Февральская революция

Елена АНАНЬКИНА,
старший аналитический директор,
группа «Рейтинги инфраструктуры»,
S&P Global Ratings

Александр ГРЯЗНОВ,
директор, группа «Корпоративные
рейтинги», S&P Global Ratings

Сергей ВОРОНЕНКО,
директор, группа «Финансовые
институты», S&P Global Ratings

23 февраля 2018 года агентство S&P Global Ratings повысило суверенный кредитный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте до инвестиционного уровня BBB-. Российская экономика приспособилась к снижению цен на сырье и международным санкциям, бюджетная политика остается довольно консервативной, уровень госдолга невысок. Однако, несмотря на рейтинг инвестиционной категории, санкции по-прежнему ограничивают доступ ряда крупнейших заемщиков к мировым рынкам капитала, а многие инвесторы все еще опасаются работать с российскими заемщиками по репутационным соображениям. Объявление новых санкций против некоторых крупнейших российских компаний и физических лиц в апреле 2018 года укрепило эти опасения.

ДЕСЯТЬ ДНЕЙ, КОТОРЫЕ ПОТРЯСЛИ МИР

Вслед за повышением суверенного кредитного рейтинга мы повысили рейтинги ряда крупных российских государственных компаний и компаний финансового сектора, таких как «Газпром», РЖД, «Транснефть» и других. Собственная кредитоспособность этих компаний осталась неизменной, но либо увеличилась надбавка за господдержку (как в случае ВЭБ, ВТБ, «РусГидро», РЖД и других), либо ослабли ограничения, связанные с уровнем суверенного рейтинга (как в случае «Газпрома» или дочерних банков иностранных финансовых групп — ЮниКредит Банка, БНП Париба Банка и других). Мы считаем, что рейтинги госкомпаний, тесно связанных с государством, не могут превышать суверенный уровень: в случае суверенного дефолта слишком велика вероятность того, что их ресурсы будут использованы для поддержания кредитоспособности правительства. Рейтинги банков тоже лишь в редких случаях могут быть выше суверенных. Если бизнес банка сконцентрирован в одной стране, его рейтинг, как правило, не может быть выше суверенного из-за очень высокой зависимости от экономики страны. Февральские повышения рейтингов российских дочерних банков иностранных финансовых групп произошли благодаря тому, что они получили поддержку со стороны более сильных материнских структур; мы считаем, что получение помощи возможно, но этого вряд ли будет достаточно для того, чтобы банки своевременно выполняли все свои обязательства в гипотетическом случае суверенного дефолта. Мы также повысили рейтинг Альфа-Банка до BB+: хотя он и не является государственным, мы учитываем его высокую системную значимость и потенциальную поддержку со стороны правительства в стрессовой ситуации.

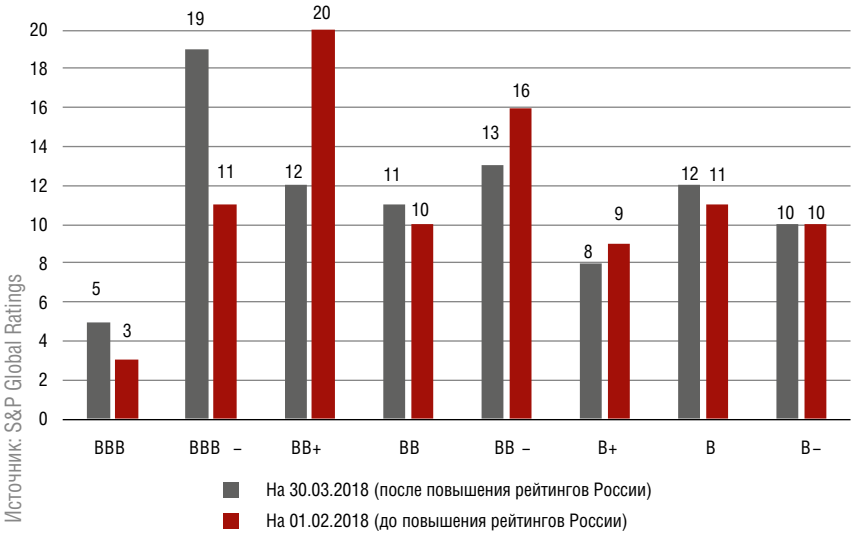

Рисунок 1
Распределение рейтингов в национальной валюте российских компаний корпоративного и финансового секторов

НЕСМОТРЯ НА СУВЕРЕННЫЙ РЕЙТИНГ ИНВЕСТИЦИОННОЙ КАТЕГОРИИ, САНКЦИИ ПО-ПРЕЖНЕМУ ОГРАНИЧИВАЮТ ДОСТУП РЯДА КРУПНЕЙШИХ ЗАЕМЩИКОВ К МИРОВЫМ РЫНКАМ КАПИТАЛА

У крупных экспортеров с невысоким уровнем долга рейтинги уже были на уровне выше суверенного. До февраля 2018 года таких компаний в России было шесть: «Норильский никель», НЛМК, «НОВАТЭК», «Северсталь», «ФосАгро», «ЛУКОЙЛ». Рейтинги этих компаний, соответственно, не изменились, и в настоящее время только рейтинг «ЛУКОЙЛа» превышает суверенный.

Рейтинг «Роснефти» остался на уровне BB+, что связано с высоким объемом долга компании, в частности краткосрочного долга. Возможность повышения рейтинга до инвестиционной категории сохраняется, это отражено в позитивном прогнозе и будет зависеть от успешного решения проблем со структурой капитала и ликвидностью компании в долгосрочной перспективе, в том числе за счет господдержки.

ШАГ ВПЕРЕД, ДВА ШАГА НАЗАД

Как правило, за повышением суверенного рейтинга следует расширение базы инвесторов. Для России это особенно важно, поскольку многие фонды и банки открывают лимиты на страну при наличии у ее правительства рейтингов инвестиционной категории, присвоенных как минимум двумя международными агентствами. В феврале 2018 года у России как раз оказалось два рейтинга такого уровня — по оценке S&P Global Ratings и Fitch Ratings. Повышение рейтингов ряда эмитентов до инвестиционного уровня может способствовать расширению их базы инвесторов.

Однако возможный положительный эффект нивелируется напряженной геополитической ситуацией и ожиданием повышения ставок в США. Несмотря на суверенный рейтинг инвестиционной категории, санкции по-прежнему ограничивают доступ ряда крупнейших заемщиков к мировым рынкам капитала, а многие инвесторы все еще опасаются работать с российскими заемщиками по репутационным соображениям. Объявление новых санкций против некоторых крупнейших российских компаний и физических лиц в апреле 2018 года укрепило эти опасения. Приток средств в 2016–2017 годах был во многом связан с укреплением рубля, однако такое положение дел не обязательно сохранится в 2018 году и в дальнейшем. Напротив, на фоне новых санкций рубль упал существенно ниже уровня, который соответствовал бы текущей цене на нефть.

ДАЛЬШЕ… ДАЛЬШЕ… ДАЛЬШЕ!

«Рейтинговая революция» 2018 года мало что изменила в институциональной среде. Недостаточно эффективные институты власти, непредсказуемость правоприменения, риски политического вмешательства, неустойчивые банки, концентрация экономики остаются важнейшими негативными факторами, встроенными в оценку рисков российского бизнеса. Несмотря на макроэкономическую стабилизацию, институциональные риски в России, к сожалению, не уменьшаются, как показали ситуация с АФК «Система» и потребовавшаяся господдержка ряда крупных банков. До тех пор пока не настанет эра новой экономической политики, российским компаниям будет сложно достичь уровня рейтингов выше BBB-.

Положение России на международной арене также остается напряженным. Декрета о мире мы не ждем, и наш базовый сценарий не предполагает быстрой отмены санкций. Вынужденная опора на свои силы увеличивает взаимозависимость между крупнейшими компаниями и банками России и повышает риски в случае, если кто-то из крупных заемщиков или банков попадет в зону турбулентности. По показателю концентрации банков на крупных заемщиках Россия занимает одно из лидирующих мест в мире. С учетом гигантского размера потребностей в финансировании многих корпоративных заемщиков и их масштабных инвестиционных планов мощность российской банковской систе-

мы может оказаться недостаточной, и доступ к зарубежным рынкам капитала остается критически важным.

Напомним, что для получения и сохранения рейтингов инвестиционной категории важно, чтобы ликвидности с запасом хватало и на амбициозные проекты, и на текущие потребности. Это особенно актуально для компаний, реализующих крупные инвестпроекты, такие как «Сила Сибири».

Банковский сектор все активнее обращается к народу: доля средств физических лиц в совокупных банковских обязательствах уже приблизилась к 40%. И хотя это все еще меньше, чем в странах развитого капитализма, скорее всего в ближайшие годы за счет всеобщей мобилизации народные деньги будут играть все большую роль в структуре фондирования банков. Однако внутренние источники ликвидности по-прежнему ограничены и недостаточно развиты, а финансирование из этих источников носит в основном краткосрочный характер и отличается волатильностью. Таким образом, внутренних источников может быть недостаточно для поддержки роста бизнеса банков, что в долгосрочной перспективе остро поставит вопрос о способности банков обеспечивать адекватное финансирование экономики.

Мы полагаем, что по мере смягчения суверенных ограничений динамика корпоративных рейтингов будет в большей степени зависеть от собственной кредитоспособности компаний. Ни Бог, ни царь и ни герой не заменят продуманной стратегии и финансовой политики.

• Рост цен на нефть и газ, безусловно, поддерживает показатели нефтегазового сектора. Вместе с тем на долгосрочную динамику добычи нефти и газа могут повлиять технологические санкции, если Россия не успеет развить свои технологии. В 2018–2019 годах важными темами будут усиление конкуренции на газовом рынке и спор с Украиной по поводу транзита газа, не говоря о финансировании крупнейших трубопроводных проектов.

• При реализации масштабных проектов, таких как «Сила Сибири», важнейшую роль играет доступ к финансированию. После успешного запуска проекта «Ямал СПГ» стало ясно, что основной вопрос для «Арктик СПГ» именно финансовый.

• Государственное финансирование крупных инфраструктурных проектов постепенно снижается. Если в 2015 году правительство всеми силами старалось поддержать стратегические и инфраструктурные проекты корпоративного сектора, то сейчас госкомпаниям придется все более рассчитывать на собственные силы и готовиться к повышению дивидендных выплат. Вместе с тем увеличивается и выручка регулируемых компаний: растут объемы железнодорожных перевозок, тарифы на передачу и распределение энергии наверстывают упущенное в 2014 году. Именно это, а не рост государственного финансирования, поможет компаниям поддерживать устойчивые финансовые показатели.

• В электроэнергетике завершение программы ДПМ (строительство и модернизация электрогенерирующих мощностей по договорам о поставке мощности) существенно улучшит финансовые показатели компаний в ближайшие годы. Основной вопрос — что будет дальше с инвестициями в модернизацию мощностей. Это во многом зависит от решений правительства о введении нового механизма — «ДПМ-штрих» (или «ГОЭЛРО-штрих»?), а также от стратегии самих компаний. Пока неопределенность сохраняется.

«РЕЙТИНГОВАЯ РЕВОЛЮЦИЯ» 2018 ГОДА МАЛО ЧТО ИЗМЕНИЛА В ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЕ

АПРЕЛЬСКИЕ ТЕЗИСЫ

Включение в санкционный список ряда крупных российских заемщиков в апреле 2018 года делает ситуацию на рынке еще более неопределенной. Мы внимательно наблюдаем за возможными прямыми и косвенными последствиями новых санкций для контрагентов и банков. В частности, согласно публичной отчетности по МСФО, консолидированный долг En+ Group (с учетом долга компании «РУСАЛ») в конце 2017 года составлял $13 млрд, причем значительный объем обязательств приходился на долю российских банков, связанных с государством; российские инвесторы также могли быть держателями облигаций компаний группы. Пока неясно, как будут применяться вторичные санкции и каким образом их будут трактовать участники рынка. Помимо прямого кредитного риска для компаний, вошедших в санкционный список, заметное негативное влияние на финансовые показатели банков может быть связано с ростом волатильности на российском валютном и фондовом рынке. При условии, что нового расширения санкций не произойдет, после спада панических настроений на финансовом рынке банки смогут частично компенсировать возникшие потери, возможно — при поддержке государства.

«КРАСНЫЕ» НАСТУПАЮТ

Несмотря на улучшение экономической ситуации, российские банки продолжают адаптироваться к снижению процентных ставок в России и по-прежнему ведут деятельность в условиях жесткой конкурентной борьбы. Доля государственных банков, которые и ранее доминировали в активах банковской системы, еще более увеличилась (примерно до 70% активов системы) после решения Банка России о введении временной администрации в трех крупнейших частных банках с совокупным объемом активов около 5% ВВП. Разгоревшаяся в банковской системе «гражданская война» как за клиентов, так и за поддержку со стороны правительства вспыхнет с новой силой. Ввиду увеличения числа банков, связанных с государством, возрастает необходимость более четкого определения их специализации.

В сложной позиционной борьбе частные банки неизбежно столкнутся с еще большими трудностями в сфере конкуренции с государственным сектором, поскольку они в большей степени зависят от доверия клиентов и имеют ограниченные возможности в сфере установления ставок. По нашему мнению, небольшие банки могут быть вынуждены выбросить белый флаг и уйти с рынка.