Ведущие российские экономисты рассуждают о том, станет ли переход России в неинвестиционную категорию таким уж судьбоносным, чем в долгосрочном плане может обернуться для России история с «мусорным рейтингом», какие именно последствия решения S&P и Moody's предстоит расхлебывать российским заемщикам и велика ли вероятность возвращения инвестиционного рейтинга на Родину.

Мусорный ветер

Наталия ОРЛОВА,
главный экономист,
Альфа-Банк

Решение S&P и Moody's отличаются от других понижений рейтинга, так как речь идет о снижении рейтинга ниже инвестиционного уровня. Это своего рода рубеж для финансовых рынков: если инвестиционный уровень позволял европейским и американским инвестиционным фондам, практикующим низкорискованные стратегии, инвестировать в российские ценные бумаги, то сейчас для многих из них эта возможность будет потеряна. Для российского рынка это означает, что эмитентам стоит подготовиться к сохранению высоких процентных ставок по долговым инструментам, которые в сочетании с девальвацией валюты могут сделать внешний долг запредельно дорогим. Решение рейтинговых агентств, таким образом, создает предпосылку для сохранения относительно высоких процентных ставок и на внутреннем рынке.

Решение агентств всегда мотивировано динамикой экономических индикаторов, я бы сказала только, что эти индикаторы следует делить на внутренние и внешние. Внутренние индикаторы экономики России пока неплохи, но внешняя конъюнктура играет против нее: снижение цен на нефть оказывает давление и на платежный баланс, и на бюджет. Именно это соображение — развитие внешней ситуации — является важной предпосылкой для решения рейтинговых агентств.

Госдолг в России находится на минимальных уровнях, порядка 10% ВВП суммарно по внешнему и внутреннему долгу. Так что решение о понижении рейтинга в первую очередь болезненно для компаний. Тем не менее, поскольку многие эмитенты являются госкомпаниями, очевидно, что косвенный негативный эффект для государства не следует сбрасывать со счетов.

Отличительной чертой текущей ситуации является тот факт, что российские банки не сталкиваются с кризисом ликвидности благодаря рефинансированию из ЦБ. Таким образом, в целом в экономике есть проблема удорожания ресурсов, но нет проблемы их дефицита. Поэтому говорить о волне дефолтов пока преждевременно, хотя для отдельных компаний повышение процентных ставок, безусловно, стало негативной новостью.

В обозримом будущем перспектив возвращения инвестиционного рейтинга для России не просматривается. Скорее всего, повышение рейтинга теперь будет возможно только в условиях запуска структурных реформ, которые пока еще не находятся даже в фазе обсуждения.

Олег КУЗЬМИН,
главный экономист
по России и СНГ,
«Ренессанс Капитал»

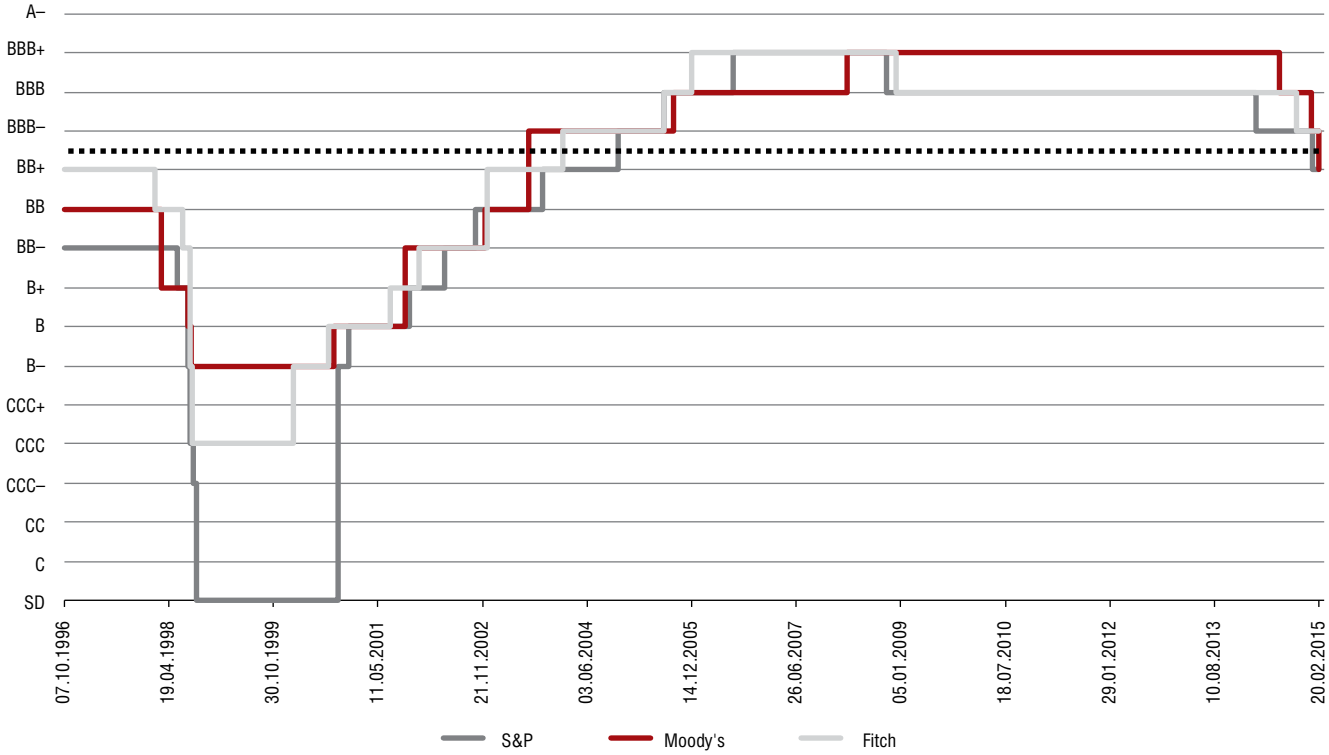
Само по себе решение S&P снизить рейтинг России до уровня ниже инвестиционного не имело масштабных последствий для российского рынка. Во-первых, это решение было во многом ожидаемо, во-вторых, у России сохранялся статус страны, имеющей инвестиционный рейтинг, так как два других агентства (Fitch и Moody's) до недавнего времени сохраняли свои рейтинги на данных уровнях.

Решение Moody's имеет уже гораздо более значительные последствия. Россия в таком случае переходит в качественно другую группу заемщиков, что, помимо прочего, может вызвать нарушение ковенантов в уже действующих кредитных договорах и тем самым спровоцировать необходимость досрочного возврата средств. По оценкам Минэкономразвития, подобное событие может увеличить отток капитала из российской экономики на $20–30 млрд в этом году.

Для сравнения, по нашим оценкам, объем предстоящих погашений внешнего долга без учета снижения рейтинга составляет около $80 млрд в 2015 г.

Что касается решения рейтинговых агентств, то сложно не согласиться с оценкой достаточно мрачных перспектив российской экономики в 2015 г. (мы ожидаем падения ВВП на 4,3% при цене на нефть $60 за баррель). Но оснований говорить о потере Россией кредитоспособности, тем более на суверенном уровне, все-таки недостаточно. Наиболее важный момент — то, что при любых ценах на нефть Россия сохраняет значительное положительное сальдо текущего счета платежного баланса (в худшем случае как минимум в размере 3,5% ВВП, но при ценах на нефть около $60 за баррель эта цифра ближе к 4% ВВП), что обеспечивает постоянный приток валютной выручки в страну и снижает давление на международные резервы. К тому же, стратегия их использования, на наш взгляд, заметно поменялась с конца прошлого года. В целом в базовом случае мы ожидаем сокращения резервов приблизительно на $40 млрд в течение этого года.

Рисунок 1. Изменение рейтинга РФ международными агентствами



Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
экономист, ING Commercial Banking (Россия)

При практически полностью закрытых внешних рынках заимствований и текущих котировках российского валютного суверенного и корпоративного риска решение агентств о снижении рейтинга России до мусорного уровня на экономику большого влияния не оказывает. Косвенно экономика и рынок уже функционируют в условиях более низкого рейтинга.

Очевидно, что с формальной точки зрения, если смотреть только на макропоказатели, РФ должны были снизить рейтинги наряду со многими другими странами, имеющими сопоставимые в целом — или худшие — показатели. Кроме того, исторически рейтинговые агентства скорее фиксируют текущее положение вещей и ближайшую перспективу, нежели действительно предвосхищают изменение фундаментального положения заемщиков, изменяя их рейтинг. Однако в текущей ситуации геополитическая неопределенность настолько высока и не поддается логическому анализу, что агентства решили пойти на такой шаг и учесть эти малоформализуемые факторы.

Основные сложности от понижения рейтингов возникают, конечно, для корпоративного сектора. Очевидно, что проблем с погашением внешнего долга у РФ нет и не предвидится, рефинансировать его по текущим ставкам РФ не будет. Но для многих частных заемщиков это проблема. Хотя, как мы уже видим, рейтинги некоторых компаний в РФ остаются на инвестиционном уровне, поэтому не исключаем, что в отношении корпоративных заемщиков подход будет более избирательным.

Дефолты возникают во время любого кризиса, и текущий вряд ли станет исключением. Но массовых дефолтов мы не ждем, наиболее проблемные заемщики рынку хорошо известны.

Понижение рейтинга России агентством Moody's лишь усилит негативные эффекты для экономики. Более того, после понижения в неинвестиционную зону вряд ли стоит надеяться на быстрое восстановление рейтингов, поэтому РФ и компаниям придется жить с этим довольно продолжительный период времени, если, конечно, власти не преподнесут какое-то «экономическое чудо».

Рейтинговые действия со стороны Moody's и Fitch могут спровоцировать новую волну распродаж в евробондах, однако мы по-прежнему считаем, что многие участники рынка, предвкушавшие понижение, заранее вышли из активов еще в 2014 г. Есть некоторые моменты, связанные с возможным изменением веса российских бумаг в индексах долгового рынка. Однако исключение бумаг РФ из индексов инвестиционной категории переведет их в индексы более низкой категории, которые по-прежнему могут использоваться инвесторами в качестве бенчмарков. Поэтому риски есть, но с учетом уже произошедшего снижения цен облигаций дополнительные негативные эффекты не должны быть очень значительными.

Для рубля понижение рейтингов несет меньше рисков. Для инвесторов в локальные бумаги более важное значение имеет ситуация в экономике и политика денежных властей. Если она останется предсказуемой, то больших распродаж рублевых бумаг и дополнительного ослабления рубля мы бы не ждали. Поэтому краткосрочный эффект возможен, но он вряд ли будет значительным по масштабу и длительности.

Максим ПЕТРОНЕВИЧ,
заместитель начальника Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

Ожидания снижения суверенного рейтинга России были давно заложены в рынок — именно по этой причине снижение прошло достаточно спокойно. В то же время, необходимо учитывать, что рейтинги России от двух других агентств до недавнего времени оставались на инвестиционном уровне, то есть позволяли зарубежным портфельным инвесторам сохранять российские бумаги. В результате понижения рейтинга агентством Moody's реакция рынка может оказаться более существенной, однако все равно ограниченной. Доступ к внешнему рынку капитала и без того закрыт, но некоторые держатели российских бумаг смогут воспользоваться ковенантами и предъявить их досрочно к погашению. Однако сделают это далеко не все — реализовать эти бумаги можно будет только с большим дисконтом.

Решение S&P по большей части основано на ожиданиях снижения обеспеченности долга сформированными резервами и доходами экономических агентов, то есть имеет целиком экономический подтекст. Однако корень проблемы с обеспеченностью внешнего долга кроется в отсутствии возможности его рефинансирования, что вызвано скорее политическими причинами, нежели нежеланием инвесторов пойти навстречу. В случае снятия внешнеэкономических ограничений напряженность спадет, что будет способствовать восстановлению рейтингов.

Прежде всего стоит ожидать пересмотра рейтингов компаний и банков, связанных с государством, а также тех эмитентов, рейтинг которых ограничен страновым потолком. По этому правилу пересмотр суверенного рейтинга практически автоматически с некоторым лагом приводит к пересмотру рейтингов компаний.

Низкий уровень долга, ослабление рубля и поддержание высоких цен на товары российского экспорта, кроме нефти, будут способствовать поддержке рентабельности российских предприятий. Финансовая ситуация несколько осложнена снижением доступности банковского кредитования и внешнего рефинансирования, однако далека от критической.

Рейтинг от Fitch стоит на негативном прогнозе, поэтому вероятность негативных рейтинговых действий с его стороны остается высокой. При этом сейчас в фокусе агентства находятся антикризисные меры правительства, оперативность и эффективность реализации которых напрямую влияют на возможность сохранения статус-кво.

Сейчас под пристальным вниманием рейтинговых агентств находится ситуация с бюджетом, динамика ВВП и обеспечение золотовалютными резервами внешнего долга. Если ситуация по этим показателям стабилизируется, реакция агентств не заставит себя ждать.

Если бы крупные инвесторы хотели вывести активы из России, они бы это уже сделали. Статданные не фиксируют резкого оттока иностранных инвесторов: так, доля нерезидентов-держателей ОФЗ остается на стабильном уровне и по сравнению с мартом 2014 г. даже немного выросла, с 22,2% до 24,9%. Если у инвесторов будет возможность остаться на российском рынке, то, вероятно, некоторые из них не захотят фиксировать понесенные убытки и предпочтут держать бумаги до погашения. До тех пор пока один из рейтингов будет находиться на инвестиционном уровне (а именно в таком ключе — «один из» — нередко сформулированы критерии отбора), у крупных инвесторов будет формальный повод сохранять свое присутствие на российском рынке.

Снижение рейтингов другими агентствами может привести к тому, что некоторые держатели российских бумаг смогут воспользоваться ковенантами и предъявить бумаги к досрочному погашению. По оценкам Минэкономразвития, объем этих бумаг составляет $20–30 млрд, что в краткосрочном периоде может спровоцировать коррекцию рубля. Сам по себе этот объем не вызовет существенного ослабления, однако может стимулировать покупку валюты другими экономическими агентами (например, населением). В данной ситуации многое будет зависеть от скоординированных действий Банка России и правительства.

Александр ЗАЙЦЕВ,
генеральный директор, рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг»

Решение рейтинговых агентств является нейтральным по отношению к российским активам, обращающимся на внутреннем и внешних рынках. В значительной степени ожидание подобного шага уже было заложено в цены активов, которые давно оценены рынком даже не на уровне рейтингов категории BB, а на уровне B. Решение, конечно, негативно для экономики России, но его значимость не стоит переоценивать. Более болезненным оно является для корпоративного сектора, поскольку государство пока не планирует занимать на внешних рынках, а на внутреннем вопрос рейтингов не столь критичен.

Решение агентств по потолку суверенного рейтинга автоматически вызовет пересмотр в сторону понижения рейтингов квазисуверенных эмитентов. В остальных случаях снижение «странового потолка» будет лишь одним из факторов, ведущих к рейтинговым действиям.

Консервативные инвесторы, как правило, не оставляют решение о продаже до последнего момента. Именно поэтому можно говорить о том, что понижение рейтинга уже было заложено в цены активов. В то же время, можно утверждать, что данное событие не отвлечет от рынка различных спекулянтов, специализирующихся на операциях с высоковолатильными активами. Кроме того, ряд инвесторов до последнего времени откладывал свои решения о приобретении российских бумаг на внешнем рынке, ожидая, что снижение в спекулятивную категорию может привести к падению цен привлекательных активов. В этой связи можно ожидать, что спрос на российские активы не снизится, а объемы операций даже могут возрасти.

Возвращение инвестиционного рейтинга — не такое редкое явление. При нормализации геополитической ситуации и выходе российской экономики из кризиса, а также в случае восстановления жесткости бюджетной политики это вероятно. Но процесс, естественно, займет не несколько кварталов, а скорее несколько лет.