традиционно называется консолидация. Является ли она, по вашему мнению, панацеей для отрасли?

Процесс консолидации в банковской отрасли нельзя считать автоматическим. Ведь вы покупаете банк в некоем регионе, чтобы получить долю рынка. Но это возможно далеко не всегда, потому что иногда у банка по большому счету нет доли рынка, у него есть некоторые клиенты, которые привыкли работать с ним в конкретных экономических условиях. В российской банковской системе существует большое количество мелких игроков, которые не выдержат конкуренции, окажутся ненужными и попросту исчезнут. Их и покупать-то не надо. Неслучайно за последний год мы видели единицы сделок по слиянию и поглощению в банковской отрасли. А многие из тех сделок, которые были связаны с покупкой банков в рамках санации, сейчас сворачиваются, так как новые собственники приходят к выводу, что делать с этими активами нечего. Поэтому я без оптимизма отношусь к возможности массовых слияний и поглощений в российской банковской отрасли. Наша банковская система очень раздроблена, и это ее давняя особенность. Многие российские банки могут выжить только в нынешней форме, покупка более крупной финансовой организацией сделает их существование бессмысленным.

Если говорить про слияния и поглощения в инвестбанковской отрасли, то это и вовсе процесс очень тонкий. К сожалению, в большинстве случаев подобные попытки оказывались неудачными. Примеров много. Возьмите Salomon Brothers — когда-то один из основных западных инвестиционных домов на рынке облигаций, который, собственно, изобрел рынок муниципальных бондов. После многочисленных серий слияний и поглощений банк растворился, он вовсе не является теперь тем уникальным игроком со своей культурой, традициями. Его способность производить денежные результаты ушла вместе с его именем.

Barings, который был одним из самых крупных премьер-домов, став частью страховой группы ING, потерял свою уникальность, позиции, превратился в обычного игрока на рынке с другим аппетитом к риску. Таких примеров достаточно много.

Похожая ситуация и в России. Компании, занимавшие сильные позиции на рынке, после слияния с крупными западными домами утрачивали свою уникальную культуру, а вместе с ней и рыночные позиции.

Одной из самых громких сделок M&A на банковском рынке в прошлом году стало слияние МДМ-Банка и УРСА Банка…

Сложно анализировать эту сделку на данном этапе, потому что не вполне понятно на сегодняшний день, какие долгосрочные последствия она может иметь.

> «Кризис очень сильно обострил способность инвестбанковских команд выживать в условиях сильной рыночной турбулентности»

Один из выводов, который можно сделать уже сейчас, сводится к тому, что, по крайней мере, на рынке инвестбанковских услуг МДМ-Банк перестал быть тем игроком, которым являлся до слияния с УРСА Банком. Мне кажется, что частично это связано с прошедшей сделкой.

Насколько эффективным, на ваш взгляд, оказалось в кризис участие государства в сделках по «спасению» тонущих российских банков?

По сравнению с тем влиянием, которое оказывается государством на банковскую систему в западных странах, российские власти выступили весьма осторожно. К примеру, в Великобритании после кризиса крупнейшие банки фактически оказались под контролем Казначейства ее Величества. То же самое мы наблюдали в Соединенных Штатах, где финансовые институты получили практически принудительно государственную помощь, а соответственно, власти стали вмешиваться в их деятельность. Даже в Швейцарии, бастионе банковского бизнеса, UBS бы фактически не выжил без вмешательства государства.

То, что было сделано российскими финансовыми властями, являлось реакцией на кризис, но, по-моему, весьма сдержанной реакцией. Более того, на данном этапе банкиры ожидают активного вмешательства государства в решение проблем, накопившихся в банковской отрасли. Поэтому то, что государство посредством госбанков оказывало какую-то точечную поддержку банкам и реальному сектору, стало неизбежной реакцией на кризис, финансовый и экономический. Да, у правительства была альтернатива попытаться обойтись без банковской системы, а прибегнуть к прямому распределению денежных средств, пойти по пути госплана, когда само государство определяет, кому и сколько выделять денежных средств. Благо российские финансовые власти отказались от этой идеи, понимая, что в современной экономике банковская отрасль играет роль кровеносной системы. Она распределяет ресурсы более эффективно, потому что сейчас уже невозможно контролировать централизованно то количество экономических участников, которое существует на рынке. Был сделан выбор в пользу поддержки финансовой системы посредством крупных денежных вливаний в конкретные банки. На мой взгляд, это было сделано весьма аккуратно, на более или менее рыночных принципах.

Претензия у банков только одна: дайте больше денег...

На самом деле, денег в системе сейчас более чем достаточно.

Очевидно, что российские власти пытаются все активнее использовать кризис для того, чтобы перейти к регулированию экономики посредством изменения ставки, а не с помощью управления курсом национальной валюты к доллару или другим мировым валютам, как сложилось исторически. Были массовые случаи, когда при выделении госпомощи конкретным субъектам эти средства направлялись ими на валютные рынки с целью сыграть на курсах валют. Это наша национальная особенность, которая не свойственна ни одной другой крупной экономике. И российские граждане частенько переходят из одной крупной валюты в другую. Мы знаем об этом как из экономической статистики, так и из бесконечных разговоров на кухне с друзьями на тему: в чем хранить сбережения — в рублях, долларах или евро? Что опять-таки отсутствует в большинстве стран: там при движении курса на два процента вверх или вниз население не начинает в массовом порядке заниматься валютными спекуляциями. Подобные случаи анекдотичны, все мы о них знаем. Но то же самое происходит в России и в масштабах не только отдельно взятых компаний, но и отраслей, то есть в масштабах национальной экономики. Это является ее бедой.

> **«По сравнению с тем влиянием, которое оказывается государством на банковскую систему в западных странах, российские власти выступили весьма осторожно»**

Не курс национальной валюты, а регулирование ставки, то есть изменение стоимости денег, должно управлять экономикой. Так получилось, что во время кризиса сложились обстоятельства, которые позволили осуществить такой переход. Российские финансовые власти последовательно идут к этой цели.

Каковы перспективы многообещающего рынка облигаций и что может угрожать ему в 2010 году?

Перспективы для рынка облигаций мы видим в продолжении восстановления рынка первичных размещений, имеющего возможность привлекать средства как за счет качества эмитентов, так и за счет спектра размещаемых инструментов. Мы надеемся, что по мере того как курс рубля будет становиться более предсказуемым, начнет расти спрос на рублевые активы со стороны долгосрочных иностранных инвесторов. Кроме того, надеемся, что принятие новых нормативных актов сделает рынок более прозрачным и лучше подготовит его к системным кризисам, подобным прошлому.

Наиболее вероятной угрозой для рынка, на мой взгляд, может стать его быстрый перегрев. Сейчас у участников есть ощущение эйфории: им кажется, что проблемы остались позади и следующего кризиса можно ждать не ранее чем через пять лет. В условиях имеющегося большого объема ликвидности это легко может привести к чересчур резкому отрыву от фундаментальных уровней и к неминуемой глубокой коррекции. Мы считаем, что определен и преодолен лишь узкий круг проблем, которые вызвали коллапс финансовых рынков. Но их причины, связанные с существующей экономической системой, сохраняются и представляют серьезную угрозу для рынков в будущем.