Национальная рейтинговая отрасль в условиях кризиса

Юрий БЕЛИКОВ,
управляющий директор
отдела валидации,
«Эксперт РА»

В первой половине марта произошли два резонансных события дефолта у американских банков — Silicon Valley Bank (SVB) в Калифорнии и Signature Bank (SBNY) в Нью-Йорке. Они спровоцировали волнения вкладчиков и инвесторов, что в свою очередь привело к падению котировок банковских акций, причем не только в США, но также в Европе и некоторых странах Азии.

SVB подкосили рыночные риски, а также высокорискованная кредитная политика, направленная на кредитование стартапов. SBNY оказался в состоянии неплатежеспособности из-за специализации на проведении операций с цифровыми финансовыми активами при затянувшемся падении рынка криптовалют и масштабном оттоке ликвидности за его пределы в фиатные деньги, а также из-за реализации рыночных рисков на фоне изменения денежно-кредитной политики. SBNY еще в феврале имел долгосрочные кредитные рейтинги эмитента на уровнях Baa2 от Moody's и BBB+ от Fitch. Кредитное качество SVB незадолго до дефолта оценивалось Moody's и S&P на уровнях A3 и BBB+ соответственно.

Согласно глобальной статистике дефолтов, средняя взвешенная годовая частота дефолтов компаний финансового сектора в рейтинговой категории BBB (объединяет уровни от BBB- до BBB+) у S&P составляет 0.22%. Fitch детализирует свою статистику дефолтов до уровней рейтинга, и годовая частота дефолтов в финансовом секторе для уровня BBB+ — 0.08%, а средняя дефолтность по категории BBB — 0.12%. Moody's оценивало кредитное качество SBNY примерно так же, как Fitch, а SVB присвоило рейтинг более высокой категории, сравнивая с S&P, характерная для которого частота дефолтов не превышает 0.05%. Если упрощенно оценивать годовые вероятности дефолта SVB и SBNY как аппроксимацию частот дефолта, соответствующих присвоенным им рейтингам, то на годовом горизонте они должны измеряться десятыми или даже сотыми долями процента, то есть в глазах инвесторов кредитные риски по этим банкам были минимальны.

Тем не менее было бы несправедливо назвать события дефолта в таких высоких уровнях рейтинга дезинформированием инвесторов или систематическими ошибками со стороны международных рейтинговых агентств. Маловероятные события на глобальном масштабе и протяженном временном горизонте неизбежно реализуются, дефолты в высоких уровнях рейтинга случаются. Ни в одном уровне рейтинга вероятность дефолта не может быть нулевой, даже если мы говорим о рейтинговых оценках суверенного кредитного качества наиболее развитых мировых экономик. Если бы, рассматривая

Ни в одном уровне рейтинга вероятность дефолта не может быть нулевой, даже если мы говорим о рейтинговых оценках суверенного кредитного качества наиболее развитых мировых экономик

международную рейтинговую шкалу любого из глобальных агентств и двигаясь по восходящей, в определенной рейтинговой категории мы фиксировали стремление частоты дефолтов к нулю, то далее в рамках рассматриваемой шкалы пропадал бы практический смысл дискриминации объектов рейтинга между собой. Иначе говоря, инвестиции в финансовые инструменты любого объекта рейтинга после некоторого отсечения были бы безрисковыми. А значит, такие финансовые инструменты имели бы одинаковую минимальную доходность и инертную рыночную стоимость, коридор волатильности которой был бы таким узким, что не позволял бы инвесторам зарабатывать на торгах хоть что-нибудь. Кроме того, все рейтинговые агентства присвоенными рейтингами транслируют относительную вероятность дефолта объектов рейтинга, сравнивая их по кредитному качеству между собой с большим, а временами — меньшим успехом, тогда как абсолютные вероятности дефолта — лишь аппроксимация наблюдаемых частот дефолта, которые динамично изменяются во времени. Безусловно, дефолтность сильно зависит и от изменений в операционной среде компаний — таких, как, например, ужесточение денежно-кредитной политики в США после длительного периода стабильности рыночных ставок.

Адекватный подход к анализу ошибок классификации и отдельных событий дефолта в высоких уровнях рейтинга состоит в том, чтобы понять, какие инструменты могут быть задействованы для снижения их вероятности в будущем и, в частности, на локальном масштабе. Рейтинговая отрасль активно развивается в странах Азии и СНГ, эпоха тотальной доминации крупнейших международных рейтинговых агентств подошла к концу. Локальные рейтинговые агентства оценивают кредитное качество компаний по национальным шкалам и на основе собственных методологий. Методологии большой тройки рейтинговых агентств загрублены ради их универсальности и отсутствия ограничений области их применения. Национальные же рейтинговые агентства имеют возможность, не распыляясь, учесть все специфические особенности рынков, операционной среды и регулирования в домашних юрисдикциях, на которых сконцентрированы их рейтинговые портфели. Это и есть ответ на прецеденты недостаточно качественной оценки рисков на глобальном уровне. Отличительная особенность рейтинговых методологий, рассчитанных на одну юрисдикцию, — их высокая адаптивность к изменениям в операционной среде. Отсутствие необходимости задавать универсальные стандарты оценки для компаний, ведущих бизнес в принципиально различающихся по экономическим показателям реалиях, обуславливает возможность оперативно пересматривать бенчмарки, гибко настраивать список объясняющих переменных или оцениваемых признаков кредитного качества, исходя из наблюдаемых и ожидаемых изменений их корреляции с дефолтностью.

Описанные преимущества позволили избежать роста частоты ошибок классификации компаний по рейтинговым категориям национальной шкалы в России в 2022 году после резкого усиления внешнего давления, единовременного ухудшения макроэкономических показателей и начала шторма на публичном долговом рынке. В частности, в рейтинговом портфеле «Эксперт РА» на годовом горизонте не было зафиксировано ни одного дефолта объекта, имевшего рейтинг выше категории BB национальной шкалы на начало 2022 года, где историческая частота дефолтов, составляющая около 4%, предполагает материальные кредитные риски. При этом упомянутой вначале отсечкой для дефолтов по рейтингам эта категория, конечно, не является. В исторической ретроспективе выше нее наблюдается монотонное затухание дефолтности по мере повышения рейтинговых категорий, которая доходит до нуля только в категории AAA, означающей суверенное кредитное качество (вероятность же дефолта там все равно остается ненулевой). Но устойчивость компаний со средними и высокими оценками кредитоспособности в стрессовых условиях ухудшения операционной среды иллюстрирует ту самую адаптивность рейтинговых методологий к внешним шокам и доказывает способность российской рейтинговой отрасли предоставить инвесторам надежные ориентиры, когда потребность в них резко усиливается.

Важным залогом валидности кредитных рейтингов в России выступает поднадзорность национальных рейтинговых агентств мегарегулятору, предполагающая регулярные проверки, выстраивание непрерывного процесса валидации методологий и процедур их ежегодного пересмотра, а также организацию эффективного внутреннего контроля, нацеленного на минимизацию вероятности конфликта интересов. По информации СМИ, в кейсах SVB и SBNY мог быть нарушен барьер между рейтинговыми агентствами и объектами рейтинга, могла иметь место рейтинговая сделка. Ее суть в том, что как минимум SVB, еще оставаясь на плаву, получил непубличное предупреждение от Moody's о вероятном снижении рейтинга, если не будут выполнены определенные рейтинговые условия. Пытаясь удовлетворить эти условия, SVB реализовал часть портфеля ценных бумаг, обесценившихся из-за роста рыночных ставок, отразил потери и стал искать экстремальные способы залатать образовавшуюся дыру в капитале. Избежать этих потерь в любом случае было нельзя, но можно было попытаться распределить их во времени и продавать ценные бумаги постепенно с меньшими потерями, которые легче компенсировать из различных источников. Кроме того, очевидно, что масштабное капитальное вливание — это не тот вопрос, который можно урегулировать за несколько дней, тем более с инвесторами, уже находящимися на грани паники. Реакция Moody's, которое нельзя считать полностью ответственным за запущенные банком сумбурные процессы, но которое сыграло свою роль в их инициации, оказалась удивительно сдержанной. Заявленное снижение рейтинга реализовалось уже публично, но рейтинг был снижен всего на один уровень, что уже не соответствовало начавшейся панике и силе удара по финансовому положению банка в результате отражения потерь по рыночному риску.

В России национальные рейтинговые агентства могут выставлять предупреждения о вероятных, но еще не реализованных рейтинговых действиях и устанавливать рейтинговые условия по финансовым показателям. Но это происходит исключительно в публичном поле и за разумное время до проведения рейтинговых действий. Так, по рейтингам публично устанавливаются развивающиеся прогнозы, предполагающие высокую вероятность рейтинговых действий в ближайшие три месяца, и статусы «под наблюдением», предполагающие усиленный непрерывный мониторинг кредитного качества с раскрытием оснований для установки такого статуса. Рейтинговые условия, если они есть, публикуются в пресс-релизах и отражают вероятностную динамику финансовых и иных показателей с описанием ее возможного влияния на рейтинг. Все это обеспечивает принцип прозрачности рейтингов, за выполнением которого следит регулятор. А непубличное консультирование объектов рейтинга прямо противоречит рейтинговому законодательству и может стоить агентству аккредитации.