**Надежды на начало устойчивого восстановления мировой экономики весной не оправдались. Долги домохозяйств, корпораций, муниципалитетов и государств не позволяют запустить процесс роста. Рынки США лихорадит без очередной порции наркотика в виде свежеотпечатанных долларов, в то время как Европа рискует впасть в экономическую анорексию, если слишком сильно затянет пояс бюджетных ограничений.**
**О проблемах восстановления и риске новой волны кризиса Cbonds Review побеседовал с аналитиком по макроэкономической стратегии на глобальных рынках «ВТБ Капитала» Нилом МакКинноном.**

# «Дефолт в еврозоне НЕИЗБЕЖЕН»

**– Что вы думаете о недавних комментариях представителей ФРС об устойчивом восстановлении американской экономики? Их заявления расходятся с последними статистическими данными по количеству новых рабочих мест в частном секторе, ситуации в промышленности и объемах нового жилищного строительства.**

– Дело в том, что на протяжении последних двенадцати месяцев экономика действительно демонстрировала тенденцию к восстановлению, что, в общем-то, неудивительно при нулевых ставках и масштабных денежных вливаниях. Однако нынешняя рецессия (которую с учетом греческого долгового кризиса вполне можно назвать депрессией) оказалась очень сложной. Вызванная перекосами балансов банковской системы, эта рецессия не имеет аналогов в истории США. Я имею в виду послевоенную историю. Все рецессии этого периода оказывались достаточно мягкими — падение не превышало 2% ВВП — и непродолжительными. В среднем такая рецессия длилась около восьми месяцев, после чего ФРС снижала процентные ставки, создавая тем самым условия для роста. При этом восстановление, как правило, было достаточно мощным: в первый год рост составлял в среднем 5%, а иногда и больше — до 7%. Но последняя рецессия слишком сильно отличается от всех предыдущих — сначала лопнул кредитный пузырь, затем обрушился рынок жилья, а за этим последовал и кризис банковской системы. Особый характер рецессии наложил свой отпечаток и на восстановление, говоря о котором, мы должны учитывать цикл пополнения запасов предприятий. Уровень запасов существенно снизился в острую фазу кризиса, и их пополнение, продолжавшееся всю вторую половину прошлого года, не могло не повлиять на статистические показатели роста экономики. Кроме того, в это время активно использовались фискальные методы стимулирования экономики, пик действия которых пришелся на второй квартал; поэтому в этом квартале их стимулирующее действие закончится. Таким образом, если отбросить в сторону эффект восстановления запасов, то рост экономики составляет менее 2% в годовом выражении. С исторической точки зрения это достаточно слабый показатель, но дру-

**Нил МакКиннон,**
аналитик по макроэкономической стратегии на глобальных рынках, «ВТБ Капитал»

гого в нынешних условиях не стоило и ожидать.

Американский потребитель, активно нарашивавший долги в 2000–2006 гг., на которые пришлась основная масса subprime-ипотеки, сейчас пытается эти долги отдать. Имеющиеся данные показывают, что за последние 12 месяцев американские домохозяйства выплатили порядка $315 млрд. Однако конца кризиса все еще не видно, и это заставляет американцев увеличивать сбережения, сокращать расходы и погашать долги. Интересно, что за первый квартал 2010 года расходы домохозяйств выросли на 3% в годовом выражении. Остальные составляющие ВВП, такие как инвестиции, чистый экспорт, государственные расходы, не росли. На первый взгляд, отсутствие роста государственных расходов кажется странным, однако не стоит забывать, что они включают в себя и расходы правительств штатов, которым также необходимо балансировать свои бюджеты. Потребительские расходы, составляющие 70% ВВП, выросли всего на 3% в годовом выражении. Это очень немного. Но даже такой рост нельзя считать гарантированным, учитывая, что американцы стали больше откладывать «на черный день». Все это говорит о том, что в настоящее время американская экономика находится на распутье.

Прошлый год стал периодом V-образного восстановления производства, о чем свидетельствовали исследования Федеральных резервных банков Филадельфии, Нью-Йорка, Чикаго. Производство вновь начало активно расти, уверенная положительная динамика наблюдалась и в сфере международной торговли.

Следует отметить и еще одну важную особенность нынешнего восстановления. Дело в том, что на протяжении не одного десятка лет ключевым фактором роста мировой экономики выступало потребление в США, на которое приходится 70% американского и 20% мирового ВВП. Однако на этот раз, впервые в истории, восстановление мировой экономики зависит от Китая. В прошлом году Китай предпринял масштабные усилия по стимулированию экономики, запустил колоссальную программу кредитования, что позволило добиться впечатляющих результатов. Рост китайской экономики в первом квартале 2010 года составил 11–12% в годовом выражении. Даже с учетом мер, направленных на сдерживание чрезмерного роста кредитования, темпы роста китайской экономики вряд ли опустятся ниже 9.5%. Таким образом, Китай в гораздо меньшей степени оказался затронут кризисом, чем большинство других стран. И это очень важно для мировой экономики, так как другие страны сильно зависят от Китая. Он является крупнейшим импортером сырьевых товаров, и спрос на них со стороны Китая является причиной роста сырьевых цен.

Подводя итог, мы можем сказать, что результатом V-образного восстановления и различных мер фискального стимулирования (налоговые льготы при покупке жилья, меры по стимулированию спроса и продаж) стало заметное восстановление потребительского спроса. Но как только стимулы перестанут действовать, потребление упадет. Меры фискального стимулирования во втором квартале достигли своего пика, а восстановление запасов быстро сходит на нет. Об этом, в частности, свидетельствует индекс ФРБ Нью-Йорка, согласно которому показатель складских запасов не растет уже второй месяц подряд.

> «ВМЕСТО V-ОБРАЗНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ МЫ ВПОЛНЕ МОЖЕМ ПОЛУЧИТЬ ВОССТАНОВЛЕНИЕ В ФОРМЕ «КВАДРАТНОГО КОРНЯ», КОГДА ЗА ПЕРВИЧНЫМ ОТСКОКОМ СЛЕДУЕТ ПЛАТО. НО, К СОЖАЛЕНИЮ, «КВАДРАТНЫЙ КОРЕНЬ» МОЖЕТ ОБЕРНУТЬСЯ W-ОБРАЗНОЙ ДИНАМИКОЙ, И ТОГДА МЫ ПОЛУЧИМ ВТОРУЮ ВОЛНУ РЕЦЕССИИ»

Таким образом, если вы придерживаетесь оптимистичного взгляда на перспективы экономики, то вы, пожалуй, расцените текущее положение вещей как временную заминку в восстановлении. В этом случае вместо V-образного восстановления мы вполне можем получить восстановление в форме «квадратного корня», когда за первичным отскоком следует плато. Но, к сожалению, «квадратный корень» может обернуться W-образной динамикой, и тогда мы получим вторую волну рецессии. Нет никаких сомнений в том, что восстановление замедляется. Моя оценка роста экономики США на второй квартал составляет около 3%. Может быть, это не так уж и плохо. Однако в третьем и четвертом кварталах он может составить уже 1.5–2%.

**– Может ли быть хуже?**

– Такая возможность существует, и она связана с потенциальным влиянием долгового кризиса в Европе. Я уверен, что Федеральный резерв не будет повышать ставку и, возможно, прибегнет к новому раунду фискального стимулирования. Использование этих мер будет зависеть от состояния рынка жилья и уровня безработицы. К сожалению, ситуация на рынке труда и недвижимости оставляет желать лучшего. Количество выданных разрешений на строительство вновь снизилось, а значит, не стоит ждать роста обьемов строительства новых домов. Конечно, окончание программы налогового стимулирования при покупке жилья повлияло на эти цифры. Но куда бы вы ни посмотрели (цены на недвижимость, разрешения на строительство), в лучшем случае можно сказать, что рынок недвижимости стабилизируется на более низком уровне. Но он вновь может начать падать. К этому можно добавить сокращение объемов банковского кредитования и предложения денег.

Несмотря на ликвидность, которую ФРС «закачала» в банки, деньги не поступают в реальную экономику, потому что нет спроса на кредит. Люди отдают долги, корпорации не осуществляют новых инвестиций. Если вы обратите внимание на предложение денег, скорость их обращения и текущую ситуацию на рынке казначейских облигаций с его рекордно низким уровнем доходности, вы увидите, что финансовая система буквально напичкана деньгами. У банков есть деньги, и вы можете

> МОЯ ОЦЕНКА РОСТА ЭКОНОМИКИ США НА ВТОРОЙ КВАРТАЛ СОСТАВЛЯЕТ ОКОЛО 3%. МОЖЕТ БЫТЬ, ЭТО НЕ ТАК УЖ И ПЛОХО. ОДНАКО В ТРЕТЬЕМ И ЧЕТВЕРТОМ КВАРТАЛАХ РОСТ МОЖЕТ СОСТАВИТЬ УЖЕ 1.5–2%

занять почти под нулевой процент. Именно это было причиной ралли на фондовом рынке в марте-феврале текущего года. Банковские деньги ушли на фондовый рынок, а не в реальный сектор. Эта ликвидность стабилизировала денежный рынок и ставку LIBOR. Спреды LIBOR/OIS и близко не подошли к уровням, на которых они оказались сразу после крушения Lehman Brothers. Но, тем не менее, ситуация остается сложной.

Сокращение предложения денег — проблема не только США. Аналогичная ситуация сложилась в Европе, Великобритании и Японии. Без роста денежного предложения мы не увидим роста номинального ВВП, а он, в свою очередь, необходим для снижения уровня безработицы. Именно поэтому я не уверен, что траектория восстановления будет иметь вид квадратного корня.

Каждые две недели ФРС публикует так называемый отчет Н-3 о состоянии денежной базы. Если мы построим график денежной базы и совместим его с графиками индексов S&P500 или DJIA, то увидим, что с марта прошлого года денежная база резко выросла, аналогично вырос и фондовый рынок. Начиная с февраля денежная база стабилизировалась, вслед за ней скорректировались и фондовые рынки. Финансовые рынки крайне тяжело переживают сокращение денежной базы. Все это говорит о том, что правительствам и центробанкам следует с особой осторожностью подходить к повышению процентных ставок. Преждевременное повышение чревато повторением ошибок 1937 года, из-за которых США повторно оказались в рецессии и выбрались из нее только после Второй мировой войны. Аналогичные же ошибки стали причиной «потерянного десятилетия» в Японии. Слишком раннее повышение процентных ставок только выбьет почву из-под ног медленно восстанавливающейся экономики. Мягкая денежная политика в этом смысле гораздо предпочтительнее.

Посмотрите, как изменилась риторика стран G20 по сравнению с прошлым годом, когда приоритетом было фискальное стимулирование. Сейчас из-за ситуации с Грецией и Испанией европейские страны делают акцент на ужесточении бюджетной политики. Китай старается «охладить» рынок кредитования. В Великобритании один из худших структурных дефицитов, который требует сокращения государственных расходов и повышения налогов. Америка для оживления рынка недвижимости может прибегнуть к новым мерам фискального стимулирования. Все говорит о том, что это не просто остановка на пути к восстановлению — велика вероятность второй волны кризиса.

**– И эта волна может быть еще серьезнее?**

– Не исключено. Но что остается делать? Процентные ставки в США фактически на нуле, их больше некуда снижать. Американцы могут себе позволить тратить больше денег. Что касается стран еврозоны, то они только что потратили триллион долларов, встретив при этом большое сопротивление Германии. Есть ли у них возможность потратить еще один триллион? «Боеприпасы», похоже, на исходе, и поэтому все взоры обращены к Китаю. Если бы Китаю не удалось относительно плавно преодолеть острую волну кризиса, это была бы катастрофа.

> ПРЕЖДЕВРЕМЕННОЕ ПОВЫШЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ЧРЕВАТО ПОВТОРЕНИЕМ ОШИБОК 1937 ГОДА, ИЗ-ЗА КОТОРЫХ США ПОВТОРНО ОКАЗАЛИСЬ В РЕЦЕССИИ И ВЫБРАЛИСЬ ИЗ НЕЕ ТОЛЬКО ПОСЛЕ ВТОРОЙ МИРОВОЙ ВОЙНЫ

Если состояние американской экономики не улучшится, найти новые стимулы для восстановления будет очень сложно. Рейнхарт и Рогофф в своей книге «На этот раз все будет иначе» говорят о том, что мы имеем дело с принципиально другим типом рецессии, потому что для восстановления после банковского и финансового кризиса требуется больше времени. Но прежде всего очень быстро начинает расти государственный долг.

В лучшем случае будет долгий период очень медленного восстановления. Главным вызовом для правительств являются дефициты бюджетов. Очень сложно найти баланс, не перетянуть пояса и не скатиться в рецессию. В еврозоне страны сокращают бюджетные дефициты, уничтожая тем самым предпосылки для восстановления экономики, а это, в свою очередь, лишь усугубит дефицит в будущем. Образно говоря, они прострелили себе обе ноги. Они никак не решают ситуацию. Но долговые рынки не будут ждать, пока ситуация улучшится и бюджетные дефициты сократятся. Повторюсь, найти баланс действительно очень сложно.

**– Как США будут справляться с растущим долгом?**

– В конце концов, скорее всего, будет инфляция, потому что это проверенный временем способ. Но в настоящее время главной проблемой для них является дефляция. Посмотрите на индекс базовой инфляции в США — он ниже 1%. То же самое в зоне евро. В Японии дефляция равна 3%. В краткосрочной перспективе им надо победить дефляцию, потому что она повышает стоимость долга. Сейчас нужна инфляция.

**– Или дефолт?**

– Я думаю, что дефолт в еврозоне неизбежен. Я уверен, что Греция обречена. Это лишь вопрос времени. Этот процесс могут назвать реструктуризацией долга, но в любом случае по сути это дефолт и потери для инвесторов, которые могут составить до 70%. У Испании тоже проблемы — никто не хочет одалживать денег испанским банкам.

**– Но у французских и немецких банков тоже проблемы, потому что они были крупнейшими кредиторами банков в Греции и Испании.**

– Правильно. Ситуация похожа на Lehman Brothers, где все переплелось. В итоге французские и немецкие банки приняли на себя большую часть риска дефолта. Ситуация пока не настолько плоха, но я уверен, что некоторые крупные банки в Европе обанкротятся.

**– Выживет ли зона евро?**

– Если бы вы задали этот вопрос год назад, все бы сказали, что, конечно, выживет, потому что это политический проект и его непременно спасут. Но ситуация в Греции высветила проблемы европейских банков, а также указала на давно подмеченную слабость системы, которая основывается на принципе «одна процентная ставка подходит всем». Как может ставка в 3% быть подходящей для Испании и Ирландии, где она просто спровоцировала бум на рынке недвижимости? Отсутствие единого центра фискальной политики стало проблемой.

Обычно в подобной ситуации такая страна, как Греция, с целью повысить конкурентоспособность экономики просто девальвировала бы национальную валюту. Но они не могут сделать этого в рамках валютного союза и поэтому вынуждены страдать из-за внутренней девальвации, которая выражается в сокращении зарплат, пенсий, пособий и падении уровня жизни. Неконкурентоспособность греческой экономики оценивается в 30–40% ВВП. На такую величину должен упасть их уровень жизни, прежде чем их экономика вновь станет конкурентоспособной. Это вызывает демонстрации и протесты в Афинах. Поэтому вновь разгорелись споры вокруг жизнеспособности еврозоны в ее нынешнем виде, а также вокруг возможности выхода таких стран, как Греция, из валютного союза.

Недавно в Германии провели опрос, по итогам которого выяснилось, что две трети немцев жалеют об отмене дойчмарки. Для стран периферии Евросоюза, таких как Болгария, Венгрия и Румыния, вступление в валютный союз станет невозможным из-за высоких бюджетных дефицитов. Население повсеместно активно занимало в иностранной валюте (особенно популярными были ипотечные займы). Если евро или швейцарский франк подорожают, то это вызовет волну частных банкротств и подорвет банковскую систему. Пока все эти проблемы не решены.

«БОЕПРИПАСЫ», ПОХОЖЕ, НА ИСХОДЕ, ПОЭТОМУ ВСЕ ВЗОРЫ ОБРАЩЕНЫ К КИТАЮ. ЕСЛИ БЫ ЕМУ НЕ УДАЛОСЬ ОТНОСИТЕЛЬНО ПЛАВНО ПРЕОДОЛЕТЬ ОСТРУЮ ВОЛНУ КРИЗИСА, ЭТО БЫЛА БЫ КАТАСТРОФА

Пакет помощи в 750 млрд евро не может быть использован без одобрения всеми национальными парламентами. Насколько я знаю, только две трети от общего числа парламентов пока одобрили его применение.

**– Для Греции лучшим вариантом было бы сразу объявить дефолт и выйти из еврозоны. Но позволят ли ей это сделать?**

– Споры вокруг идеи дефолта внутри зоны евро не утихают. Исключение Греции из валютного союза означало бы, что союз в его прежнем виде нежизнеспособен. Суверенные фонды и центральные банки в Азии держат большой процент своих активов в евро и номинированных в евро государственных облигациях. Эти вложения сделаны, исходя из убеждения, что евро является конкурентом доллара. Представьте, что будет, если все суверенные фонды и банки решат, что вложения в евро являются плохой идеей. Я не уверен, что Греция добровольно покинет еврозону. Пока она в валютном союзе, правительство Греции может рассчитывать на поддержку других европейских стран. Она имеет доступ к финансированию. Если Греция оставит евро, то инвесторы будут гадать, кто же станет следующим: Испания, Италия, Бельгия? У Бельгии в настоящий момент нет правительства, тем не менее, эта страна будет следующей председательствовать в Евросоюзе. Интересно, что после Бельгии председательство перейдет к Венгрии. Все это выглядит не очень хорошо.

**– Китай и Бразилия, видимо, смотрятся лучше всех?**

– Да, это действительно так. Я настроен позитивно в отношении Китая. Я был там в ноябре и встречался с управляющими суверенного фонда и управляющими крупнейших ПИФов. Каждый из них управляет активами, превышающими $35 млрд.

Процесс урбанизации в Китае продолжается, потому что коммунистическое правительство может смотреть только вперед. Если они сделают шаг назад и подорвут веру в рост уровня благосостояния, то потеряют поддержку населения. Я думаю, что долгосрочные перспективы китайской экономики очень хорошие. Центр мировой экономики смещается от развитых стран к таким странам, как Китай и Бразилия. Экономический рост Бразилии прогнозируется на уровне 9% по итогам этого года. В условиях кризиса так называемые развитые страны, обремененные долгами, с расшатанной банковской системой показали свою слабость. Страны БРИК внесли значительный вклад в рост мировой экономики, особенно в последние пять лет. Этот процесс будет продолжаться, и к 2025–2050 гг. эти страны будут главными игроками. Некоторые из них, например Бразилия и Индия, уже поднимают процентные ставки, демонстрируя не только внушительный экономический рост, но и усиление инфляционного давления. Интересно взглянуть на глобальный цикл изменения процентных ставок.

Я УВЕРЕН, ЧТО ГРЕЦИЯ ОБРЕЧЕНА. ЭТО ЛИШЬ ВОПРОС ВРЕМЕНИ. ЭТОТ ПРОЦЕСС МОГУТ НАЗВАТЬ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЕЙ ДОЛГА, НО В ЛЮБОМ СЛУЧАЕ ПО СУТИ ЭТО ДЕФОЛТ И ПОТЕРИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ, КОТОРЫЕ МОГУТ СОСТАВИТЬ ДО 70%

Он также зависит от экономического роста Китая: страны, экспортирующие сырьевые товары в Китай, были одними из первых, кто стал ужесточать денежную политику, в то время как западные экономики позволить себе этого просто не могут. Мне кажется, что вариант скорого повышения процентных ставок в еврозоне исключен.

**– Как вы думаете, Китаю все-таки придется ревальвировать юань?**

– Этот вопрос уже долгое время обсуждается в мире, и я думаю, что для этого есть основания. Последние данные показали увеличение китайского экспорта на 48.5% по сравнению с прошлым годом. Стремительный рост экспорта сопровождается ростом инфляции, в том числе и инфляции заработной платы. Хотя угроза последней, по моему мнению, сильно преувеличена. Рост заработной платы — это благоприятное явление для китайской экономики. Правительство его поддерживает, повышая минимальную заработную плату и выдавая субсидии рабочим. Это повышает покупательную способность китайцев и вписывается в планы руководства страны по увеличению ВВП на душу населения. В конечном итоге все это нацелено на структурные изменения в экономике и ее переориентацию с экспорта (для которого выгоден дешевый юань) на внутренний спрос. По официальным данным, потребительские расходы составляют 30% ВВП Китая. Я думаю, что реальная цифра выше — около 50%. Возвращаясь к вопросу о ревальвации юаня, я думаю, что они это сделают. Существует достаточно сильное давление со стороны США, основанное на угрозе введения торговых санкций, что было бы катастрофой для мировой торговли в ее нынешнем состоянии.

**– В Китае есть пузырь на рынке недвижимости?**

– Я бы сказал, что некоторые признаки такого пузыря налицо, хотя ежемесячные цифры выданных потребительских кредитов сократились вдвое по сравнению с январем, что определенно является положительным моментом. Китайское правительство увеличило норму резервирования. Оно также пытается «остудить» рынок кредитования в провинциях. Риск кризиса на рынке недвижимости был достаточно велик, но я думаю, что они справятся. Некоторые управляющие хедж-фондами в Лондоне думают, что Китай — это один большой пузырь. Их рекомендация — «шортить» Китай. Но если вы посмотрите на Shanghai Composite, вы увидите, что рынок уже на «медвежьей» территории. Так что идея продавать китайские активы вызывает большие сомнения. Пожалуй, уже пора покупать, тем более что фондовый рынок выглядит перепроданным. Китай относительно легко вышел из острой фазы кризиса и, я думаю, сможет обуздать цены на недвижимость. В любом случае, даже если в этом секторе будут убытки, правительство Китая сможет их абсорбировать. Возможно, им стоит еще поднять процентную ставку и ужесточить резервные требования.

> РОССИЯ ВСЕГДА ВОСПРИНИМАЛАСЬ И БУДЕТ ВОСПРИНИМАТЬСЯ В ОЧЕНЬ УПРОЩЕННЫХ ПОНЯТИЯХ, ИМЕЮЩИХ ОТНОШЕНИЕ ТОЛЬКО К ЦЕНАМ НА НЕФТЬ

**– Как восстановление в Китае поможет США?**

– Китай — это половина торгового оборота США. Он является важнейшим партнером. Переориентация экономики Китая на внутреннее потребление оказывает влияние на Америку. В то же время, рецессия в США снижает спрос на китайские товары. И американцы, и китайцы понимают, что зависят друг от друга. Торговый оборот внутри азиатского региона постоянно расширяется, но в ближайшие два года ситуацию в Китае и в Азии будет определять состояние американского потребителя. Именно поэтому рецессия была синхронна во всем мире, все упали вслед за США. Хотя, как мы видим, восстановление идет далеко не равномерно. Главная опасность для мировой экономики заключается именно в этой взаимозависимости. Если в США случится новый обвал, то он спровоцирует падение на рынках по всему миру, и на этот раз более глубокое. Китаю вновь придется стимулировать экономику. ФРС США, ЕЦБ, Банк Англии снова будут вынуждены применять фискальное стимулирование. Этот новый виток в конечном счете приведет к инфляции.

**– Как на этом фоне выглядит Россия?**

– Я думаю, что у России есть достаточный запас прочности, чтобы преодолеть бюджетные проблемы. Данные МВФ о соотношении бюджетного дефицита и ВВП, долга и ВВП говорят о превосходстве России в сравнении с любой другой страной «большой двадцатки». Это очень хорошее основание.

Исходя из опыта общения с клиентами банка, могу сказать, что Россия всегда воспринималась и будет восприниматься в очень упрощенных понятиях, имеющих отношение только к ценам на нефть, хотя в последнее время был заметен хороший приток иностранного капитала на российский фондовый рынок, который показал один из лучших результатов за период посткризисного восстановления. Когда инвесторы чем-то напуганы, они быстро выводят капитал с развивающихся рынков, в том числе и из России. Но они так же быстро возвращаются обратно. Я беседовал с американскими инвесторами в ноябре, и они демонстрировали интерес к российскому финансовому рынку. Они интересовались государственной политикой, налоговым регулированием, инфраструктурой, совместными инвестиционными проектами. В краткосрочной перспективе России не избежать всеобщих проблем. Но в будущем у нее хорошие перспективы.

**– Недавно Президент России объявил о создании в Москве международного финансового центра. Вы думаете, это возможно?**

– Да, я думаю, что это возможно. Я был в Москве две недели назад. Мы с коллегами обсуждали эту инициативу. Безусловно, у этого города есть потенциал банковского центра. Нужна только дальнейшая либерализация финансовых рынков и совершенствование законодательства.

Беседовал **Юрий Павлов**