

Платёжный баланс

6. Снижение рейтинга

Международное агентство Standard & Poor's понизило рейтинг России до спекулятивного уровня BB+. Это может усилить отток капитала из страны, но, что еще важнее, лишит Россию наиболее дешевых и длинных денег крупных западных фондов, ориентированных на инвестиционные рейтинги.

26 января Standard & Poor's (S&P) снизило на одну ступень долгосрочный суверенный кредитный рейтинг России в иностранной валюте. Теперь он равен BB+, причем с негативным прогнозом. Еще 23 декабря прошлого года рейтинг был направлен на пересмотр, и мало кто сомневался в его снижении.

По мнению S&P, кредитно-денежная политика стала менее гибкой (из-за инфляционных последствий снижения обменного курса, санкций со стороны Запада, а также ответных санкций, введенных Россией), а перспективы экономического роста ослабли (рост процентных ставок и сокращение кредитования подрывают экономический рост). При этом состояние бюджета будет ухудшаться из-за роста внешнего давления и увеличения государственной поддержки экономики.

Пока понизить российский рейтинг до спекулятивного уровня решилось только S&P. Напомним, что он был выше этого уровня в течение последних десяти (!) лет, с начала 2005 года (причем по шкале всех трех международных рейтинговых агентств, то есть S&P, Fitch и Moody's)⁸. 9 и 16 января текущего года Fitch и Moody's снизили рейтинг России до нижней ступени инвестиционной шкалы, причем с негативным прогнозом. Это значит, что в любой момент рейтинг может быть пересмотрен в сторону понижения. Похоже, для России ее десятилетняя инвестиционная история закончилась (рис. 6.1) – если не навсегда, то надолго.

⁸ Первым – еще в октябре 2003 г. – повысило рейтинг России до инвестиционного уровня агентство Moody's.

Рис. 6.1. Изменение долгосрочного кредитного рейтинга России в иностранной валюте



Источник: S&P, Fitch и Moody's, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Долговые рынки еще раньше отреагировали на изменение ситуации распродажей российских активов и ростом доходности.

По данным российского платежного баланса, иностранные портфельные инвесторы в прошлом году вывели со вторичного рынка госбумаг более 7 млрд. долл. (в два раза больше, чем в кризис 2008 г.). Впрочем, еще больший отток средств наблюдался в частном секторе – иностранные инвестиции в российские компании непрерывно, причем по нарастающей, сокращаются с 2010 г.; в совокупности за пять лет они уменьшились на 45 млрд. долл.

Средняя эффективная доходность российских суверенных еврооблигаций, рассчитываемая ИА Cbonds, еще в декабре прошлого года превысила мартовский всплеск доходности, вызванной ситуацией с Крымом. В конце января текущего года она достигала 7,5% годовых, что в два с половиной раза выше, чем два года назад (рис. 6.2). Среднесрочная доходность на рынке ОФЗ, по данным Банка России, в декабре прошлого года превысила 10% против 6% в начале года, а в конце января 2015 г. оказалась выше 15% годовых (рис. 6.3). Средневзвешенная эффективная доходность корпоративных рублевых облигаций (по расчетам ИА Cbonds) уже с августа прошлого года стала двузначной, а в настоящее время колеблется вблизи 17%, что почти в два раза больше прошлогодних уровней.

Таким образом, рост доходности суверенных и корпоративных облигаций, являясь следствием распродажи российских бумаг, включает в себя оценку рисков как текущего, так и ожидаемого снижения суверенных рейтингов, а также в значительной степени осложняет рефинансирование долговых обязательств.

На фоне западных санкций и ограничений доступа к мировому рынку капитала, затрудняющих рефинансирование, внешняя задолженность российских компаний и банков сократилась – на 45 млрд. долл. в третьем квартале прошлого года и на 67 млрд. долл. в четвертом квартале. По нашим оценкам, в третьем квартале банки смогли рефинансировать 40% своих внешних обязательств согласно графику погашения (за вычетом валютной переоценки рублевой части долга), а компании – более 70%, однако уже в четвертом квартале рефинансирование снизилось до 4%

Рис. 6.2. Эффективная доходность, % годовых



Источник: ИА Cbonds.

Рис. 6.3. Доходность ОФЗ



Источник: Банк России.

и 50%, соответственно. Нынешнее сокращение долга сопоставимо с тем, что происходило в предыдущий кризис (рис. 6.5), однако проблема с его рефинансированием приведет, в отличие от ситуации 2009 г., к дальнейшему сокращению внешних обязательств. Это лишает частный сектор ресурсов для инвестиций внутри страны и развития бизнеса, повышает риски дефолта по оставшейся части долга, который не так уж и мал. По состоянию на начало текущего года внешний частный долг составил 548 млрд. долл.

Следующая публикация рейтингов S&P по России планируется 17 апреля 2015 года. Вряд ли они станут лучше. Так что при принятии инвестиционных решений нерезиденты (не только из Америки и Европы, но также из Азии) теперь будут исходить из спекулятивного рейтинга и высокой доходности. Это еще больше ограничит объем иностранных инвестиций в страну и рефинансирование внешнего долга. Если рефинансирование сохранится на среднем за второе полугодие 2014 г. уровне, то внешний долг частного сектора может сократиться почти на 60 млрд. долл. в 2015 г. и еще на 40 млрд. долл. в 2016 г. (при графике погашения 108 и 73 млрд. долл., соответственно). К этому необходимо добавить отток из страны в виде прямых и портфельных инвестиций (около 2,5% ВВП), «серого» оттока капитала (более 2% ВВП), покупки населением наличной валюты, вложения банков в зарубежные активы и прочее. В этих условиях чистый отток капитала частного сектора вряд ли опустится ниже 110 млрд. долл. в 2015 г. и 80 млрд. долл. в 2016 г.

Есть риски еще более негативного развития событий и увеличения оттока капитала в текущем году до 135 млрд. долл. Так, для некоторых фондов необходимым условием инвестиций является наличие инвестиционных рейтингов от двух агентств, одним из которых должно быть S&P. Наличие таких ковенант может привести к требованиям досрочного погашения российскими заемщиками взятых на себя внешних обязательств (по оценкам главы МЭРа, их объем может составлять 20–30 млрд. долл.).⁹ А снижение цен на долговые бумаги в совокупности с падением цен на акции российских компаний и банков

⁹ <http://itar-tass.com/ekonomika/1695687>

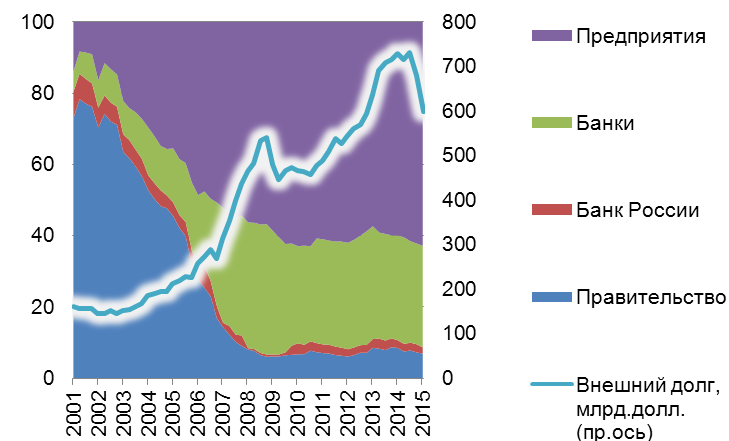
Рис. 6.4. Индикаторы кредитного риска (CDS), б.п.



Примечание: по облигациям сроком погашения 5 лет.

Источник: ИА Cbonds.

Рис. 6.5. Динамика внешнего долга, млрд. долл.



Источник: Банк России.

теоретически может привести к формированию Margin Call (требование дополнительного гарантийного взноса). В условиях дефицита денежных средств и острой потребности в кредитах практически все наиболее ликвидные активы использованы в качестве обеспечения по долговым обязательствам. Поэтому дополнительное обеспечение будет трудно найти. В случае приближения стоимости активов к уровню stop out (допустимый уровень просадки, превышение которого ведет к началу распродажи залога) может возникнуть «эффект домино».

Сергей Пухов

Реальный сектор

7. Рынок жилья: рекорды 2014 и антирекорды 2015

По данным на конец января 2015 года, банки – лидеры рынка жилищного кредитования (Сбербанк, ВТБ 24 и Газпромбанк) – установили минимальную процентную ставку по ипотеке в 14,5–19% годовых с минимальным первоначальным взносом в 20–50% от цены приобретаемого жилья, у других банков из первой десятки условия ещё жестче. Наблюдается массовый отказ от уже одобренных заявок на получение жилищного кредита со стороны как банков, так и заёмщиков или перенос решений на более отдалённые сроки – таковы сегодняшние антидостижения на российском рынке жилья. А ещё месяц-другой тому назад фиксировались сплошные рекорды.

Так, согласно данным Росстата, ввод жилья в 2014 году увеличился на 14,9% по сравнению с предыдущим годом (рекордные за посткризисный – теперь уже за межкризисный – период темпы роста) и составил 81 млн. кв. м, что является абсолютным рекордом, включая советский период (предыдущий максимум – 72,8 млн. кв. м – зафиксирован в 1987 году). Высокая динамика предложения нового жилья была обеспечена ростом задела, сосредоточенным в незавершённом строительстве, объём которого на начало 2014 года достиг 48% от ввода жилья