Яков ЯКОВЛЕВ,
старший аналитик
по макроэкономике
и долговым рынкам, «АТОН»

Россия в «высшей лиге»: разделяет ли рынок мнение рейтинговых агентств?

В феврале Россия после трехлетнего перерыва вернулась в группу стран с инвестиционным уровнем кредитного рейтинга: S&P повысил свою оценку рейтинга до BBB-, после чего средний рейтинг страны стал инвестиционным. Агентство мотивировало свое решение консервативной макроэкономической политикой и повышением устойчивости российской экономики к возможному снижению нефтяных котировок и потенциальному ужесточению санкций. Основной вопрос в том, солидарен ли рынок с рейтинговыми агентствами в оценке перспектив России.

Помимо бесспорного улучшения дел на макроуровне (возвращение экономики к росту, успех в борьбе с инфляцией и консервативная бюджетная политика) кредитное качество отдельных отраслей и компаний за последние несколько лет также заметно улучшилось, что нашло отражение в повышении кредитных рейтингов и сокращении кредитных спредов (см. Рисунок 1), а также росте активности на первичном рынке.

Объем предложения российского корпоративного и банковского долга на рынке еврооблигаций заметно вырос в прошлом году ($17 млрд, +53% к 2016 году), что также свидетельствует об улучшении аппетита к российскому риску.

Повышение рейтинга — значимое событие, однако нельзя сказать, что оно возымело существенный эффект на рынок российского госдолга.

Во-первых, рынки, как правило, реагируют на улучшение кредитного качества гораздо быстрее, чем рейтинговые агентства. Спреды российских суверенных евробондов к выпускам стран с инвестиционным рейтингом, таких как Индонезия и Мексика, сужались на протяжении большей части прошлого года и в первые месяцы 2018-го и в феврале опустились до минимальных отметок (около 20 б.п. — премия к выпускам Индонезии, спред с суверенными бумагами Мексики опустился ниже нуля).

СТРАХИ ПО ПОВОДУ НОВЫХ САНКЦИЙ ПО-ПРЕЖНЕМУ СУЩЕСТВЕННО ВЛИЯЮТ НА ВОСПРИЯТИЕ РОССИЙСКОГО РИСКА

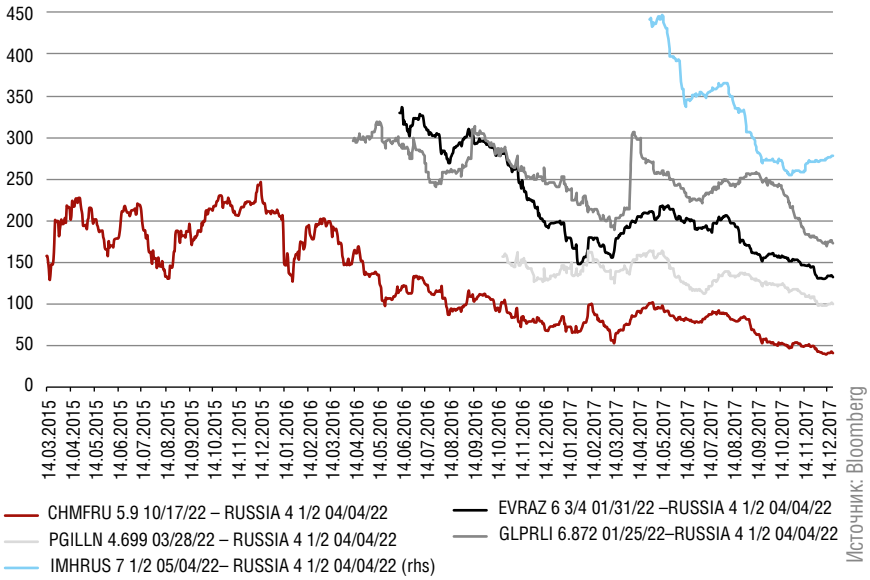
Во-вторых, хотя инвестиционный уровень рейтинга и дает допуск в некоторые облигационные индексы, которые отслеживают многие иностранные фонды, наиболее значимый индекс EMBI, рассчитываемый JP Morgan, не ориентируется на рейтинг, главное — это принадлежность страны к сектору Emerging Markets.

Кредитный рейтинг — важный элемент оценки при принятии инвестиционных решений, однако, безусловно, не единственный: как наглядно показывает динамика рынка в первой половине апреля, несмотря на улучшение макроэкономических показателей и симпатии иностранных инвесторов, страхи по поводу новых санкций по-прежнему существенно влияют на восприятие российского риска. У инвесторов «свежи» воспоминания о 2014 годе, когда санкции впервые появились на горизонте и привели к существенной переоценке доходностей российских бумаг, а также приостановили поток новых размещений.

На наш взгляд, на этот раз международные инвесторы, вероятно, будут учитывать опыт последних трех лет, а именно — накопленный «запас прочности» российской экономики, который должен позволить минимизировать возможные негативные эффекты в случае введения новых санкций. Это именно то, на что ссылалось агентство S&P при повышении рейтинга страны до инвестиционного уровня. Если наше предположение верно, то длительного периода «неприятия» российского риска и закрытия «окна» для российских компаний на этот раз удастся избежать.

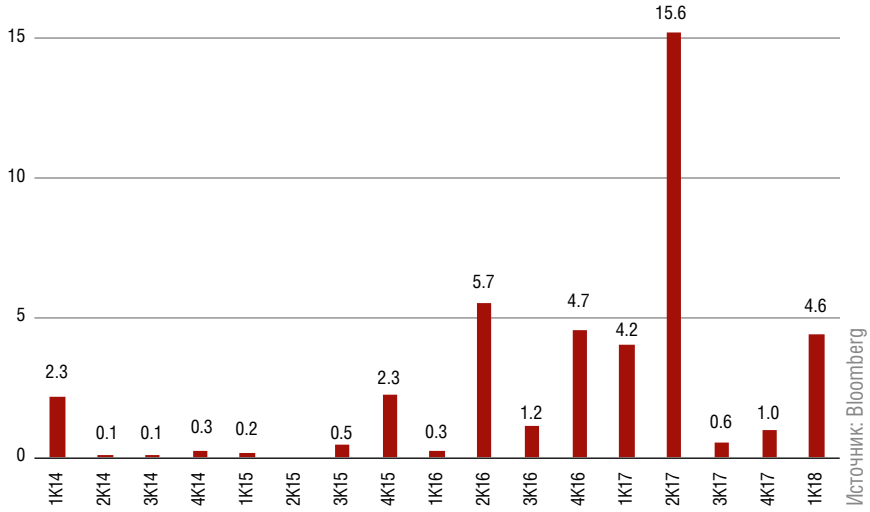
В любом случае, можно говорить о том, что динамика российских еврооблигаций в первом полугодии 2018 года будет показательной с точки зрения того, насколько рынок разделяет мнение рейтинговых агентств относительно «крепости» российской экономики.

Рисунок 1. Кредитные спреды крупнейших российских заемщиков



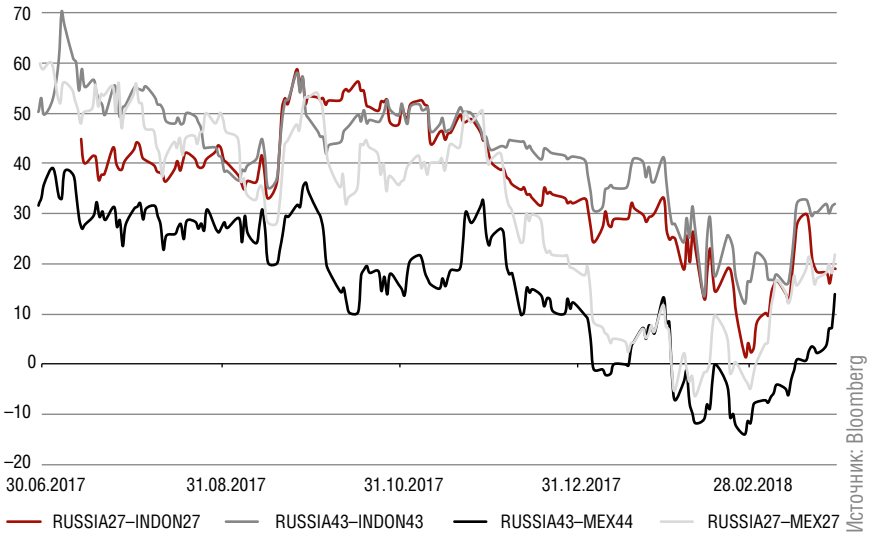
Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика размещения российских евробондов, $ млрд



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Спреды российских суверенных евробондов к выпускам стран с инвестиционным рейтингом



Источник: Bloomberg