Антон ТАБАХ,
директор по региональным рейтингам и инфраструктурным проектам, РА «Рус–Рейтинг»

Рынок ледникового периода

События последнего года (в первую очередь санкции со стороны США и Евросоюза) резко изменили ситуацию для российских долговых инвесторов и эмитентов. Причем по масштабу, глубине и скорости изменений мы имеем дело не с локальным «медвежьим» рынком, а с системными изменениями, своего рода ледниковым периодом. И рынок, и его участники, и регулятор будут вынуждены адаптироваться к новым условиям или же вымрут по жестоким законам эволюции.

В 2008–2009 гг. ситуация тоже казалась почти безнадежной: низкие цены на нефть, закредитованность целых секторов экономики, неготовность государства к оказанию поддержки. Спасение пришло от достаточно благоприятных внешних событий (тотальное снижение процентных ставок до исторических минимумов), роста цен на сырье и, как следствие, восстановления привлекательности рублевых активов, а также довольно быстрого возвращения иностранных денег, привлеченных достаточно жирными спредами. В этот раз ситуация разворачивается практически с обратным знаком. Цены на нефть рухнули и с трудом удерживаются около уровня $50 за баррель: выросшие объемы добычи сланцевой нефти, дешевеющей за счет новых технологий, давят на рынок и не допускают быстрого отскока. Зажимание кредитной политики в США стимулирует отток средств из сырья и развивающихся рынков. Только анемичная Еврозона остается потенциальным источником дешевых денег — впрочем, крайне ненадежным. Китай и Ближний Восток постепенно нарастили силу и масштаб, но, во-первых, он не сравним с более традиционными рынками, а во-вторых, инвесторы из этих государств достаточно прохладно относятся к долговым инструментам. Санкции, введенные против российских банков и корпораций после событий в Крыму и на юго-востоке Украины, еще больше ограничили инвестиционный потенциал российского рынка.

В настоящий момент санкциями затронуты банки, покрывающие около 54% активов российской банковской системы. Международный рынок капитала был для них основным источником долгосрочного и относительно дешевого финансирования, то есть после введения санкций российские банки фактически лишились западных источников средств. После введения секторальных санкций размещения российских облигаций практически прекратились. Аналогичная ситуация сложилась на рынке синдицированных кредитов: практически полностью прекратились синдицированные сделки во втором и третьем кварталах 2014 г.,

и лишь в ноябре несколько банков, не входящих в санкционный список, привлекли кредиты на внешнем рынке. Несмотря на отдельные успешные примеры (Альфа-Банк, «Газпром»), делать вывод об оживлении на рынке внешних заимствований пока рано: объемы последних сделок сильно уступают докризисным кредитам, сохраняется недоверие со стороны иностранных партнеров, влекущее за собой сложности при переговорах, отказы от участия, увеличение процентных ставок. Как следствие, российские эмитенты на данный момент имеют возможность привлечь лишь короткие деньги и по относительно высоким ставкам. Внешний долг банковского сектора России по состоянию на 01.10.2014 составлял $192 млрд. 24% этого объема приходится на частные банки, 14% — на дочерние иностранные банки, а основная масса — 62% — на банки с участием государства в капитале. По состоянию на 01.01.2015 внешний долг банков составил уже $171.1 млрд, и следует ожидать его постепенного сокращения за счет замещения внешнего долга рублевым и обязательствами перед ЦБ РФ.

В течение прошлого года агентства «большой тройки» довольно часто предпринимали рейтинговые действия против суверенного рейтинга страны, российских компаний и банков. Однако январь нового года оказался особенно урожайным на события. 9 января 2015 г. Fitch понизил суверенный кредитный рейтинг России с BBB до BBB- с негативным прогнозом. Агентство мотивировало это резким обесценением рубля, падением цен на нефть, негативным влиянием санкций, а также неблагоприятно влияющим на экономику эффектом повышения ключевой ставки. 16 января 2015 г. Moody's также выписало России очередной «горчичник». К середине января рейтинги России от трех крупнейших рейтинговых агентств сравнялись, причем все агентства не исключали в ближайшей перспективе пересмотра показателей кредитоспособности страны в сторону понижения с выводом из инвестиционной категории. В конце декабря 2014 г. другое агентство, Standard & Poor's, инициировало внеочередной процесс переоценки суверенного рейтинга России (рейтинг России от S&P находился на уровне BBB- с негативным прогнозом с апреля 2014 г.). 26 января 2015 г. S&P снизило рейтинг России до BB+ — из инвестиционной в спекулятивную категорию. S&P объяснило свое решение экономическими факторами и ожиданиями ухудшения качества финансовых активов с учетом ослабления рубля, ограниченного доступа к международному рынку капитала и экономического спада. 20 февраля Moody's снизило кредитный рейтинг России до «мусорного» уровня. Как следствие, под удар попадают рейтинги квазисуверенных и многих частных заемщиков.

Внутренний рынок уже страдает от заморозков. Повышение ключевой ставки до 17% (с последующим понижением до 15%) парализовало сегмент внутренних заимствований. В декабре money market также оказался под ударом. Зависимость банковского сектора от РЕПО с ЦБ несколько снизилась, но в основном за счет появления новых валютных операций по предоставлению ликвидности. Продление моратория на перевод обязательных пенсионных накоплений в НПФ также ослабил и без того не очень мощных институциональных инвесторов. Средства ЦБ и Казначейства с трудом поддерживают рынок в полуживом состоянии. Решение не проводить переоценку ценных бумаг для банков и профучастников, разрешение регулятора делать вид, что курс рубля изменился значительно меньше, чем есть на самом деле, а рейтинги не менялись с марта, хорошо показывает, что и ЦБ пытается «подморозить» ситуацию со своей стороны — дав ей отстояться.

Поговорка гласит, что ночь темнее всего перед рассветом. Как ни парадоксально, глубина кризиса и отсутствие внешних ресурсов для его разрешения и дает наибольшую надежду. Если не брать в расчет прожекты по созданию базирующейся на духовных скрепах финансовой системы или апокалиптические прогнозы построения «военного капитализма» и огосударствления всего и вся, то поддержание финансовой системы России на адекватном уровне потребует развития долгового рынка, но в других формах и с другой структурой.

Большая волатильность вызывает потребность в новых инструментах (или возврата к старым проверенным механизмам). Последние размещения ОФЗ в виде бумаг с плавающими ставками, скорее всего, дадут сигнал и другим заемщикам. Более частые оферты, более тонкие механизмы защиты от колебаний ставок и курса будут востребованы рынком. Более того, опора на ЦБ как источник ликвидности не слишком здоровая, так что постепенное замещение средств практически неизбежно. Механизмы риск-менеджмента также потребуют серьезных новаций — более быстрого развития отечественных рейтинговых продуктов (вкупе с повышением ответственности рейтинговых агентств) и создания полноценного инструментария, базирующегося на них.

Санкции (точнее, их легальный обход) заставляют проявлять больше креативности: класс инвесторов, привлеченный достаточно щедрыми спредами, должен получить возможность доступа на рынок (как это было с другими санкционными странами в свое время). Заимствования на европейских и американских «дочек» (как это сделал Evraz) или же создание промежуточных структур в третьих странах, не подпадающих под ограничения (в первую очередь речь про Казахстан как член ЕАЭС с развитым финансовым рынком), попытки размещений на новых рынках — все это мы увидим в самое ближайшее время. И от успеха экспериментов зависит, по какому пути глобальный капитал будет идти на российский долговой рынок. Наконец, замедление в экономике и рост ставок приведут к необходимости реструктуризации существенной части облигаций: законодательство и практика серьезно изменились с 2008–2009 гг., поэтому в решении подобных проблем потребуется высокий профессионализм.

Более долгосрочно регуляторы и законодатели должны позаботиться о создании отечественных источников длинных денег — об этом много говорят в хорошие времена, но действуют только в самые плохие. Перезапуск пенсионной реформы, очищение страховой индустрии, стимулирование прихода отечественных инвесторов на рынок через льготные инвестиционные счета — все это необходимо для снижения зависимости от рисков, неподконтрольных российским регуляторам и финансовым институтам.

Если удастся остановить примитивизацию и сжатие рынка и отреагировать на вызовы, мы увидим измененную в лучшую сторону индустрию. Иной вариант был бы слишком позорным, чтобы рассматривать его на страницах Cbonds Review.