Алексей Новиков,
глава представительства рейтингового агентства Standard & Poor's в России и СНГ

ОЦЕНИВАТЬ рыночный риск — это задача инвестора

МАСШТАБНЫЙ КРИЗИС, ИЗ-ЗА КОТОРОГО ПО-ПРЕЖНЕМУ ПРОДОЛЖАЕТ ЛИХОРАДИТЬ МИРОВУЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ, ВНОВЬ ПОРОДИЛ НА РЫНКЕ СПОРЫ О НЕОБХОДИМОСТИ И КАЧЕСТВЕННОМ УРОВНЕ РАБОТЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ. О ТОМ, КАК В ЭТОЙ АТМОСФЕРЕ ОНИ ПРОДОЛЖАЮТ РАБОТАТЬ, В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ГЛАВА ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА STANDARD & POOR'S В РОССИИ И СНГ АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ.

Какие изменения в политике S&P повлек за собой глобальный кризис ликвидности?

S&P существует уже полтора века: экономических и финансовых кризисов за это время было очень много. Каждый имеет собственное лицо, но, тем не менее, в них много общих черт. Мы внимательно следим за тем, что происходит в периоды финансовой турбулентности, поскольку именно в это время в устройстве финансовых инструментов и в рисковой структуре эмитентов выявляются наиболее слабые звенья. Пока ситуация на рынке остается сложной, и наши аналитики следят за ее развитием, решая, в какой степени им стоит изменять критерии оценки рисков и нужно ли вообще их менять.

Мы наблюдаем за статистикой дефолтов, поскольку это самый важный критерий нашей работы. Наши исторические наблюдения ведутся с 1978 года. Согласно статистике дефолтов S&P, по пятилетним бумагам с рейтингами инвестиционных категорий уровень дефолтов составляет примерно 1%, а по бумагам с рейтингами спекулятивных категорий — чуть более 15%. Если рассмотреть одногодичные ценные бумаги, то здесь уровень дефолтов по бумагам с инвестиционным рейтингом составляет порядка 0.044%, а по бумагам со спекулятивным рейтингом — примерно 2.33%. Пока, исходя из этой статистики, рынок ведет себя в соответствии с нашими прогнозами. Если в поведении рынка будут какие-то отклонения от наших предположений, то мы будем изучать, что нам нужно сделать с аналитической точки зрения, чтобы улавливать риски, приводящие к столь негативным тенденциям. В ходе возникновения проблем на американском ипотечном рынке категории subprime несколько месяцев тому назад мы понизили рейтинги небольшого числа выпусков ипотечных ценных бумаг. На наш взгляд, это изменение рейтингов отвечает нашим критериям оценки и не выходит за рамки обычной практики S&P.

Как, по вашему мнению, глобальный финансовый кризис отразился на российском рынке ценных бумаг? Какие зоны риска здесь обнажились в ходе кризиса ликвидности, какие слабые стороны рынка вы увидели?

В России главная зона риска в случае наступления кризиса ликвидности — банковская система. И слабое звено здесь — банки второго-третьего эшелона. Тем не менее, этой осенью Центральный банк России действовал исключительно профессионально и оперативно. Разнообразными мерами, в том числе финансовыми инъекциями и изменением различных регулирующих нормативов, он предотвратил воз-

можный кризис ликвидности, который мог бы привести к тяжелым последствиям для некоторых малых и средних банков. Кризис не состоялся. Во всяком случае, на данный момент мы видим, что российская банковская система успешно справилась с возникшими трудностями.

Были ли какие-нибудь громкие случаи пересмотра рейтингов S&P в странах Европы после той глобальной переоценки рисков, что произошла во всем мире из-за кризиса ликвидности? Насколько часто вашему агентству приходится идти на столь же резкое единовременное понижение рейтинга, как то, что было осуществлено в отношении российской компании «КОПЕЙКА»?

Смотря что называть резким пересмотром. Конечно, понижение рейтинга на четыре ступени происходит нечасто, но, во-первых, важно, с какого уровня происходит это понижение, а во-вторых, в результате чего оно происходит. Еще в июле мы объявили, что ставим рейтинг компании «КОПЕЙКА» в режим специального наблюдения (credit watch) с негативным прогнозом, и по прошествии нескольких месяцев понизили рейтинг.

Режим credit watch означает следующее: мы понимаем, что в компании могут происходить какие-то события, которые нам кажутся существенными, но пока не располагаем достаточной информацией об этих событиях и с помощью credit watch предупреждаем инвесторов, что с нашей стороны могут последовать шаги по изменению рейтинга компании. Если это credit watch с негативным прогнозом, то мы, соответственно, можем понизить рейтинг или оставить его на прежнем уровне, если изучаемые нами события не подтверждают свой негативный характер. В случае credit watch с позитивным прогнозом, наоборот, мы можем повысить рейтинг или оставить его без изменений.

Бывает так, что реализация credit watch приводит к изменениям рейтинга на несколько ступеней. Чаще всего это связано со слияниями и поглощениями, когда происходит скачкообразное изменение финансового профиля рейтингуемой компании. Иногда, особенно если компания недостаточно прозрачна, публикация свежей финансовой отчетности может привести к пересмотру рейтинга (в случае, когда она открывает неизвестные до времени пересмотра факты). Решения главного акционера или менеджмента компании, если они существенно затрагивают финансовый профиль компании, и ряд других существенных событий могут привести к скачкообразным изменениям рейтингов.

Я помню несколько примеров реализации режима credit watch в скачкообразное понижение рейтинга. Один из них — пример «ЮКОСа».

S&P понизило суверенный рейтинг Казахстана на одну ступень. Какими будут ваши дальнейшие шаги в изменении оценки рисков финансовой системы этой страны — будете ли понижать рейтинги казахстанских банков?

Мы изменили суверенный рейтинг страны, но большинству казахских банков (за исключением Казкоммерцбанка) рейтинги не меняли, пересмотрели лишь прогнозы. Мы считаем, что финансовая система Казахстана существенно нагружена долговыми обязательствами и экспонирована на валютный риск. Правительство Казахстана, желая стабилизировать банковскую систему страны и помогая ей различными мерами, по сути дела, берет на себя дополнительный риск и отвечает своей собственной кредитоспособностью. Именно поэтому со стороны S&P прежде всего последовало понижение рейтинга Казахстана, а не отдельных банков. Финансовая нагрузка казахстанских банков уже сравнительно давно была большой, как и объем долговых обязательств финансового сектора по отношению к ВВП, и все это включалось нами в оценку рейтингов финансовых институтов и суверенного рейтинга Казахстана.

В связи с кризисом ликвидности возросла вероятность поддержки правительством банковской системы страны, что, разумеется, означает дополнительные затраты правительства. Это справедливо как для Казахстана, так и для России. Однако нагрузка на финансы правительства Казахстана в результате принимаемых им мер в удельном измерении значительно выше в сравнении с аналогичным параметром в России.

В России в период затруднений с ликвидностью этой осенью S&P не изменило ни одного банковского рейтинга, однако опять надо иметь в виду, что эти затруднения предполагались и были включены в оценку финансовой устойчивости банков.

Какая именно информация обычно необходима S&P для оценки кредитоспособности государства?

Обычно, когда речь идет об информации, например, от регулирующих органов, мы хотим знать всю стратегию принятия решений центральным банком или финансовыми властями (например, Министерством финансов Казахстана) в отношении поддержки системообразующих банков или банковской системы в целом. Нам нужно представлять, до какого уровня поддержки финансовой системы правительство и финансовые власти дойдут в том или ином случае. Если внутри страны или региона нет системы, которая предполагает ответ на этот вопрос, если этот вопрос в каждом конкретном случае приводит к дискуссии, политическим противоречиям и так далее, то это говорит о возможных проблемах. Ведь даже если регулирующие органы в итоге договорятся, то к нужному времени они могут опоздать с принятием решений о поддержке и/или их реализацией. Рейтинговые агентства оценивают вероятность дефолта, что означает вероятность неуплаты долга в срок (!) и в полном объеме. Точное время выплаты долга — это принципиально. Даже если должник заплатит через день после обещанного срока полную сумму, то это все равно будет квалифицировано как дефолт.

Нам всегда важно, как прописаны и устроены механизмы принятия решений о поддержке государственных или негосударственных системообразующих финансовых институтов, эта информация для нас принципиальна. Если у нас такой информации нет, это необязательно означает, что правительство скрывает от нас эту информацию, иногда нам не могут дать эту информацию, потому что такой системы принятия решений просто нет.

Допустим, вы спрашиваете (я беру любую страну) Министерство финансов: «Какие меры поддержки финансовой системы в случае кризиса ликвидности вы планируете предпринять?», а оно отвечает: «Никаких, по закону мы не обязаны платить по обязательствам финансовых институтов, это не наша ответственность». Но мы же прекрасно понимаем, что в случае финансового кризиса может быть принято политическое решение о поддержке банковской системы, и важно, чтобы это решение принималось быстро и своевременно.

Очень важно, есть ли у страны или региона резервы, как прописаны формы и методы использования этих резервов, как быстро эти резервы можно извлечь. В самом общем виде это вся информация, которая нам нужна, чтобы понять, как быстро государство сможет предпринять шаги по поддержке банковской системы, откуда оно возьмет деньги, изменит ли оно бюджет или возьмет из резервов, какой процесс согласований для этого потребуется.

Насколько вам в этом смысле комфортно работать с регуляторами российской финансовой системы? Эффективно ли они координируют свои действия, насколько понятны и предсказуемы их решения?

Мы находимся в плотном и продуктивном контакте с регуляторами российского рынка. Нам кажется, что Центральный банк и правительство действуют достаточно слаженно. Как я уже отметил, осенние затруднения с ликвидностью были профессионально ликвидированы Центральным банком. Необходимость поддерживать системообразующие финансовые институты в ситуациях финансового стресса четко осознается каждым из финансовых регуляторов — и Минфином, и Центральным банком, и Минэкономразвития — и Администрацией Президента РФ, а также представителями государства в советах директоров крупных госкомпаний. Несмотря на то что у российского государства нет юридического обязательства отвечать по долгам госкомпаний, тем не менее есть понимание того, что в ситуации кризиса финансовая помощь системообразующим компаниям должна поступить в срок и в нужном объеме. Судя по тому, что происходило осенью, можно утверждать, что политические решения о поддержке финансовой системы в России принимаются быстро и уверенно.

Слаженные и эффективные действия российских регуляторов финансового рынка и правительства во время кризиса ликвидности могут послужить предпосылкой для того, чтобы S&P задумалось о повышении суверенного рейтинга России?

Суверенный рейтинг страны зависит от очень многих факторов. Условные обязательства — лишь один из них. Готовность правительства предоставить господдержку системообразующим банкам означает дополнительную нагрузку на бюджет правительства и является фактором риска для суверенного рейтинга. Пока у российского правительства достаточно средств, чтобы иметь возможность отвечать по своим условным обязательствам без угрозы снижения суверенного рейтинга.

Представители S&P в своих публичных выступлениях часто говорят о высоких политических рисках России. Но предсказуемый результат прошедших в декабре парламентских выборов можно рассматривать как свидетельство политической стабильности в России, исход предстоящих выборов президента также практически предрешен. Могут ли эти обстоятельства подтолкнуть S&P к пересмотру суверенного рейтинга России уже в краткосрочной перспективе?

Мы не реагируем на те или иные результаты выборов как таковые, нам важны изменения в экономической и финансовой стратегии, которые могут привести к изменению фундаментальных факторов кредитоспособности, к смене налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики правительства.

Почему, на ваш взгляд, российский рынок до сих пор игнорирует отсутствие кредитного рейтинга у заемщика?

На мой взгляд, все происходит с точностью до наоборот: кредитные рейтинги полностью институционализировались в России и набирают все большую популярность. S&P рейтингует более 75% объема всех выпускаемых в стране эмиссий. За рубежом получение рейтинга — это традиция, потому что для институциональных инвесторов, пенсионных фондов, страховых компаний, крупных банков, которые управляют своими активами, очень важно иметь независимые точки зрения на кредитный риск от нескольких агентств. Они покупают бумагу только в том случае, если она имеет рейтинги одного или нескольких рейтинговых агентств, которые оперируют на мировом рынке.

Кредитный рейтинг нужен эмитенту для того, чтобы снизить стоимость заимствований и выйти на определенные категории инвесторов. Если эмитент ориентирован на международного инвестора, то он должен учитывать, что такому инвестору нужно сравнивать эмитентов в разных страновых контекстах. Внутреннему инвестору, у которого портфель состоит в основном из внутренних выпусков, международные сравнения, наверное, нужны меньше. Другое дело, что когда рынок развивается и доходит до больших глубин и уровней структурирования, то тогда международные рейтинги и на внутреннем рынке помогают, потому что бумаги, которые котируются на внутреннем рынке и за рубежом, получают единый эквивалент в виде оценки кредитного риска. Пока российский рынок недостаточно глубок с точки зрения внутренней базы инвесторов, в том числе институциональных инвесторов, а также по своему объему и структуре. Тем не менее поразительно, насколько востребованным становится кредитный рейтинг для сугубо внутренних выпусков.

Существует ли аналогичная ситуация с игнорированием отсутствия кредитного рейтинга у эмитента в других развивающихся странах?

Как я уже говорил, российские эмитенты не только не игнорируют кредитные рейтинги, но, наоборот, с удовольствием их используют. Среди наших клиентов много эмитентов, которые выпускают рублевые долговые обязательства. Тем не менее, они получают международный рейтинг. Я не стал бы утверждать, что, если эмитент не занимает за рубежом, он вообще не заинтересован в рейтинге международного агентства. Возьмем хотя бы российские регионы, двадцать шесть из которых уже имеют международные рейтинги. Из них только два — Москва и Санкт-Петербург — могут быть заинтересованы в международном рейтинге по причине того, что у них есть еврооблигации или они используют иностранные кредиты. Все остальные регионы, согласно Бюджетному кодексу, не имеют права на международные заимствования, так как занимать в иностранной валюте можно только для целей рефинансирования валютного долга. Рейтинги S&P заказывают и города, и административные районы, которые занимают исключительно в рублях. Так что я не думаю, что сейчас действует «правило» получать международный кредитный рейтинг только для осуществления заимствований на международных рынках. Выход на международный долговой рынок раньше был очевидной предпосылкой для получения международного рейтинга, а сейчас российский рынок ушел далеко вперед.

Каковы, на ваш взгляд, перспективы российских рейтинговых агентств? Каково будет в ближайшие пять лет соотношение на российском рынке между «большой тройкой» и национальными агентствами?

Мы вообще не конкурируем друг с другом, у нас разные продукты. Мы делаем международный рейтинг, который позволяет крупному институциональному инвестору сравнивать риски по международной шкале, имея в виду, что все эмитенты, в бумаги которых он инвестирует, находятся в разных страновых контекстах, а национальное агентство дает возможность сравнивать кредитные риски в рамках одной конкретной страны.

На других рынках такая же ситуация в распределении сил между локальными агентствами и «большой тройкой»?

В отношении кредитных рейтингов, по сути дела, да, поскольку европейские и североамериканские рынки очень сильно развиты, количество и объемы выпусков очень большие, и там в основном пользуются спросом рейтинги международных агентств. Хотя некоторые продуктовые ниши, к примеру, рейтингование позиций банков на межбанковском рынке, занимают национальные рейтинговые организации.

Считаете ли вы, что рейтинговая индустрия находится в кризисе? Сначала был Азиатский кризис, потом скандалы с корпоративной отчетностью американских корпораций, наконец, кризис на рынке ипотеки subprime — все эти события не были вовремя замечены рейтинговыми агентствами, после чего инвесторы стали меньше им доверять. Каковы пути выхода из этого кризиса рейтинговой индустрии?

В вашем вопросе содержатся утверждения, с которыми я не согласен. Если непредвзято посмотреть на историю событий, которые вы назвали, на динамику рейтингов, на истинные причины банкротств, то вы увидите, что кредитные рейтинги S&P все это время были точным и объективным отражением кредитного риска. Кредитный рейтинг — это вероятность дефолта. Эта вероятность есть даже у бумаги с самым надежным рейтингом AAA (менее 1% за 5 лет). Иными словами, один из тысячи эмитентов с таким рейтингом может оказаться в дефолте в пределах 5 лет. Для спекулятивных категорий кредитного рейтинга, в которых находились страны Юго-Восточной Азии накануне кризиса и Россия накануне дефолта 1998 года, данная вероятность значительно выше. К примеру, для рейтинговой категории CCC, в которой оказалась Россия накануне дефолта 1998 года, такая вероятность составляет более 50%, то есть на тот момент это означало ожидание дефолта более 500 из 1000 эмитентов с подобным рейтингом. Кредитный рейтинг нужно уметь правильно интерпретировать. В противном случае не избежать инвестиционных ошибок, горьких разочарований и беспомощных сетований.

Что касается американского ипотечного рынка в сегменте subprime: при том, что идут дефолты по самим ипотечным кредитам, бумаги, ими обеспеченные, демонстрируют значительно большую устойчивость. Из нескольких тысяч бумаг subprime, которые были выпущены, лишь считанное число объявили дефолт. Если смотреть на то, что мы оцениваем, на собственно кредитный риск по бумагам, то он соответствует той вероятности дефолтов, которая реализуется на рынке. А вот рыночный риск этих бумаг — это совсем другое дело, но мы как рейтинговое агентство его не оцениваем. Если бумага падает в стоимости, а инвестиционный банк в результате несет потери, то эти потери банка связаны с недоучетом рыночного риска. Снижение кредитного рейтинга по некоторым бумагам сегмента subprime — это всего лишь оценка увеличившейся, с нашей точки зрения, вероятности дефолта по бумагам, но отнюдь не сам дефолт этих бумаг. То, как рынок скорректировал рыночную стоимость этих бумаг, — дело самого рынка. Конечно, основная масса убытков, которые сейчас декларируются банками, — это убытки от изменения рыночной стоимости бумаг, а не от дефолтов.

Картина еще до конца не ясна, итоги кризиса в сегменте subprime пока не подведены, но уже сейчас понятно, что по уровню дефолтов мы пока не выходим за пределы тех вероятностей, что мы прогнозировали, основываясь на наших исторических наблюдениях. А тем бумагам, по которым эти вероятности представляются нам выше, мы начиная с лета понижаем кредитные рейтинги.

То есть агентства не проглядели кризис? Почему же он стал сюрпризом для большинства участников рынка?

Мы начали посылать рынку сигналы о возможных проблемах в ипотечном секторе еще в апреле 2005 года, когда выпустили специальный бюллетень, в котором было сказано о том, что ипотечный кредит стал доступным очень многим, в том числе заемщикам не очень высокого качества. Затем в середине 2006 года, после того как было размещено несколько выпусков структурированных инструментов, связанных с классом заемщиков subprime, мы изменили некоторые предположения в моделях, которые мы используем, по уровню потерь, ожидаемых в случае различных стрессов на рынке ипотечного кредитования. Еще в июле 2006 года объявили об этом инвесторам, то есть за год до кризиса наши предостережения были известны.

Видите ли вы в средне- или долгосрочной перспективе с развитием рынка российских ипотечных ценных бумаг риск повторения недавнего американского сценария в России?

В России нет такого класса бумаг subprime, нет такого продукта. Российские ипотечные бумаги с рейтингом BBB или BBB+ — не subprime по сути, так как качество базового актива полностью проверено, качество заемщиков верифицировано, доход подтвержден. На американском и европейском рынках есть бумаги с такими же рейтингами, но обеспеченные ипотечными кредитами относительно низкого качества, то есть самым настоящим subprime. Рейтинги этих российских и американских бумаг одинаковые, только в одном случае риск бумаги связан в большей степени со страновым и суверенным риском, то есть с тем местом, страной, где находятся основные активы, — Российской Федерацией. А в другом случае — это США, место протестированное, опробованное, со зрелой правовой средой, но сами заемщики по классу являются относительно более рискованными. То есть бумаги с одним и тем же рейтингом в случае с российскими ипотечными бумагами представляют собой высококлассных заемщиков в непростой бизнес- и правовой среде, а в случае с американскими бумагами — низкокачественных заемщиков в условиях минимальных страновых рисков.

Беседовала Анна Чепракова