

ПОНИЖЕНИЕ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ РОССИИ: ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

Влияние кредитных рейтингов на развитие как отдельных эмитентов, так и целых стран весьма велико. Изменение рейтинга является одним из наиболее важных показателей для инвесторов. Однако, несмотря на всеобщее признание ведущих мировых рейтинговых агентств, выставляемые ими оценки бывают весьма неоднозначными. В данной работе авторы анализируют, насколько корректно были выставлены текущие рейтинги России и отражают ли они ее реальное экономическое положение на фоне других стран.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: кредитные рейтинги, суверенный рейтинг России, рейтинговые агентства, экономические санкции

РОЛЬ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Приобретение инвестором инструментов с фиксированной доходностью на сегодняшний день неразрывно связано с определением кредитного рейтинга эмитента или кредитного качества долгового обязательства. Облигации эмитентов имеют разный уровень риска, от которого напрямую зависят их рыночная цена и доходность. Именно значение кредитного рейтинга помогает быстро установить степень надежности инструмента, позволяя снизить издержки на проведение оценки, чем активно пользуются как частные, так и институциональные инвесторы.

Популярность кредитных рейтингов обусловлена стремительным развитием фондовой индустрии и связанным с ним постоянным ростом объемов финансовой информации, которую рядовым инвесторам достаточно сложно анализировать. Для управления портфелем в условиях рыночной неопределенности для них все более актуальна задача минимизации издержек на мониторинг и анализ объектов инвестирования.



Володин Сергей Николаевич — к.э.н., доцент департамента финансов НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов — прогнозирование рыночных цен, инвестиционные стратегии, инвестиционный анализ (г. Москва)



Веселова Александра Сергеевна — ассистент преподавателя департамента финансов факультета экономических наук НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов: государственное регулирование фондового рынка, анализ инвестиционной привлекательности регионов, финансовый консалтинг (г. Москва)

Как результат, спрос на услуги кредитных рейтинговых агентств за последнее десятилетие значительно вырос, поэтому можно сказать, что институт кредитных рейтингов был создан, по сути, самим финансовым рынком в процессе его эволюции.

Кредитные рейтинги, безусловно, нужны не только инвесторам, но и самим эмитентам. Они весьма заинтересованы в получении высоких оценок, поскольку сегодня их наличие — положительный фактор для компании, который говорит о ее уровне на рынке. Эмитенты, имеющие высокие кредитные рейтинги, являются гораздо более привлекательными для инвесторов, и не только потому, что их легче оценить: наличие рейтинга — уже само по себе составляющая хорошего имиджа. Получая рейтинги, компании стремятся не только информировать рынок о качестве своих долговых обязательств, но и снизить стоимость заимствований, а также обеспечить взаимодействие с широким кругом инвесторов.

Например, наличие кредитного рейтинга агентства «Эксперт РА» не ниже уровня А+ является одним из требований для включения ценных бумаг эмитента в котировальный список первого уровня Московской биржи, что существенно расширяет круг потенциальных инвесторов. В случае же страховых компаний кредитный рейтинг является главным неценовым критерием при определении победителей тендеров и их аккредитации банками. Кроме того, порядок инвестирования страховых резервов предусматривает обязательные требования к ценным бумагам, в их числе наличие у эмитента или в выпуске ценной бумаги, имеющей рейтинг не ниже границы, установленной советом директоров Банка России [6] (см. таблицу).

Помимо инвесторов и эмитентов пользователями рейтингов являются государственные органы. Например, кредитные рейтинги учитываются при осуществлении субъектом Российской Федерации внешних заимствований, а также заимствований путем размещения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации

в национальной валюте на международных рынках капитала (согласно Постановлению Правительства Российской Федерации №40 «О требованиях к минимальному уровню кредитных рейтингов субъектов Российской Федерации» от 20 января 2014 г. [5]). Собственно, использование рейтингов в регулятивных целях началось уже достаточно давно. Так, еще в 1970-е гг. Комиссия по ценным бумагам США закрепила за «большой тройкой» рейтинговых агентств (Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investors Service) статус национально признанных, а рейтинги, присваиваемые ими, были включены в систему регулирования и надзора. После этого кредитные рейтинги стали основным требованием регулятора при определении безопасных вкладов для пенсионных фондов или иных попадающих под регулирование институциональных инвесторов. Для них комиссия разработала систему специальных пороговых значений [7].

Итак, кредитные рейтинги сегодня востребованы разными участниками рынка и играют немаловажную роль в их деятельности. Именно значения рейтингов часто являются основополагающими факторами в распределении потоков инвестиций как на национальном, так и на международном рынках капитала. Тем не менее необходимо отметить, что выставляемые ведущими мировыми рейтинговыми агентствами оценки не всегда однозначны, а иногда и ошибочны, что подтвердилось, например, в ходе американского ипотечного кризиса.

Сегодня Россия особенно заинтересована в инвестициях извне, следовательно, крайне важна объективная оценка ее кредитного потенциала. Кредитные рейтинги, играя роль ключевых посредников между заемщиками и кредиторами, способны серьезно усилить или ослабить позиции страны на международных рынках капитала, влияя на поведение иностранных инвесторов. Очевидна ведущая роль крупнейших зарубежных рейтинговых агентств в формировании положительной репутации финансового рынка страны.

Таблица. Нижние границы уровня кредитного рейтинга, установленные советом директоров Банка России

Рейтинговое агентство	Нижняя граница кредитного рейтинга
Standard & Poor's	B— по международной шкале, ruBBB— по национальной шкале
Fitch Ratings	B— по международной шкале, BB—(rus) — по национальной шкале
Moody's Investors Service	B3
A.M. Best Co	B—
«Эксперт РА»	A

Источник: [4].

РЕЙТИНГИ РФ: ХРОНОЛОГИЯ

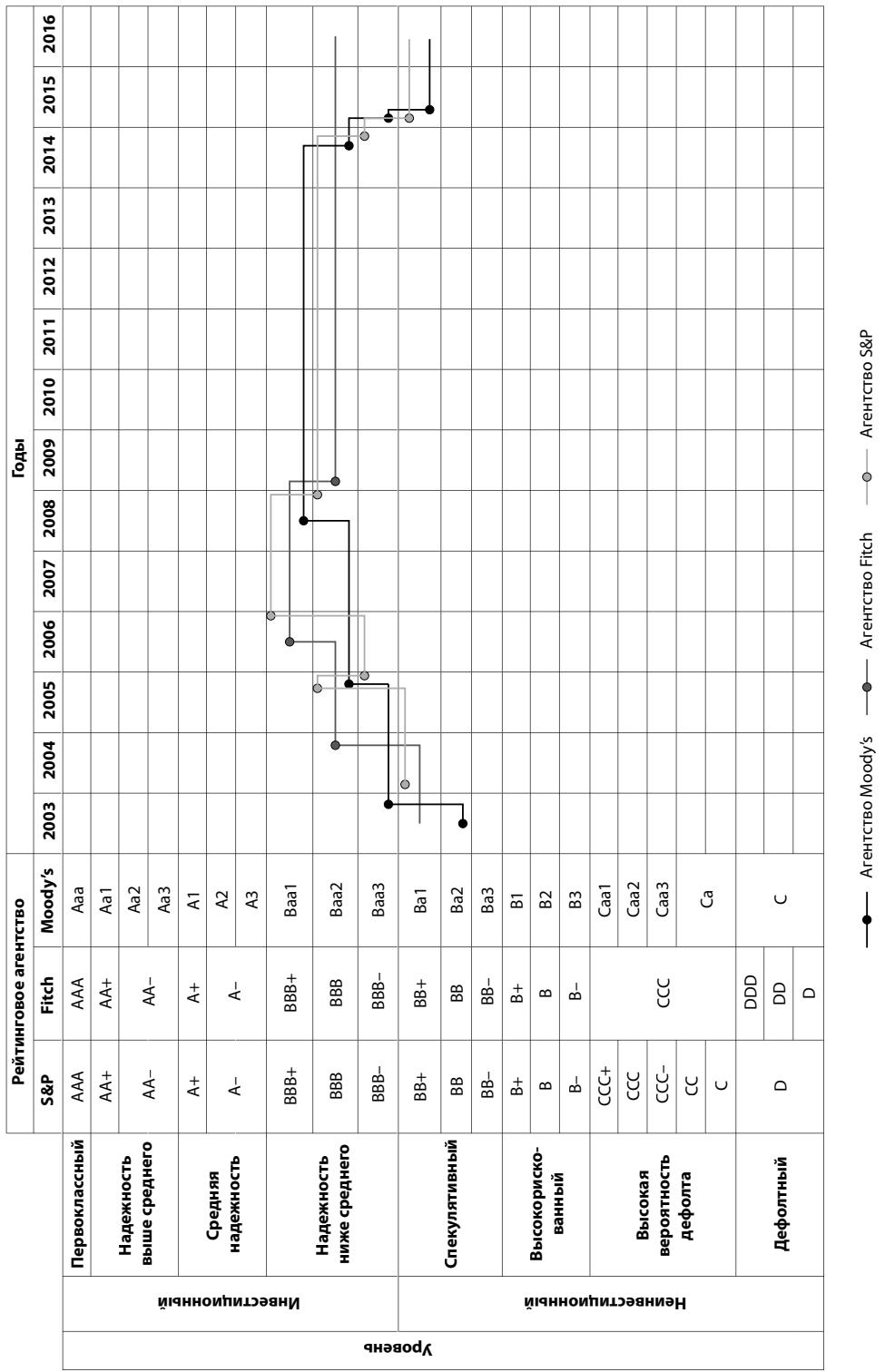
Несмотря на то что репутация рейтинговых агентств «большой тройки» неоднократно подтверждала свою неоднозначность, их оценки являются своего рода драйвером инвестиционной привлекательности. На рубеже 2004–2005 гг. суверенный рейтинг Российской Федерации был повышен ими до инвестиционного уровня (рис. 1), что положительно сказалось на желании западных инвесторов вкладываться в российские активы, и это несмотря на предшествующие крайне негативные события 1998 г., в результате которых суверенный рейтинг был понижен до уровня чрезвычайно спекулятивного — CCC.

На повышение суверенного рейтинга страны в 2005 г. оказало положительное влияние создание Стабилизационного фонда Российской Федерации, за счет средств которого были совершены выплаты внешнего долга и покрыт дефицит Пенсионного фонда. Активная политика государства по снижению внешнего долга перед Международным валютным фондом и странами — членами Парижского клуба также позитивно повлияла на решения «большой тройки». Приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в 2005 г. составил \$53 651 млрд, что более чем в два раза превысило данный показатель за 2003 г. [1]

Иностранные инвестиции в российскую экономику продолжали расти до 2007 г. Первое понижение суверенного рейтинга России в период

обострения мирового финансового кризиса произошло в декабре 2008 г., когда агентство Standard & Poor's (S&P) присвоило нашей стране рейтинг BBB с негативным прогнозом. Агентство Fitch Ratings (Fitch) 4 февраля 2009 г. также понизило рейтинг до уровня BBB с негативным прогнозом, хотя Moody's Investors Service (Moody's) придерживалось чуть более осторожной политики и 16 июля 2008 г. даже немного повысило суверенный рейтинг до Baa1. В результате иностранные инвестиции в 2008–2009 гг. стали весьма существенно сокращаться, в том числе и под влиянием снижения рейтингов. Уменьшилась и доля прямых иностранных инвестиций в общем объеме иностранного капитала, поступающего в российскую экономику.

В последующие годы ситуация немного стабилизовалась, но события 2014 и 2015 гг. серьезно изменили экономические реалии, в которых функционирует национальный финансовый рынок, и сегодня экономическая ситуация в России продолжает оставаться нестабильной. Темпы роста экономики в 2015 г. были отрицательными и составили −3,7%, что является одним из самых глубоких спадов с 2009 г. Теоретически следующий этап развития экономики России должен характеризоваться уменьшением роли сырьевого экспорта и ростом инвестиций. Однако ослабление курса национальной валюты в результате падения нефтяных котировок, события на Украине и санкции мирового сообщества в ответ на присоединение

Рис. 1. Хронология изменений суверенного рейтинга России

Источники: [9, 11, 15].

Крыма создали внушительные внешнеэкономические риски. Как результат, внимание крупнейших международных инвесторов устремилось в сторону рынков США и Европы, а также Азии. К России же наблюдается явное ослабление интереса как вследствие прямого влияния санкций, так и из-за понижения кредитных рейтингов, воспринимаемых в качестве общей характеристики экономической ситуации в стране.

В итоге сегодняшний неинвестиционный рейтинг России усугубляет рецессию в экономике, ухудшая деловой климат. По данным Банка России, прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2013 г. составляли более \$62 млрд. В 2014 г. объем ПИИ упал до отметки в \$22 млрд, а в 2015 г. и вовсе составил \$4,8 млрд. Одной из главных причин этого, безусловно, стало понижение суверенных рейтингов России агентствами Standard & Poor's и Moody's в течение 2014–2015 гг. до спекулятивного уровня. Оно еще сильнее сократило приток иностранных инвестиций в страну, ухудшая экономическую ситуацию в ней.

Вместе с падением суверенного рейтинга автоматически были понижены рейтинги всех российских компаний, которые в итоге оказались в ситуации, когда решения ведущих рейтинговых агентств являются не только индикатором ухудшения состояния эмитента, но и его катализатором. Вслед за понижением рейтинга неизбежно ухудшаются условия привлечения заемного капитала, так необходимого для нормальной жизнедеятельности компании как на внешнем, так и на внутреннем рынке.

Один из самых серьезных ударов по российской экономике — повышение стоимости заимствования для российских эмитентов на еврозоне: поскольку размещаемые там облигации являются необеспеченными, рейтинги эмитентов имеют принципиальное значение. Их понижение неизбежно приводит к росту расходов на обслуживание внешнего долга и усилиению давления на рубль. Кроме того, снижение суверенного рейтинга России привело к росту стоимости страховых

премий экспортных страховых агентств для российских заемщиков, поскольку Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) перевела страну из третьей в более низкую (четвертую) группу страновых рисков по своей внутренней классификации, причем можно ожидать дальнейшего перевода России в еще более низкие группы в ближайшее время.

Как мы видим, влияние понижения рейтинга России на ее экономику крайне велико, но является ли это понижение объективным? Данный вопрос вызывает сегодня бурные дискуссии.

РЕЙТИНГИ РОССИИ VS ОБЪЕКТИВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Не являясь абсолютной мерой целесообразности инвестиций, кредитные рейтинги имеют возможность серьезно влиять на мировую финансовую конъюнктуру, особенно в периоды финансовой и экономической нестабильности. В этом контексте существует вероятность использования данного инструмента для глобальных экономических войн. Следует отметить, что эта особенность присуща главным образом агентствам «большой тройки», которые за годы своей деятельности приобрели большую популярность у зарубежных инвесторов.

На сегодняшний день аналогов рейтингам S&P, Moody's и Fitch Ratings на мировой арене по большому счету нет. В связи с этим зарубежные инвесторы ориентируются именно на их оценки при принятии решений. Это влечет за собой весомые риски для полноценного развития российской финансовой системы, поскольку на практике оценки агентств «большой тройки» могут формироваться не только под влиянием сугубо экономических, объективных показателей, но и под воздействием geopolитических факторов, отражающих мнения экспертов рейтинговых агентств.

Известно, что для определения суверенного рейтинга государства агентства руководствуются

показателями, способными оказать влияние на возможности страны своевременно и в полном объеме исполнять свои долговые обязательства. Среди них отношение государственного долга к валовому внутреннему продукту (ВВП), состояние платежного баланса, уровень и динамика инфляции, безработицы, производства и т.п. Если проанализировать некоторые наиболее важные из них, то можно увидеть, что реальная ситуация в России и ее кредитные рейтинги вступают в некоторое противоречие.

Например, рассмотрим один из важнейших показателей — отношение внешнего государственного долга к ВВП (рис. 2). Если страна обладает государственным долгом, который может обслуживать, то инвесторы высоко оценивают ее финансовую состоятельность. Однако несопротивимое увеличение государственного долга можно считать достаточно рискованным инструментом стимулирования экономики, поскольку вслед за подъемом нередко следует рецессия или же девальвация национальной валюты, поэтому высокий уровень отношения внешнего государственного долга к ВВП отражает присутствие существенных рисков, которые могут проявиться при наступлении неблагоприятных общекономических событий. Как результат, наличие крупного государственного долга негативно оказывается на кредитном рейтинге страны, увеличивая для нее стоимость заимствований.

Другим объективным показателем, используемым при выставлении кредитных рейтингов, является состояние платежного баланса (рис. 3), отражающее уровень бюджетной обеспеченности страны. Высокий уровень дефицита бюджета говорит о необходимости новых займов для его покрытия, и проблема поиска релевантного источника финансирования бюджетного дефицита может крайне отрицательно сказаться на кредитоспособности государства.

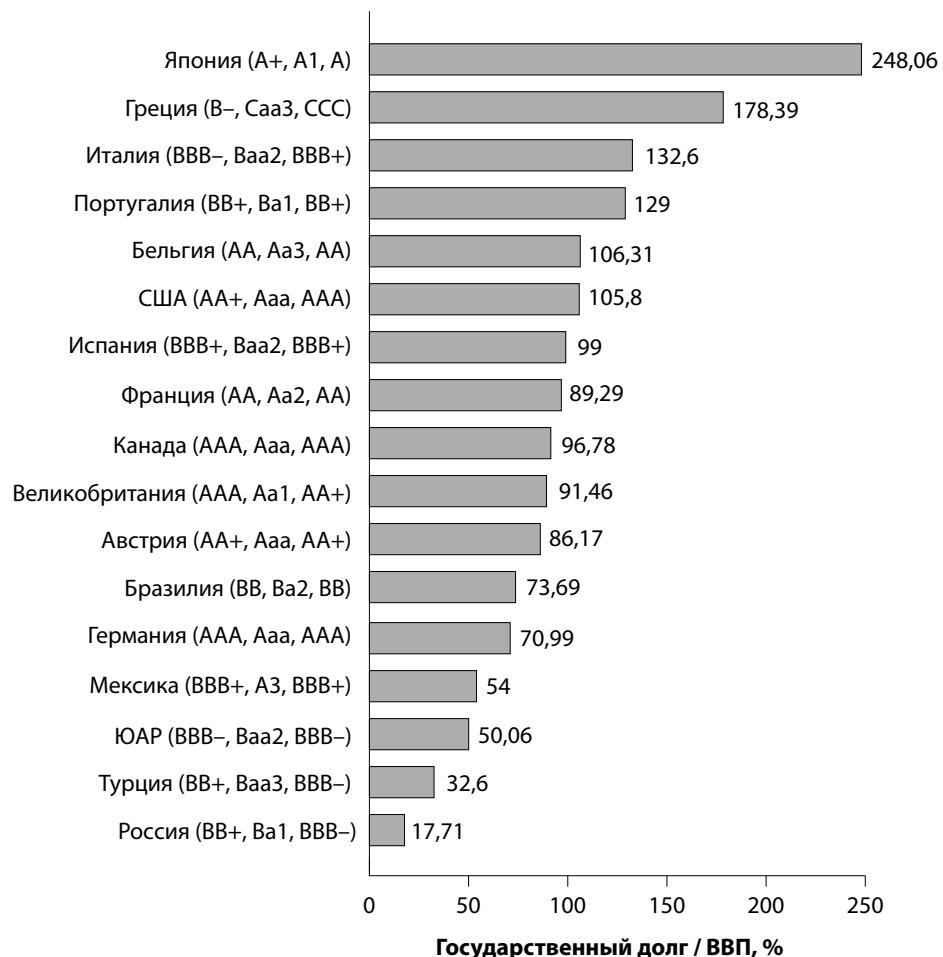
Как показывает рис. 2, имея одно из самых низких значений отношения государственного долга к ВВП, Россия по кредитным рейтингам агентств S&P и Moody's продолжает оставаться на спекулятивном

уровне. При этом, например, рейтинги Испании от «большой тройки» располагаются на инвестиционном уровне, в то время как ее государственный долг по отношению к ВВП в 2015 г. составил 99%, а дефицит бюджета достиг уровня 5,1% от ВВП. Таким образом, по этим показателям Испания явно проигрывает России, но благодаря относительно высоким оценкам со стороны рейтинговых агентств имеет явно лучший доступ к средствам иностранных кредиторов.

Другой аналогичный пример — Франция. Ее государственный долг по отношению к ВВП в 2015 г. составил порядка 97%, а дефицит бюджета равнялся 3,5% от ВВП. Как и многие европейские страны, Франция не соблюдает условия Пакта стабильности и роста, согласно которому уровень государственного долга, превышающий 60% ВВП, является чрезмерным [16]. Тем не менее на сегодняшний день Франция — один из крупнейших заемщиков на международных рынках, т.к. имеет высокие оценки ведущих рейтинговых агентств, что позволяет ей легко привлекать зарубежные инвестиции в экономику.

В случае с рассматриваемыми выше критериями присвоения кредитных рейтингов необходимо отметить примеры, которые несколько выходят за рамки описываемой модели и закономерностей. Так, США демонстрируют показатели государственного долга в размере 105,8% от ВВП и дефицита бюджета порядка 2,5% от ВВП. Взглянув на динамику государственного долга США по отношению к показателям ВВП государства, можно заметить, что он продолжал неуклонно расти в последние десять лет, но в данном случае большой государственный долг США вовсе не обязательно может рассматриваться в качестве причины невыполнения взятых на себя обязательств, поскольку страна способна его обслуживать. Дефолт же произойдет только в том случае, если государство не сможет взять новые кредиты на покрытие старых, но пока в США такой проблемы не предвидится — ее экономика является одной из самых больших в мире, а государственные облигации наиболее популярны у международных инвесторов.

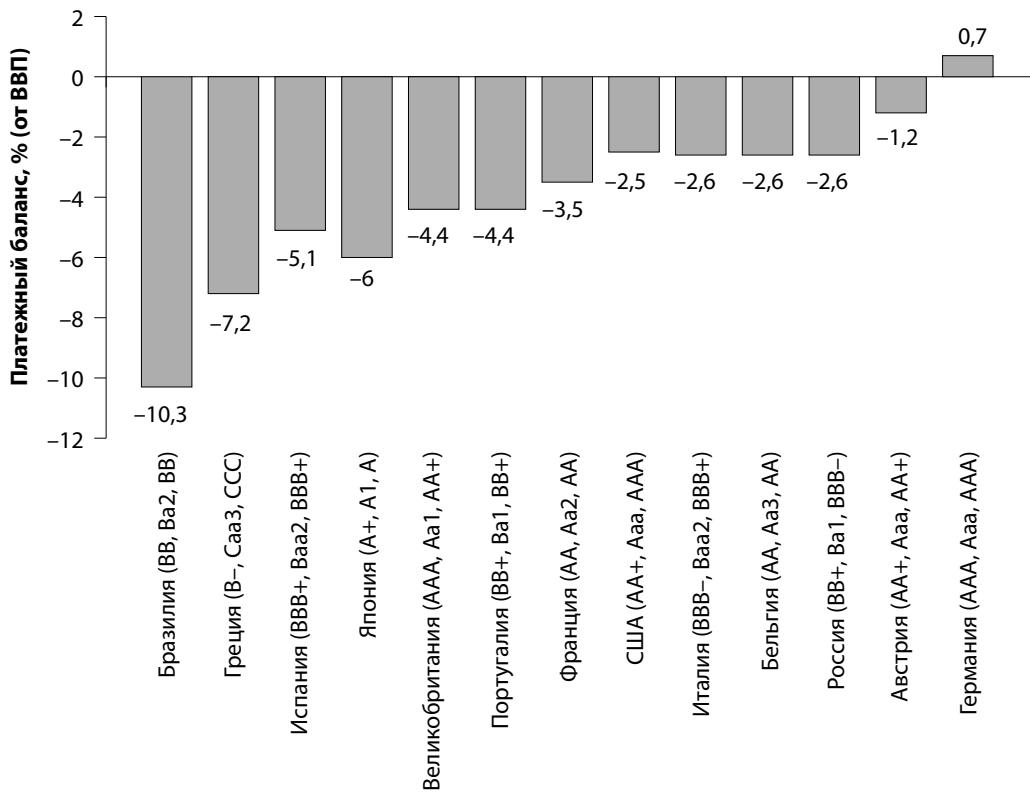
Рис. 2. Рейтинги государств (S&P, Moody's, Fitch) по величине отношения государственного долга к ВВП страны на конец 2015 г.



Источник: [14].

Между тем государственный долг России по отношению к ВВП в 2015 г. составил всего 17,7%, а дефицит федерального бюджета равнялся 2,6% от ВВП. Несмотря на это в период с 2014 по 2015 гг. ее суверенные рейтинги, по версии S&P и Moody's, как уже упоминалось, опустились до спекулятивного уровня — существенно более низкого, чем у Испании и Франции. У многих других стран наблюдается сходная ситуация: несмотря на худшие

показатели отношения внешнего государственного долга к ВВП и состояния платежного баланса они имеют более высокие рейтинги, чем Россия. Можно отметить, что рейтинги России от Standard & Poor's и Moody's смотрятся заниженными и слабо отражают основную составляющую оценки — вероятность дефолта по государственным обязательствам, которая на настоящий момент объективно низка.

Рис. 3. Рейтинги государств (S&P, Moody's, Fitch) по состоянию платежного баланса на конец 2015 г.

Источники: [3, 8–10, 12].

Собственно, и само обоснование оценки кредитоспособности страны рейтинговыми агентствами выглядит весьма противоречиво. Так, в январе 2015 г. уровень надежности российских обязательств был понижен Moody's до инвестиционного уровня Baaz вследствие высоких геополитических рисков, резкого снижения мировых цен на нефть и курса рубля, сокращения валютных резервов и бюджетных поступлений. В феврале 2015 г. объяснением понижения уровня кредитоспособности до неинвестиционного стали эти же причины [2].

Таким образом, слабая аргументация понижения кредитоспособности России как заемщика позволяет говорить о сомнительности принятых

решений, и сопоставление таких показателей, как размер государственного долга по отношению к ВВП и уровень бюджетного дефицита, с аналогичными показателями других ведущих стран хорошо это иллюстрирует.

ПРИЧИНЫ НАЗНАЧЕНИЯ РОССИИ НИЗКИХ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ

Если объективные экономические показатели вступают в противоречие с выставляемыми Россией кредитными рейтингами, то в чем же кроется причина таких низких оценок? Безусловно, катализатором этого является текущая геополитическая

ситуация, т.е. рейтинги страны понижаются вследствие несогласия ведущих экономических держав с проводимой ею внешней политикой. В частности, речь идет о присоединении Крыма, напряженности в отношениях с Украиной и взаимных экономических санкциях со стороны Евросоюза и России, а также санкциях США, Канады и Японии против России.

За счет чего становится возможным присвоение низких рейтингов стране, не соответствующих ее экономическим показателям? Это позволяют сделать используемые модели формирования рейтингов, в которых помимо объективных экономических индикаторов присутствуют еще и такие показатели, как качество государственного управления, положение государства на международной арене (в числе которыхдается оценка отношениям государства с крупнейшими странами-заемщиками и странами-кредиторами), конкурентоспособность государства в мировой экономике, его внешний имидж и стабильность государственной власти. Поскольку в присвоении рейтинга большую роль играют качественные показатели, решение принимается рейтинговым комитетом путем голосования, а значит, уровень кредитного риска является показателем, не лишенным субъективизма, ведь при формировании экспертного мнения по данным параметрам нельзя исключать влияние человеческого фактора.

Именно за счет использования качественных, а не только количественных показателей возникает вероятность реализации риска манипулирования рейтингами, поэтому намеренное завышение или занижение рейтинга вполне возможно, особенно в эпоху глобальных экономических войн, наблюдаемых сегодня.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе проведенного анализа было показано, что текущие показатели кредитного рейтинга Российской Федерации не позволяют говорить об объективности и обоснованности оценки ее кредитоспособности агентствами S&P и Moody's. Сопоставив оценки международных рейтинговых агентств с объективными макроэкономическими показателями, авторы пришли к выводу, что при присвоении суверенного рейтинга стране эксперты агентств в большей степени руководствовались такими факторами, как устойчивость политических институтов, соблюдение принципа верховенства закона, уровень восприятия коррупции и geopolитическая напряженность. Стоит отметить, что оценка данных параметров суверенного рейтинга не лишена субъективизма, в то время как фундаментальных условий для понижения суверенного рейтинга России, во всяком случае до столь низкого уровня, в период 2014–2015 гг. не наблюдалось. Таким образом, решение рейтинговых агентств можно назвать преждевременным и не полностью объективным.

Безусловно, приведенный в статье анализ нельзя считать исчерпывающим, но он позволяет задуматься о том, насколько положение дел в экономике России соответствует показателям, предоставляемым ведущими мировыми рейтинговыми агентствами. В эпоху высокой значимости кредитных рейтингов на международном уровне их оценки могут являться не только индикаторами, но и катализаторами ухудшения ситуации в отдельной стране, поэтому вероятность их использования в качестве одного из рычагов экономического давления на страну весьма велика.

ИСТОЧНИКИ

1. Иностранные инвестиции. — http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/foreign/.
2. Карапаев С.В. Рейтинговое агентство БРИКС: миф или насущная необходимость? // Проблемы национальной стратегии. — 2015. — №2. — С. 164–188.
3. Министерство финансов Российской Федерации. — http://minfin.ru/ru/infomat/press-center/?id_4=34359 .

4. Об утверждении перечня рейтинговых агентств. — http://cbr.ru/press/pr.aspx?file=26122014_180242if2014-12-26T17_58_58.htm.
5. Постановление Правительства Российской Федерации №40 «О требованиях к минимальному уровню кредитных рейтингов субъектов Российской Федерации» от 20 января 2014 г. — <https://rg.ru/2014/01/22/reyting-site-dok.html>.
6. Указание Банка России №3444-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» от 16 ноября 2014 г. — http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_152533/.
7. Хейнсворт Р. Регулирование деятельности рейтинговых агентств // Деньги и кредит. — 2009. — №7. — С. 40–45.
8. *Budget*. — <http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/index.html>.
9. *Economic Indicators*. — <http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Ingl/indecoi.asp>.
10. *EU Economic Situation*. — http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/index_en.htm.
11. *Fitch Affirms Russia at BBB-; Outlook Negative*. — <https://www.fitchratings.com/site/pr/1002671>.
12. *Joint Statement of Jacob J. Lew, Secretary Of The Treasury, and Shaun Donovan, Director Of The Office Of Management And Budget, On Budget Results For Fiscal Year 2015*. — <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/jl0213.aspx>.
13. *Ratings Actions*. — https://www.standardandpoors.com/en_AP/web/guest/ratings/ratings-actions.
14. *Report for Selected Countries and Subjects*. — http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=10&pr.y=11&y=2015&ey=2015&sccsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=122%2C273%2C124%2C223%2C156%2C182%2C922%2C132%2C199%2C184%2C134%2C174%2C186%2C136%2C158%2C112%2C111&s=GGXWDG_NGDP&grp=0&a=.
15. *Russia, Government of*. — <https://www.moody's.com/credit-ratings/Russia-Government-of-credit-rating-600018921#>.
16. *Stability and Growth Pact*. — http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm.