Сергей Пахомов:

«Москва начнет выходить из кризиса первой»

В ЭТОМ ГОДУ МОСКВА НАМЕРЕНА ПРИВЛЕЧЬ ЧЕРЕЗ РАЗМЕЩЕНИЕ СВОИХ ОБЛИГАЦИЙ ПОРЯДКА 90 МЛРД РУБ. ЭТО РЕКОРДНЫЙ ОБЪЕМ ЗА ВСЮ 12-ЛЕТНЮЮ ИСТОРИЮ ПРИСУТСТВИЯ СТОЛИЦЫ НА ПУБЛИЧНОМ РЫНКЕ ЗАИМСТВОВАНИЙ. ОБ ОСОБЕННОСТЯХ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ СТОЛИЦЫ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА И ПЕРСПЕКТИВАХ РОССИЙСКОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ПРЕДСЕДАТЕЛЬ МОСКОМЗАЙМА СЕРГЕЙ ПАХОМОВ.

В апреле Москва своими аукционами произвела настоящий фурор на рынке. В чем, по-вашему, причина такого успеха — удачно выбранный момент для размещения?

Я не могу сказать, что мы специально выбирали момент, это скорее результат предшествующей работы. Мы первыми «открыли» долговой рынок в январе и затем регулярно с интервалом в две недели проводили аукционы и операции по доразмещению облигаций со сроком погашения от одного года до 3.5 лет. Москомзайм с самого начала объявил участникам рынка, что именно так и будет действовать в связи с большой программой заимствований на этот год и не очень оптимистичными взглядами на будущее. Жизнь показала, что выбранная нами тактика и стратегия оправдались. Первые наши размещения шли не очень хорошо. Связано это было с процессами девальвации рубля и в целом с непривлекательностью на тот момент инвестиций в рублевые инструменты. Когда девальвация закончилась и наметился обратный процесс курса роста рубля, то банки и инвесторы стали уменьшать свои позиции в валюте, переходить в рубли и искать возможности для инвестиций. Мы отмечали, что от аукциона к аукциону рос интерес к облигациям Москвы не только у государственных банков, но и у банков с иностранным участием. Впоследствии к ним примкнули частные коммерческие банки, инвестиционные и управляющие компании. В тот момент инвестировать по рыночным ставкам, кроме как в облигации Москвы, было попросту не во что. В результате, спрос на наших последних аукционах (в апреле-мае) более чем в два раза превышал предложение.

Еще один фактор, сыгравший положительную роль — изменение ряда условий наших размещений. С начала года Москомзайм проводит голландские аукционы: все банки получают облигации по цене отсечения вне зависимости от цены выставленной заявки. Такая система оправдала себя, потому что у банков снизились риски получить отрицательную переоценку сразу по итогам аукциона.

Таким образом, главными слагаемыми успеха стали регулярность проведения аукционов, понятность нашей политики, ну и настойчивость и, естественно, наше стремление, желание, способность предлагать рынку действительно рыночную доходность.

Мы рассчитывали на то, что когда банки начнут в результате вторичных торгов оказывать понижающее давление на доходность, мы сможем уже в режиме доразмещения облигаций на вторичном рынке проводить достаточно крупные операции. Так и произошло. В апреле наши успешные аукционы сопровождались

***Сергей Пахомов**,*
председатель
Комитета государственных
заимствований Москвы

не менее успешными объемами доразмещения на вторичном рынке. После 15 апреля в течение трех дней было доразмещено облигаций больше, чем на проводившемся в тот день сдвоенном аукционе, причем по чуть более низкой доходности.

Занимать еще дороже Москва готова, если потребуется?

Мы готовы занимать по рынку. Объем программы заимствований Москвы на этот год увеличен на 35 млрд руб. Уже выполненный нами объем программы — самый большой за всю 12-летнюю историю. Мы никогда не занимали так много в течение одного года, тем более в условиях, когда ситуация для размещений не очень благоприятная. По итогам года объем привлечения должен составить 90 млрд руб. И эту программу надо выполнять, потому что надеяться на дополнительные доходы, на улучшение конъюнктуры в данной ситуации вряд ли целесообразно. Естественно, мы будем размещать облигации по той цене, по которой рынок готов их покупать.

35 млрд руб. — это планы на второй-третий квартал?

Мы будем продолжать следовать своей практике — размещать облигации с интервалом в две недели с абсолютно четкой последовательностью до тех пор, пока не выполним этот объем привлечения в максимально короткий срок. На мой взгляд, не стоит полагаться на улучшение к четвертому кварталу этого года макроэкономической ситуации, ситуации в банковском секторе, ситуации с ликвидностью.

Каковы ваши ожидания?

Я не скажу, что у меня только черный пессимизм. Но имеется ряд совершенно понятных негативных факторов, которые заставляют нас действовать максимально быстро. Их два. Первый — это вполне вероятное снижение цен на нефть. Второй — углубление экономического спада в России и нарастание, как следствие, объема плохих кредитов в нашей банковской системе. К концу осени — началу зимы, по самым пессимистичным прогнозам, объем плохих кредитов в банковской системе может достичь порядка 40% балансов банков. А это означает усыхание их балансов, проблемы с капиталом, совершенно другую ситуацию с соблюдением нормативов Центрального банка. Банки будут не в состоянии покупать те объемы ценных бумаг, которые они могут позволить себе сейчас. Кстати, возвращаясь к ситуации с нашими весенними размещениями: большую часть из 52 млрд руб. в деньгах, которые были размещены (по номиналу сумма размещения составила свыше 57 млрд руб.), приобрели отнюдь не государственные банки. Нас радует, что, например, на последних двух аукционах у нас было в общей сложности более 40 участников. Ни на одном аукционе за все время существования заемной системы Москвы не было такого количества инвесторов.

В чем причина такого ажиотажа?

В том, что мы предложили рыночную доходность. Сыграло роль и то, что у банков назрела необходимость сбалансировать их валютные и рублевые позиции, а именно необходимость инвестировать рубли. А облигации Москвы — это качественный, ликвидный инструмент. Достаточно быстро после проведения аукциона наши бумаги входят в Ломбардный список Центрального банка. На ММВБ мы включаем наши облигации в котировальный список категории А, чтобы их могли покупать управляющие компании, пенсионные фонды, у которых достаточно строгие требования к инвестированию. Ну и конечно, ключевой момент — это то, что наши облигации совершенно свободно принимаются в ломбард Центральным банком, причем с минимальным дисконтом — 2.5%. Покупая наши облигации, банки практически ничем не рискуют. Они всегда могут либо обратить их в ликвидность через механизм продажи на рынке, либо использовать эти бумаги на межбанковском РЕПО и РЕПО с Центральным банком. У нас, кстати, три четверти ежедневного рыночного оборота, порядка 5–6 млрд руб. (сейчас у нас, пожалуй, самый ликвидный в стране рынок облигаций, обороты на нем в несколько раз больше, чем на рынке ОФЗ) — это сделки РЕПО с использованием облигаций Москвы.

Рынок РЕПО сейчас настолько развит и настолько эффективно работает, что мы, например, приняли решение не проводить сами операции РЕПО. Они не нужны, потому что всех вполне удовлетворяет работа с Центральным банком и, конечно, на межбанковском рынке.

На сегодняшний момент большая часть банковских балансов — активов и пассивов — все еще валютная. То есть имеется определенный запас, чтобы банки шли на рынок рублевых инструментов. Показательно: доходности по нашим облигациям за последний месяц, с момента, когда мы прекратили их доразмещение, снизились на 150 б.п., а в отдельных случаях — по наиболее коротким выпускам — на 200 б.п. Поэтому ситуация на данный момент благоприятствует нашим дальнейшим размещениям по рыночным ставкам. С другой стороны, у меня нет уверенности в том, что эта ситуация сохранится достаточно долго и не будет ухудшаться.

То есть оптимизм по поводу восстановления рублевого рынка все же несколько преждевременный?

Честно говоря, мне кажется, оптимизма особо ни у кого нет… Пока все очень нестабильно! Цена на нефть за последние два месяца существенно выросла. Однако, по моему убеждению, уже очевиден ряд факторов, говорящих о том, что к осени цены изменятся.

Во-первых, посмотрим на соотношение спроса и предложения нефти: ситуация далека от радужной. Экономики крупных стран — потребителей энергоресурсов сокращаются. США в глубоком кризисе, Япония в стагнации. Тот небольшой рост, который сегодня наблюдается в Китае, на самом деле недостаточен для экономики этой страны. Для того чтобы ежегодно вводить в нормальный экономический оборот трудоспособное молодое население, то есть ликвидировать нарастающую безработицу и перенаселение аграрного сектора, Китаю нужен рост как минимум в 9–10%, а китайская экономика показала рост только на 5–6%, это означает начало массовой безработицы в стране. Таким образом, роста спроса на нефть ожидать не приходится.

Во-вторых, не надо забывать, что в настоящее время в мире накоплены очень серьезные запасы нефти, кото-

рая пока хранится в подземных хранилищах и танкерах. Дело в том, что когда нефть была дешевой, крупнейшие западные финансовые институты и нефтяные компании закачали в 62 супертанкера большое количество сырой нефти. Сейчас эти супертанкеры дрейфуют где-то, ждут покупателя. Я полагаю, что экономический спад в сочетании с избытком предложения нефти будет способствовать понижению цены на нее.

В третьих, данные NYMEX говорят о том, что в последнюю неделю мая количество контрактов, открытых на июнь по цене $50 за баррель, в два раза превысило количество контрактов, открывающихся на то же время, но по цене $60 за баррель. Уже на июль количество контрактов, открытых по цене $40 за баррель, в два раза превышает количество контрактов по цене $70 за баррель. Это означает, что данный рынок имеет отчетливый понижающий тренд. Консенсус говорит о том, что при цене $60 за баррель при текущем отсутствии глобального экономического роста произойдет просто затоваривание рынка нефтью. В этой ситуации падение цены неизбежно. Поэтому раздается все больше и больше голосов, что к осени нефть, очевидно, будет стоить где-то в районе $40 за баррель. При текущем состоянии экономики это, вероятно, объективная цена нефти. Однако точных прогнозов сейчас не предоставит никто, и если вдруг выйдут какие-то данные, говорящие о том, что экономика начинает расти, то, конечно, ситуация сразу же изменится.

>>> При цене $60 за баррель при текущем отсутствии глобального экономического роста произойдет просто затоваривание рынка нефтью. В этой ситуации падение цены неизбежно. <<<

Чем дальше, тем очевиднее, что второй волны кризиса осенью нам не избежать...

В прошлом году в интервью вашему журналу я попытался обрисовать механизмы кризиса, дать некие прогнозы. В принципе, они оправдались, хотя для всех было бы лучше, если бы мой пессимизм оказался необоснованным. Честно говоря, и сейчас мне бы очень хотелось оказаться неправым. Надо подождать реального развития ситуации. Пока у меня преобладает ощущение, что пессимистичная оценка ближе к действительности.

С чем Москва намерена выйти на рынок в ближайшие месяцы?

Те облигации, что мы намерены предложить рынку, будут несколько длиннее выпусков, которые мы уже размещали в первые четыре месяца этого года. В основном это будут бумаги, погашаемые в 2013 и 2014 году. Это принципиально новые выпуски, общий объем которых составляет 60 млрд руб. по номиналу. Это не означает, что мы разместим в этом году весь объем новых выпусков. Мы будем выполнять программу заимствований, и то, что не разместим в этом году, вероятно, перейдет на следующий год. Мы рассчитываем возобновить размещения ориентировочно со второй половины июня, как только будут приняты изменения в Закон о бюджете города Москвы на 2009 год.

Москомзайм планирует выставлять на аукцион как минимум 10 млрд руб., но не исключаю, что, как и в ходе предыдущих размещений, мы предложим рынку весь выпуск — 15 млрд руб., демонстрируя свое желание разместить весь объем, но не ожидая, что он уйдет с аукциона полностью. Однако обращаю внимание на следующее: заявок на приобретение облигаций может быть много, и они могут покрывать весь выпуск. Но остается вопрос цены. При определении цены на новые выпуски мы будем вести себя достаточно консервативно, отталкиваться от нашей кривой доходности. Хотя, конечно, будем давать определенную премию за новые выпуски. На мой взгляд, справедливая доходность в текущей ситуации должна быть на уровне 15.5%.

Вместе с тем, отмечу, что нам хотелось бы продолжить действия, оправдавшие себя в первой половине этого года, когда мы максимально быстро размещали весь выпуск и после этого оставляли его полностью на волю рынка, никаким образом не вмешиваясь в его рыночную жизнь, без доразмещения, без откупа.

Конечно, я ожидаю, что возникнет конкуренция со стороны других эмитентов, в первую очередь корпоративных эмитентов первого эшелона. Очевидно, будет иметь место конкуренция и со стороны федерального правительства, которое продолжит свою программу заимствований. Это объективная реальность, и мы готовы бороться за место на рынке.

Вы считаете, что ведомству Кудрина удастся оживить рынок госдолга?

Это зависит от позиции Минфина при определении цены. Если Минфин будет более щедр по уровню доходности, конечно, оживить этот сегмент ему удастся. Однако мне трудно делать какие-то прогнозы, поскольку к управлению федеральным долгом я никаким образом не причастен. Сложно определить, из каких факторов исходят наши федеральные финансовые власти, когда решают, сколько размещать и по какой доходности.

Стоит ли ждать в этом году какого-то оживления на рынке субфедеральных и муниципальных бумаг?

Теоретически это возможно. Вероятно, будут какие-то технические, нерыночные сделки. Но я не исключаю того, что если конъюнктура рынка продержится более или менее стабильной, то все-таки появятся на рынке и другие регионы, наиболее кредитоспособные, с наименьшим уровнем кредитной задолженности. В целом, я не исключаю сделок по рефинансированию долга. Однако убежден, что каких-то массовых выходов на рынок регионов, а тем более муниципалитетов, ждать не стоит. Для них это очень трудно и очень дорого. Надо понимать, что Москва все же борется в своей лиге. У Москвы огромный бюджет, несмотря даже на большой секвестр. Кроме того, у нас низкий уровень долга и накоплена большая подушка ликвидности. Экономическая политика города остается инвестиционной: мы много будем тратить на инвестиционную программу. Я думаю, если кто и начнет в России выходить из кризиса, то быстрее всего это сделает Москва как раз

во многом за счет инвестиционных расходов. Поэтому и было принято решение увеличить программу заимствований. Пусть мы платим дорого сейчас, но это позволяет сохранять положительную экономическую динамику, финансировать инвестиционную программу, сохранять рабочие места.

То есть Москва — это и есть тот «островок стабильности»?

Я бы так не сказал… Москва пострадала от кризиса очень серьезно в силу концентрации здесь крупных сырьевых налогоплательщиков. Произошел очень сильный спад в налоговых доходах: прежде всего, сократилась прибыль корпораций, упали сборы подоходного налога. В столице очень большая концентрация штаб-квартир, офисов крупных компаний и финансовых структур, которые пострадали от кризиса. Многие специалисты, относительно высокооплачиваемые, были сокращены, у части уменьшился доход. Это отразилось на подоходных налогах. Конечно, у нас повышается и заработная плата работников социального сектора, в Москве в два раза увеличен размер минимальной оплаты труда, но очевидно, что сравнивать эти доходы с доходами работников финансового сектора трудно.

У столицы, безусловно, имеются трудности, и ощущается то, что произошел действительно резкий спад. Поэтому и было принято решение увеличить программу заимствований и эти деньги пустить на инвестиционную программу, чтобы хотя бы в какой-то степени стабилизировать экономическую ситуацию в Москве.

Как вам кажется, что из себя будет представлять российский рынок облигаций после кризиса?

Я думаю, это будет рынок с доминированием эмитентов первого эшелона, прежде всего эмитентов государственного долга — само федеральное правительство, ведущие регионы, такие как Москва, вероятно, отдельные города — наиболее крупные и кредитоспособные. Если говорить про сектор корпоративного долга, то я полагаю, что эмитенты второго-третьего эшелона, вероятнее всего, исчезнут с рынка.

Сейчас на долговом рынке нарастает волна не просто технических дефолтов, а реальных дефолтов. Это означает, что в будущем для испытавших дефолт компаний рынок будет закрыт. На нем останутся эмитенты первого эшелона — наши крупнейшие корпорации, банки, то есть наиболее кредитоспособные эмитенты с хорошей кредитной историей и с большими займами.

Однако уверен, что у внутреннего рынка есть потенциал. Это доказывает и наш опыт. В 1998–1999 годах мы не имели возможности размещать что-либо. Сегодня Москва привлекла уже почти 53 млрд руб. в очень трудной рыночной ситуации, и этот факт убедительно свидетельствует о том, что рынок живет, что имеется ликвидность. Да, она дорого стоит. Но в экономике деньги всегда должны иметь реальную цену. Это рынок для тех, кто готов и способен платить эту цену. Такие эмитенты будут привлекать капитал, развиваться. Москва входит в их число.

Я думаю, постепенно исчезнут с рынка облигации с офертами, которые, по сути, сработали в кризис как мины замедленного действия. Для эмитента в нормальной ситуации оферта не является чем-то сверхъестественным, но стоит ситуации немного ухудшиться, моментально происходит акселерация оферты. Допустим, формально облигация погашается в 2011 году. Но по ней имеется годовая оферта. Сейчас ее предъявляют к погашению. Значит, нужно либо находить деньги сейчас, либо предлагать очень высокий купон, чтобы инвесторы согласились бумаги к оферте не предъявлять. Получается, что когда-то эти облигации размещались с доходность 10%, а тут подошла оферта, денег, чтобы расплатиться в условиях экономического спада, у компании нет, поскольку она не генерирует достаточного для этого денежного потока. В результате, целый ряд компаний попал в тяжелое положение. У нас было бы гораздо меньше дефолтов, если бы не такое количество оферт.

Оферта — это механизм, который долгосрочный долг превращает в краткосрочный, а долг с фиксированной процентной ставкой в долг с плавающей процентной ставкой. А краткосрочный долг с плавающей процентной ставкой всегда рассматривается как потенциальная опасность и повышенный риск для эмитента. Все знали про эту ловушку, но не уделяли ей должного внимания.

Если не будет оферт, то должна же появиться какая-то другая приманка для инвесторов?

Приманкой должно быть кредитное качество и доходность в соответствии с рынком, ну и дюрация облигаций. Больше ничего не нужно. В этом плане проще выпускать облигацию сроком обращения один год, как мы это делаем, а не размещать десятилетнюю облигацию с годовой офертой. Мы не выпускаем облигации с офертами, поскольку в противном случае не имеем возможности четко спланировать, каковы будут расходы на погашение долга, поскольку не знаем, будет ли оферта

исполнена, а если и будет исполнена, то какой установится купон. Для эмитента госдолга подобные облигации неприемлемы в принципе.

А если речь идет о ковенантах?

Ковенанты — это хорошая вещь. Я бы очень хотел, чтобы в наши условия эмиссии и обращения включались ковенанты. Почему мы хотели бы делать это? Потому что хотим привести стандарты выпуска наших облигаций на внутреннем рынке к международным. К сожалению, у меня нет никакой уверенности в том, что когда мы начнем включать ковенанты в условия эмиссии и обращения, Минфин нам зарегистрирует эти условия. У нашего регулятора есть строго формальный перечень требований, в который мы не должны включать дополнительные условия.

РЖД включает ковенанты, это происходит с ведома ФСФР, которая является их регулятором. На мой взгляд, ФСФР поступает правильно, не препятствуя ковенантам.

Проблема в том, что нам приходится действовать одновременно в системе гражданского законодательства, закона о рынке ценных бумаг, а также закона об особенностях эмиссии и обращения государственных муниципальных ценных бумаг. В дополнение к этому нам необходимо строго соблюдать бюджетное законодательство, которое достаточно жесткое.

О каких ковенантах можно вести речь в случае с выпусками Москвы?

Их достаточно много. Наиболее распространенный — это требование о том, чтобы все наши долговые обязательства были прочие среди равных. То есть мы не имеем права создавать какие-то привилегированные долги. Второй распространенный ковенант — это так называемое перекрестное неисполнение обязательств. Если мы вдруг кому-то не погасим долг, то все остальные кредиторы, узнав об этом, имеют право предъявить требования о досрочном погашении. Это все очень здорово дисциплинирует заемщика. Кроме того, в ковенантах очень жестко оговариваются права инвесторов. У нас вообще нет никакого законодательства, оговаривающего права держателей облигаций. Сейчас идет подготовка законопроекта о введении института собрания держателей облигаций.

Вы считаете, что введение института собрания держателей облигаций позволит поменять ситуацию?

Это приблизит нашу правовую среду к международным общепризнанным стандартам. Институт собрания держателей облигаций рассматривается международной правовой системой, регулирующей выпуск облигаций на международном рынке, как один из столпов обеспечения прав инвесторов. В еврозаймах это, как правило, стандартные ковенанты. К сожалению, этого всего в наших условиях эмиссии и обращения внутренних займов нет. Мы постепенно должны к этому прийти, но в сфере государственного долга движение в данном направлении пока минимально.

Если возвращаться к вопросу будущности рынка, есть ли перспективы появления на нем новых инструментов?

Новые инструменты могут появиться только в случае принятия в России законодательства, разрешающего выпуск секьюритизированных облигаций. Необязательно это будут облигации, связанные с какими-то проектами.

Так называемые проектные или инфраструктурные облигации — это лишь частный случай секьюритизации. Если появится правовая среда, появятся выпуски секьюритизированных облигаций, можно будет говорить о появлении новых инструментов на российском рынке. Потому что те выпуски секьюритизированных бумаг в России, которые до сих пор имели место, структурировались в соответствии с английским правом и являлись валютными, покупателями этих облигаций выступали преимущественно западные инвесторы, а организаторами выпусков — западные банки.

Российским участникам рынка эти инструменты интересны?

Конечно!

Даже несмотря на их подмоченную репутацию?

С водой нельзя выплескивать и ребенка. Все зависит от качества. Если качество актива, генерирующего денежный поток, используемый при секьюритизации, хорошее, ничего плохого в секьюритизированной облигации нет.

Секьюритизированные облигации имеют в своей основе некий актив, генерирующий доход, совершенно четкое, конкретное долговое обязательство.

>>> При определении цены на новые выпуски мы будем вести себя достаточно консервативно, отталкиваться от нашей кривой доходности. Хотя, конечно, будем давать определенную премию за новые выпуски. На мой взгляд, справедливая доходность в текущей ситуации должна быть на уровне 15.5%. <<<

Например, ипотечные кредиты, у которых совпадают сроки погашения, условия выдачи и так далее, собирают в некий пул и на его основе выпускают облигации. Они обеспечен залогом недвижимости, платежами по ипотеке, ковенантами и тому подобным. Но если вдруг конкретные ипотечные заемщики перестают по каким-то причинам платить по ипотечному кредиту, то рушится и структура секьюритизированной облигации, потому что для нее источником погашения и обслуживания являются только лишь конкретные платежи конкретных заемщиков. Это и произошло с американскими ипотечными облигациями, когда начались массовые неплатежи.

Необходимо высокое качество секьюритизируемых активов. Я думаю, что, несмотря на то что «секьюритизация» — это вроде как ругательное слово сегодня, она не будет убита нынешним кризисом. Это очень полезный и жизнеспособный финансовый инструмент.

Раз уж мы заговорили об «убийствах»... Та модель инвестбанкинга, которая существовала на российском рынке последние несколько лет, тоже, видимо, изжила себя... Инвестиционный банк как самостоятельный институт окончательно уйдет в прошлое вместе с кризисом?

Знаете, когда-то не было инвестиционных банков вообще. Потом они появились, возникло строгое разделение между банками, некая сегрегация. То, чем занимались инвестиционные банки, нельзя было делать общим банкам, и так далее. В 70–80-е годы начался процесс дерегуляции. Всем разрешено было делать все. В целом, это дало очень мощный толчок развитию финансовых рынков, резко обострилась конкуренция, стали создаваться новые финансовые инструменты, началось развитие рынка производных финансовых инструментов, финансового инжиниринга, появились хеджевые фонды и многое другое. Все это было результатом процесса дерегулирования. Сейчас в результате кризиса решили, что это плохо. Дело в том, что инвестиционные банки и банки универсальные имели различия в требованиях к капиталу, к использованию финансового рычага. Например, почему американские инвестиционные банки потерпели поражение и вынуждены были переквалифицироваться в универсальные банки, получать лицензию? Финансовый рычаг, разрешенный универсальному банку в Соединенных Штатах — это 1 к 10, а инвестиционному банку — 1 к 25. Естественно, они вели гораздо более рискованную политику. Такой финансовый рычаг позволяет максимизировать прибыль в условиях роста рынка, кредитного бума, дешевых денег. Но он же моментально убивает, если рынок резко разворачивается в другую сторону. По этой причине лопнули многие американские инвестиционные банки, целый ряд хедж-фондов сейчас ликвидируется. Они не успели, не сумели разгрузить этот финансовый рычаг. В Соединенных Штатах с начала кризиса закрылось в общей сложности 34 банка.

>>> Я думаю, постепенно исчезнут с рынка облигации с офертами, которые, по сути, сработали в кризис как мины замедленного действия. <<<

Но надо сказать, что инвестиционные банки далеко не везде исчезли. То, что произошло в Штатах, на весь мир пока не распространилось. Кое-где, в отдельных странах инвестиционные банки есть, они функционируют. Я не склонен к тому, чтобы их хоронить, потому что инвестиционные банки как таковые внесли в развитие мирового финансового рынка очень большой вклад. Сейчас произошла кое-где трансформация инвестиционных банков в универсальные. Для чего это нужно, вполне очевидно. Инвестбанку нужна подпорка со стороны мощи баланса универсального банка. Сам по себе баланс инвестбанка, конечно, слабее. Там аккумулируется слишком много чужих денег, там проводится слишком рискованная политика. Но с точки зрения трейдинга, операций на рынке ценных бумаг, с точки зрения финансового инжиниринга, инвестиционные банки накопили такой огромный опыт и экспертизу, и это не будет утрачено.

Что касается российского рынка, то мы еще в начале этого пути. Если западные инвестбанки имеют вековую историю, пережили не один кризис и крах, то у нас они еще находятся в младенческом возрасте. Поэтому в России этот институт, я думаю, сохранится. Возможно, сфера услуг несколько сузится, они будут более специализированными.

Сейчас активно обсуждается вопрос о возможной рекапитализации российских банков. Какой сценарий в итоге может быть выбран?

Она не то что возможна, а необходима. Конечно, наша банковская система после кризиса должна выглядеть по-другому. Банк с формальным требованием к капиталу в 6 млн евро — это не банк. А ведь у нас огромное количество банков не имеет даже этого. Они не способны выполнять роль банковского института просто физически, поэтому количество реально действующих банков в нашей стране я бы ограничил первой сотней. А внутри этой сотни, безусловно, выделяется группа лидеров — системообразующие банки. На них приходится львиная доля всех активов российской банковской системы. Очевидно, у этих банков есть возможность во время и после кризиса как-то консолидировать вокруг себя банковскую систему.

Государственного капитала на всех не хватит. Ясно, что государство в первую очередь будет рекапитализировать системообразующие банки, помогать тем из них, кто несет на себе львиную долю всех кредитных портфелей в национальном масштабе, смотреть на системообразующие банки, где просроченная задолженность будет нарастать. А она может быть компенсирована только ростом капитала. Я уверен, что к концу этого года государством будут приняты меры по увеличению капитализации отдельных банков. В какой форме это будет сделано, сейчас обсуждается. То ли за счет госрезервов, то ли за счет субординированных кредитов со стороны государства, то ли за счет гособлигаций, которые будут передаваться банкам в капитал, а банки будут использовать эти гособлигации в качестве источника ликвидности в операциях с тем же ЦБ. Последний вариант является самым дешевым для государства. Но для банков наиболее оптимальным вариантом являются долгосрочные дешевые субординированные кредиты. Но тут уже для государства встает вопрос: откуда брать эти деньги? Резервы наши, как выясняется, не такие уж и большие, тем более в международных масштабах, и таяли они в процессе девальвации рубля очень быстро.

Каков ваш прогноз по ставке рефинансирования к концу года?

Я надеюсь, что она, по крайней мере, будет стабильна. Многое зависит от уровня инфляции в стране. Если инфляция стабилизируется, то больше шансов на то, что ставка ЦБ останется на прежнем уровне или произойдет ее небольшое снижение еще на 1–1.5%, не сразу, но постепенно. Надо иметь в виду, что ЦБ может развернуться и в другую сторону: если вдруг пойдет рост инфляции, начнется бегство капитала, девальвация, ключевые ставки начнут вновь расти.