



Обвал фондовых рынков после снижения кредитного рейтинга США агентством Standard & Poor`s был глубоким, но непродолжительным. Первоначальная реакция регуляторов и участников финансовых рынков была оборонительной: первые заявили о готовности, как и в 2008 году, залить огонь деньгами, вторые поспешно вывели средства в защитные активы, что привело к падению фондовых индикаторов по всему миру. Какие последствия могут быть у происходящего на рынках, существуют ли действенные меры по предотвращению нового коллапса и что это - очередной кризис, глобальная переоценка системы рисков или угроза дефолтов крупнейших экономик мира, «Ъ» попытался выяснить у тех, чье мнение влияет на происходящее в финансовом секторе. Серию публикаций отрывает дискуссия с главой Дойче Банка в России и СНГ Игорем ЛОЖЕВСКИМ.

- Как воспринимать то, что происходит сейчас на рынках - реакция на действия S&P, снизившего кредитный рейтинг США, или переоценка системы рисков?

- Я не считаю, что происходящее на рынках как-то связано с действиями S&P. Коррекция началась до того, как агентство выпустило свою оценку. Ничего страшного с рейтингом США не произошло: как говорится, не S&P открывал Америку, не S&P ее будет закрывать.

- Но действия S&P стали катализатором мощного обвала фондовых рынков?

- Ни в коей мере. Это коррекция, которая, очевидно, должна была произойти. Всех интересует: это вторая волна кризиса? Новый кризис? На самом деле это тот же самый кризис, только с другой стороны.

- Что пошло не так? И в чем была реальная причина кризиса 2008 года?

- Причина - длительная политика низких ставок. Со стороны прежде всего Федеральной резервной системы США. Поэтому кризис начался в Штатах. ФРС долгое время удерживала низкие ставки. Появилась волна дешевых денег. Тем же самым банкирам надо было что-то делать, куда-то их раздавать.

Все бегали за заемщиками и это приводило к снижению рыночных ставок по кредитам и либерализации стандартов кредитования. Потому что если кто-то не дал денег или предложил неконкурентные условия, появится другой, кто сделает предложение, соответствующее желаним заемщика. Это привело к снижению стандартов. Концентрация такого рода рисков сформировалась в ипотечном сегменте, поскольку американская мечта всегда была связана с владением собственным домом, а сектор домостроительства являлся одним из драйверов внутреннего спроса в экономике США. В этом сегменте был самый высокий объем кредитования. Учитывая происходящую глобализацию, в последние двадцать лет появились инструменты секьюритизации активов. Как результат - риски американской системы дистрибутировались по всему миру. Те же самые деривативы позволяли продавать риски, избавляясь от них в пользу тех, кто хотел на этом заработать. В какой-то момент это превысило критическую массу. Что сделали правительства? Запустили меры по выкупу долгов частного сектора. Надеялись, что если забрать оттуда лишний воздух, в реальном секторе начнется нормальное развитие, опять пойдет рост. Но это спровоцировало появление целой связки воздушных шаров. Как только один из шаров раздувался сверх меры, из него выкачивали воздух, который перемещался в другой шар. Сейчас, по моему мнению, чрезвычайно раздута система государственных суверенных долгов.

- На последнем заседании ФРС США, которое было проведено уже после действий S&P, было заявлено, что меры количественного смягчения будут продолжены, а ставки будут оставаться низкими до 2013 года. Ряд экспертов счел эти меры опасными, поскольку регуляторы таким образом пытаются затушить пожар деньгами.

- Есть такой способ пожаротушения: когда пожар распространяется в лесополосе, специально выжигают полосу, чтобы огонь не перекинулся дальше. Пожар затухает. Профессионалы считают, что Бен Бернанке принял верное решение. Продолжение мер количественного смягчения - программа QE3 - также оправдана. Европейский Центробанк поступает аналогичным образом, хотя не так активно и агрессивно, как США. Других мер нет. Можно было бы, например, поднять ставки и уменьшить количество денег в экономике. Но это уже проходили. В 1929-30 годах. Мир не мог выйти из глобальной рецессии. Если помните, в советской системе образования нас учили, что был кризис 1929 года, потом 1933, 1937-1938. На самом деле это все было продолжение одного и того же кризиса. И если бы не Вторая мировая война, поломавшая всю систему, неизвестно, чем бы завершилась Великая депрессия. Опыт изучения кризиса 30-х годов показал, что было сделано неправильно. Во-первых, неверным было то, что все страны проводили свою, независимую друг от друга политику, связанную с защитой локальных рынков. Это спровоцировало тарифные барьеры. Во-вторых, были резко подняты ставки, что привело к стагнации экономик. Оказалось, что выйти из кризиса невозможно. С одной стороны, невозможно торговать: тарифные барьеры. С другой - дорогие внутренние ресурсы.

Есть еще один пример, которого все боятся: Япония. Там плохие долги, страна попала в дефляционную спираль. Для того чтобы этого избежать, центробанки печатают новые деньги. Потому что это самое страшное: если с кризисом, подобным Великой депрессии, понятно, как бороться, - скоординированные меры, уменьшение ставок, отсутствие барьеров, то система преодоления японского кризиса не вполне очевидна. В Японии до сих пор дефляция: цены падают, ставки почти нулевые, но при этом балансы банков не расчищены, их утяжеляют проблемные кредиты, оставленные в loan books. При этом кредиты обслуживаются по ценам, которые были 20 лет назад.

Обсуждая меры для преодоления текущей ситуации, регуляторы пытаются избежать сценария Великой депрессии и японского кризиса. Действуют от противного: исходя из того, что делать нельзя.

- Меры, принятые в 2008 году, пока невозможно оценить с точки зрения эффективности? Про них еще нельзя сказать: вот так делать не стоит?

- Попытки сделать это были. Пока все происходит так, как предсказывал Бен Бернанке. Оживление экономики началось, причем стремительное. В начале кризиса все рассуждали, какой будет траектория восстановления экономики: в то, что реализуется V-recovery, мало кто верил. А именно это и произошло.

- Невозможно отрицать, что происходящее в данный момент на рынках - следствие этих мер. Разве это не индикатор их неправильности? Те, прежние пузыри, как вы сказали, переведены на новый уровень. Каким образом, сдуть эти пузыри? Ведь новые деньги - это новый воздух?

- На самом деле это немножко не так. Если бы в систему не поступили деньги, началось банкротство предприятий, миллионы людей оказались бы на улице. Следствие - социальные волнения, сценарий Великой депрессии. А сейчас мы с вами имеем возможность просто сказать: «Это долговые проблемы такой-то страны». Чем суверенный долг отличается от любого другого долга? Тем, что у суверена всегда печатный станок в руках. Он может продолжать просто печатать деньги, которые со временем становятся нужны все меньше и меньше. Это позволяло в длительной перспективе снизить долговую нагрузку. Между тем у человека период жизни 70 лет, у корпорации, возможно, 150. А государство может жить и 500 лет. То есть совсем разный временной подход к решению той же самой проблемы.

- Получается, что ответственность за решение проблемы перекладывается на внуков и правнуков?

- В некотором смысле да. Дискуссии на этот счет открыты, но другого выхода, скорее всего, не будет. В какой-то момент произойдет всплеск инфляции. Но опять же, центральные банки постараются, чтобы резких скачков не возникало. Но инфляционное давление может быть продолжительным. Потому что шар, раздувшийся вокруг государственного долга, не может сам по себе исчезнуть. Да, он образован из шара частных долгов. Да, государственный шар значительно больше. Но важно, чтобы этот воздух вновь не перешел в частный сектор. Сейчас рынки уже начинают метаться, и если вновь реализуется сценарий 2008 года, государственная политика снова будет направлена на обеспечение рынков ликвидностью. Возможно, в таком случае шар, сформированный вокруг госдолга, постепенно растворится через рост экономики. А сейчас мы смотрим на рынок, где происходят вещи, подобные обвалу котировок Societe Generale, и если это рассматривать как развитие новой волны кризиса уже в реальном секторе экономики, то начнутся большие проблемы.

- Финансовый сектор страдает больше всего?

- К сожалению да, потому что многие считают его наиболее уязвимым. Когда ведущие

банки Америки и Европы торгуются меньше их капитала, мне как сотруднику одного из таких банков хочется плакать.

- Возможен ли возврат ситуации на уровень 2008 года? Это возможно как-то предупредить?

- Теоретически возврат на те уровни возможен. Но пока еще ситуация, на мой взгляд, поддается регулированию.

- Почему последние недели на фондовых рынках сопровождаются такой волатильностью? Перед банкротством Lehman Brothers в 2008 году была похожая ситуация.

- Да, перед Lehman была сильнейшая волатильность. Период резких колебаний всегда предсказывает, что что-то происходит. Но это «что-то» может трансформироваться как в плюс, так и в минус. Возможно, произойдет разрыв. Как тогда с Lehman. Период высокой волатильности - один из хороших предупреждающих факторов, сигнализирующих о смене долгосрочного тренда. Что происходит сейчас - кризис или коррекция? Кризис - это резкое и долгосрочное изменение тренда, коррекция - это краткосрочное изменение тренда. Сигнал обоих явлений - повышенная волатильность. С моей точки зрения, мы наблюдаем коррекцию. Она продолжает кризис 2008 года. Посмотрим, к чему приведет нынешняя волатильность: к разрыву некоего нарыва или к стабилизации. Всегда есть фактор неопределенности: предсказать то, что произойдет, никто не в состоянии.

- В какой плоскости может произойти надрыв, про который вы говорите? Вряд ли там же, где в 2008 году: тогда банки испытывали кризис ликвидности. Сейчас наоборот: денег много.

- Государства специально сделали так, чтобы изъять из частного сектора источники проблемы с ликвидностью. Меры, принимаемые по вбрасыванию новых денег в экономику, говорят о том, что государства готовы увеличивать собственные долги, хотя это тоже плохо, лишь бы не допустить возврата проблем в частный сектор.

- Стимулирующие меры приводят к изменению стоимости валют. В частности, доллар, который, являясь резервной валютой, несет риск обесценения. Когда дискуссии о необходимости введения новой резервной валюты станут оправданными?

- Я помню, в России в 1990-х годах велись разговоры о том, не ввести ли золотой рубль. Сейчас ситуация схожая. Все заключается в том, что нужна какая-то точка отсчета. Не важно, как она называется - доллар, евро или что-то еще. Главное, эта reference point должна быть всеми принята.

- Так же как и ее цена.

- Цена измеряется в чем-то. Если есть единица, в которой все измеряется, то в чем мерить эту базовую единицу? Изначально тот же самый доллар имел эквивалент в золоте. Потом эта связь была нарушена. Возврат к золотому стандарту - одна из идей, которая постоянно дебатруется.

- Почему дальше дискуссий дело не идет? Все ждут, когда уже нечего будет терять? Каковой должна быть ситуация, при которой решения приобретут формат необходимых?

- Американская экономика все равно самая сильная экономика мира. Я думаю, если бы их политическая система позволяла мгновенно выйти из Афганистана, Ирака и прочих международных проектов, если бы можно было ввести небольшой VAT на уровне 5%, США смогли бы ликвидировать дефицит через три года. Всего три года для того, чтобы избавиться от дефицита в \$14 трлн.

- Почему тогда проблема с госдолгом США казалась столь острой, обсуждалась угроза дефолта? Информационные спекуляции?

- Все понимают, что политическая система не позволит США быстро сократить, например, военные расходы. Хотя есть пример 1990-х, когда к власти пришел Билл

Клинтон: был бюджетный дефицит, правда, не такой значительный, но по тем временам он казался огромным. В 2000-х, когда Клинтон уходил, мы наблюдали профицит бюджета. В период президентства Буша-младшего был профицитный бюджет. После его первого срока уже был дефицит. Это свидетельствует о том, что размеры американской экономики позволяют очень быстро манипулировать бюджетной политикой. Если бы политическая система США позволила мгновенно выйти из военных историй, нынешние проблемы удалось бы преодолеть. Для меня неочевидно, почему США не могут просто объявить о завершении всех кампаний и уйти из Ирака или Афганистана.

- Страшно: эти решения сопровождаются, с одной стороны, сокращением военных расходов, но одновременно - резким ростом социальных обязательств. Непонятно, что лучше.

- Это вопрос морали: что делать с людьми, которые поверили в новую систему? Ведь их же там мгновенно уничтожат. Эта угроза свидетельствует о том, что режимы, установленные в странах конфликтов, не пользуются особой поддержкой населения. Поэтому принятие решения может привести к необходимости вывозить людей, предоставлять им гражданство, платить пособия и пр. Этот тренд будет продолжаться до тех пор, пока в какой-то момент не возникнет настоящая угроза системе: интересы ВПК отойдут на второй план. Пока же создается иллюзия, что опасная черта еще далеко. И все вынуждены в это верить, поскольку мир сохраняет зависимость от американской экономики.

- Как российский рынок может почувствовать новую волну кризиса? В 2008 возник коллапс на рынке репо, банкротства в финансовой системе, долговые проблемы, корпоративные. В чем возможны нынешние проявления?

- У США есть запас прочности: да, там наблюдается небольшой спад роста, но если сейчас начнется реализация QE3, сценарий будет другой. Да, со стороны США и Китая падает фундаментальный спрос на основные статьи российского экспорта. Но с другой стороны, технический фактор дешевых денег будет поддерживать цены на достаточном уровне. Опасность для России заключается не только в этом, но и в системе контроля госрасходов. В ближайшие полгода выборы, и если в данной ситуации государство решит еще чего-то пообещать, построить, увеличить на фоне падения экспортных цен, будет проблема. Увеличение расходов бюджета как раз и может спровоцировать сложности. Вопрос еще в том, на каком уровне нефтяных цен сбалансирован бюджет. Раньше это были \$60 за баррель, а сейчас, судя по тому, что пишут в СМИ, чуть ли не на

\$110.

- Помимо сокращения госрасходов, возникает вопрос о том, чем обеспечить экономический рост: банки, которые должны исполнять роль кровеносной системы в экономике, таковыми фактически не являются. Динамика роста кредитных портфелей не соответствует скорости и объему появления новых денег в системе. К тому же госбанки, играющие теперь доминирующую роль на рынке, изменяют систему распределения рисков в банковском секторе. Есть фактор недостаточного розничного спроса, и это подтверждает уход иностранных банков из России. Насколько опасными выглядят эти факторы в проекции на бюджетные риски?

- Помимо роста, который генерируется ценами на экспортные товары, есть внутренние источники роста. Они есть - это строительство жилья и прочее. Но проблема в том, я думаю, что в России нет факторов, способных сгенерировать достаточный для роста экономики внутренний спрос. Можно, например, построить 28 стадионов, а можно - 280 маленьких городков. Туда бы поселились люди, им пришлось бы обустриваться: покупать мебель, технику и пр. Это бы потащило за собой производство сопутствующих товаров. Вот вы говорите, что банки недостаточно быстро кредитуют. Но на кредиты тоже нужен спрос. Для этого нужно сформировать потребности. А это вопрос государственной политики. Что касается ухода иностранных банков, это были банки, которые на волне дешевых денег хорошего периода пытались их куда-то распределять. Деньги закончились: ресурсы теперь нужны материнским банкам.

- Из-за отсутствия генерации точек экономического роста в той же банковской системе накапливается излишняя ликвидность, которую банки при наступлении определенных рисков могут размещать, например, на валютном рынке. Как это было в 2008 году.

- Это правда: избыточная ликвидность выливается на валютный рынок и рынок ценных бумаг. В 2008 году проблема была в том, что стали прерываться связи на межбанковском рынке. Сейчас ликвидности достаточно: даже если кто-то там и попытался уменьшить лимиты на контрагентов, все равно не возникает проблем с исполнением обязательств. И государство всех успокоило, сказав, что в случае необходимости ликвидность будет предоставлена в достаточном объеме. И это правильно, потому что коллапс, как в 2008 году, никому не нужен. В этот раз государство поступает умнее: оно не защищает курс рубля, позволяя ему довольно широкие колебания. В 2008 году, например, банки просили: сконструируйте нам бумаги с повышенной доходностью. Инвестбанки предложили деривативы на ипотеку и другие производные инструменты. Их раскупали

из-за высокой доходности. А потом все рухнуло. Крайними оказались инвестбанки, которых называли обманщиками. Но ведь коммерческие банки стояли в очередях, чтобы купить эти риски, они умоляли продать им их. Это глобальная проблема, но все упирается в предыдущий длительный период низких ставок, когда в систему было накачано много денег, объем которых не соответствовал уровню реального спроса в экономике.

- Но получается, что нынешняя ситуация хуже?

- Она та же самая.

- Денег-то больше, а спрос - еще ниже, чем был.

- Денег было много, теперь - еще чуть больше. Было плохо, стало чуть хуже. Еще та экономика была не в состоянии переработать объем финансовых вливаний. Из-за этого кризис и случился.

- События, происходящие в Европе, характеризуют как раз очевидную тенденцию к разобщенности экономик. Тот риск, о котором вы упомянули, говоря о причинах Великой депрессии, постепенно реализуется в проблемных регионах Европы. При этом Германия, показывая экономический рост, демонстрирует желание избавиться от роли донора для еврозоны. На ваш взгляд, это преодолимо?

- За счет чего Германия демонстрирует экономический рост? За счет того, что она оказалась относительно стабильна в индустриальном секторе, обеспечившем стабильный экспорт. Но минус Германии, на мой взгляд, в том, что у нее крайне высокие saving rates (ставки по сберегательным счетам.- «Ъ»). В Европе продолжают дискуссии о том, что внутренний спрос удовлетворяется экспортом. Необходимо начинать тратить больше у себя внутри. Хотя люди говорят, что они не хотят тратить больше. Требовать от рабочих покупать костюмы Kiton по \$10 тыс., употреблять тоннами испанские помидоры, потому что местным крестьянам некуда их девать? Это, наверное, глупо. Вопрос: куда тратить? Поэтому структурная слабость экономики существует. У той же самой Германии: обеспеченный экспортом рост будет снижаться. Помните, Россия помогала этому росту, скупая «мерседесы» в конце 1990-х годов.

- Господдержка, которая была предоставлена в кризис, привела к огосударствлению активов. В некоторых секторах - в том же банковском секторе - это полностью изменило расклад сил, спровоцировав уход целого ряда игроков и сокращение маржинальности бизнеса. Получается, что, продолжая господдержку, процесс перестанет быть обратимым?

- Логично. Банковский сектор в этом плане действительно показателен. Мы пришли к доминированию госбанков. При этом установление равных конкурентных условий в нынешней ситуации невозможно. Поэтому, оценивая риски проникновения государственных ресурсов в экономику, можно сказать, что станет хуже. Но для государства важнее отсутствие социальных волнений.

- Тогда возникает вопрос формирования бюджетных доходов в будущем. Сократятся налоговые поступления, например.

- Пока это меньше волнует государство: налоги оно соберет со своих же госбанков. Здесь приходится выбирать меньшее из двух зол. Государство как бы говорит: подождите, ребята, я сейчас все сделаю: и конкурентную среду, и площадку для игры в ваш кредитный футбол, но только мне сейчас надо насыпать здесь побольше песка, а вам придется смириться с неровностями на площадке. Потом - пара бульдозеров, и все станет ровным.

- Ровно - это Советский Союз?

- Возможно. Но без социальных волнений. Кроме того, мы ведь уже знаем, как от Советского Союза переходить в нормальную рыночную экономику. Это схоже с тем, как действует ФРС США и Бен Бернанке. Его обвиняют в том, что будет гиперинфляция, а он апеллирует, что есть целые тома, описывающие то, как победить инфляцию, но нет книжки о том, как бороться с дефляцией. Но в случае с Россией, я считаю, стоит бояться не дефляции, а стагфляции - практически отсутствия экономического роста при наличии двузначной инфляции. В этом вся дилемма и заключается.

Игорь Арнольдович Ложевский

Родился 25 марта 1957 года в Омске. Окончил Омский политехнический институт (1979), получил диплом MBA в Массачусетском университете Бостона (1994). Начинал трудовой путь инженером. С 1988 года руководил представительством СП «Интерквадро» в Омске, затем возглавил советско-британское СП «Индустриальные системы». С 1994 года работал финансовым директором компании «ЮКОС Америка» в Хьюстоне, советником президента ЮКОСа по финансовым вопросам. С 1998 года работал советником в департаменте стран Европы и Центральной Азии Всемирного банка в Вашингтоне. В 2001 году перешел в Deutsche Bank (Лондон) на пост директора международного управления корпоративного финансирования. С 2003 года - соруководитель инвестиционно-банковского департамента Внешторгбанка. В 2005 году вернулся в лондонский Deutsche Bank на пост управляющего директора - руководителя подразделения корпоративных продаж и подготовки сделок по России и СНГ. С 2007 года - председатель направлений глобального банковского обслуживания и рынков капитала по России и СНГ инвестбанка Dresdner Kleinwort. С августа 2008 года - главный исполнительный директор группы ООО «Дойче Банк» в России и СНГ. Женат, двое детей.

Дойче Банк в России

ООО «Дойче Банк» (Дойче Банк Россия) учреждено 17 апреля 1998 года, является 100-процентной дочерней компанией международного финансового концерна Deutsche Bank AG. Оказывает услуги и консультации в сфере корпоративного финансирования, торговых операций, услуги в области реализации активов и сопровождения крупных сделок, управления частным капиталом и активами. Среди корпоративных клиентов - «Норникель», ТНК-ВР, Evraz Group, «Роснефть», «Связьинвест» и др. На 1 июля 2011 года активы банка составляли 73,4 млрд руб. (53-е место в России), собственный капитал - 13,1 млрд руб. ООО «Дойче Банк» имеет четыре офиса в Москве и два в Санкт-Петербурге. Штат сотрудников - около 1 тыс. человек.

Интервью взяла Елизавета ГОЛИКОВА