Антон Табах,
старший аналитик, ИК «Тройка Диалог»

ГЕРКУЛЕСОВА работа или СИЗИФОВ труд

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС 2008/2009 ГОДА ПОТРЕБОВАЛ ЧРЕЗВЫЧАЙНЫХ МЕР ПО ГОСУДАРСТВЕННОМУ РЕФИНАНСИРОВАНИЮ ВНЕШНИХ КРЕДИТОВ БАНКОВ И КОРПОРАЦИЙ ПОД УГРОЗОЙ ПЕРЕДАЧИ КОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ СИСТЕМООБРАЗУЮЩИХ ПРЕДПРИЯТИЙ ИНОСТРАННЫМ СОБСТВЕННИКАМ. РЕАЛЬНАЯ ОПАСНОСТЬ ТАКОГО ПЕРЕДЕЛА СОБСТВЕННОСТИ ОЧЕВИДНА ДАЛЕКО НЕ ДЛЯ ВСЕХ, НО, С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ МНОГИХ РОССИЙСКИХ ВЕДОМСТВ, В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ СЛЕДУЕТ ПРИНЯТЬ МЕРЫ ПО ОГРАНИЧЕНИЮ ИСТОЧНИКА ЭТОЙ БЕДЫ — ИЗБЫТОЧНЫХ ВНЕШНИХ ЗАЙМОВ.

Наличие глобального рынка длинных денег способствовало массовому приходу на него российских компаний и банков. По оценке Центрального Банка, внешний долг небанковского сектора к 1 октября достиг максимума за год — $303.5 млрд. Внешний долг банков с начала года снизился на 17.2%, до $137.7 млрд, но все равно остается существенным и требует постоянного мониторинга со стороны ЦБ. Признав внешние долги злом, регулятору предстоит решить более сложную проблему — создать эффективный механизм борьбы с ним.

ПРЯМОЙ ЗАПРЕТ ИЛИ ЖЕСТКОЕ НОРМИРОВАНИЕ

Еще в апреле 2007 года Казахстан объявил о введении новых требований для казахстанских банков в связи с активным продолжающимся ростом обязательств банковского сектора перед нерезидентами. В частности, регулятор ввел два повышенных коэффициента, ограничивающих риски, связанные с внешними заимствованиями банков. Во-первых, был введен коэффициент капитализации банков к обязательствам перед нерезидентами как отношение обязательств перед нерезидентами (без учета выпущенных

в обращение ценных бумаг) к собственному капиталу банка. Норматив для банков составляет от 2 до 4 в зависимости от размера собственного капитала. Во-вторых, был установлен коэффициент капитализации банков к обязательствам перед нерезидентами как отношение обязательств перед нерезидентами (с учетом выпущенных в обращение ценных бумаг) к собственному капиталу банка. Норматив колеблется от 4 до 6 в зависимости от размера собственного капитала. Скорее всего, данное решение было принято слишком поздно и как минимум не смогло остановить банковский кризис в Казахстане, приведший к катастрофическому состоянию финансовой системы и массированной реструктуризации банковских долгов. Предполагаемое введение нормативных ограничений на системном уровне, скорее всего, только добавит работы регуляторам и осложнит жизнь средним банкам Казахстана.

В России ситуация будет выглядеть несколько иначе. На рынке внешнего долга сильно присутствие компаний с государственным участием. Поэтому государство вполне может реализовать свое право вето на внешние облигационные займы для таких гигантов, как Транснефть или РЖД. При этом финансовая целесообразность подобных запретов не требует обоснований. Для частных компаний, даже получивших господдержку в кризис, возможно принятие превентивных мер через представителей ВЭБ в советах директоров. Отказ от длинных внешних займов в пользу более короткого отечественного финансирования может быть нерациональным с точки зрения бизнеса, но разумной мерой по контролю за рисками.

ДЕСТИМУЛИРУЮЩИЕ НАЛОГОВЫЕ МЕРЫ

В последние несколько недель в СМИ появилась информация о том, что власти озаботились снижением зависимости российских банков и госкорпораций от внешних займов и намерены изменить порядок отнесения расходов по этим займам на прибыль для дестимулирования привлечения внешнего финансирования. В частности, была озвучена мысль в разы — до 3% годовых — снизить предельную ставку по валютным кредитам, которую можно относить на расходы (уменьшая налогооблагаемую базу). Она составляет 15% годовых, но в данный момент временно увеличена до 22%. Было также заявлено, что власти должны понуждать руководство госбанков и компаний, аффилированных с государством, проводить политику по ограничению внешних займов. Попытка решить проблему ограничения внешних заимствований налоговыми средствами представляется несколько радикальной и противоречащей общей философии российского налогового законодательства, сформированной в начале 2000-х годов. На наш взгляд, на начальном этапе выхода экономики из финансового кризиса власти воздержатся от жестких шагов в этой сфере.

УЖЕСТОЧЕНИЕ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Еще одной возможной мерой является возврат к менее либеральному валютному законодательству, введение дополнительного резервирования по кредитам в иностранной валюте, требований по продаже валютной выручки. Такие меры в случае принятия будут носить чрезвычайный характер, неадекватно восприняты рынком и сами по себе снизят кредитное качество всех российских заемщиков на внешнем рынке.

ПОВЫШЕНИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РУБЛЕВОГО РЫНКА

Опыт последних месяцев показывает, что повышение привлекательности рынка рублевых займов способно резко снизить интерес к займам внешним. Ликвидность и наличие возможности рефинансирования в ЦБ сделали рублевые облигации едва ли не более привлекательными, чем кредиты, как для эмитентов, так и для банков-покупателей. Расбалансированность валютного рынка (высокие ставки по форвардным контрактам) и возникшая в результате действий ЦБ и правительства возможность размещать крупные займы на рублевом рынке привели к тому, что при относительно высоких номинальных рублевых ставках реальная стоимость заемных средств в валюте упала ниже и без того заниженных ставок на мировом рынке. Как следствие, мы видим массовую регистрацию эмиссий и выпуск облигаций со стороны компаний, которые опирались на внешние заимствования (в частности, почти у всех компаний горно-металлургического сектора). При этом средний объем займа радикально вырос с 3–5 до 15–20 млрд руб., способствуя созданию более ликвидного рынка. Результатом стало и существенное снижение объемов технических выпусков (когда заранее определены инвесторы и ставка, а целью является последующее рефинансирование бумаг в ЦБ), весьма распространенных в кризис, которые постепенно заместились рыночными. Почти исчезли и популярные до кризиса зеркальные сделки, когда банки, идентичные по рейтингу, обменивались выпусками облигаций с абсолютно одинаковыми параметрами — раздувание балансов перестало быть выгодным. К настоящему времени рынок свободно переваривает эмиссии на 80–100 млрд руб. в месяц — что спокойно заменяет невозможность выхода на внешний рынок.

Дальнейшие перспективы рублевого рынка сильно зависят от позиции регуляторов. Продолжающееся снижение процентных ставок частично компенсирует последствия нормализации рынка форвардов и будет способствовать дальнейшему снижению стоимости рублевых заимствований. Однако предполагаемые ограничения на срок действия регистрации биржевых облигаций (которые сами по себе сильно оживили рынок), введение дополнительных требований для эмитентов (институт трасти) должны вводиться максимально аккуратно и с учетом мнений участников рынка. От регуляторов требуется и улучшение процедур листинга, укрепление пенсионной и страховой индустрии. Изменения в инвестиционной декларации для обязательных пенсионных накоплений — это хорошее начало. Но от властей потребуется достаточно долгая и сложная программа по созданию отечественной базы для длинных денег. Инфраструктурные облигации также могут стать одним из направлений для снижения зависимости российских эмитентов от глобальных источников капитала.

В целом у регуляторов наличествует выбор между сизифовым трудом (быстрым созданием системы трудноисполнимых для государства и финансовых институтов регулятивных мер) и геркулесовой работой (сложного и долгого процесса повышения привлекательности отечественного рынка облигаций и откорма инвесторов, независимых от денег ЦБ и Минфина). Первый вариант прост, но объективно вреден для рынка и экономики, второй сложен, но требует совместной работы властей и участников рынка.