Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Недобрые игры

Люди нашей профессии, по идее, должны любить цифры. Но это не обязательно, потому что даже некоторые самые важные и основополагающие книги по макроэкономике могут быть написаны без единой цифры. А статьи, состоящие сплошь из статистических данных и их комплексного анализа, — не нести в себе ровным счетом ничего и устаревать еще до публикации. Все рассуждения о санкциях на сегодня являются умозрительными, потому что мы находимся в процессе, который отнюдь не завершен и неизвестно, когда именно и как финиширует.

Суть этого процесса заключается в следующем: наши партнеры на Западе сочли, что в результате нескольких резких действий политического руководства России наша страна переступила последнюю черту дозволенного и нарушила как минимум два фундаментальных табу, вследствие чего очень быстро все долгосрочные и годами создававшиеся программы партнерства и сотрудничества оказались либо сорванными, либо поставленными под угрозу разрыва.

В этих условиях санкции начали выстраиваться постепенно, по мере того как конфликт в Украине не стихал, а даже, напротив, становился более ожесточенным. Большая экономика России и важные связи с ней в ЕС полностью обусловливают именно такое, пошаговое, а не обвальное ужесточение конфронтации. Это логично и понятно, потому мы не принимаем — по крайней мере, пока — тезиса о «мягкости» санкций. Игра только начинается. Условное название «санкции первого уровня», «второго уровня» и так далее вряд ли отражают действительную логику их развития, так как с определенного момента наступление началось — и по нескольким фронтам одновременно: дан ход делу ЮКОСа, ход «делу Литвиненко», последовало обвинение в нарушении Договора о вооружениях средней дальности. Креативность авторов санкций вряд ли подлежит сомнению. Вероятно, что-то будет еще...

Именно поэтому анализ возможного влияния санкций на финансы российских компаний не может считаться окончательным, независимо от того, есть ли у нас достаточно исходной информации (как у рейтинговых агентств, например) или нет. Процесс идет, и сам принцип применения санкций может измениться. А общие принципы на сегодня таковы: постараться минимально затронуть уже воплощающиеся в жизнь проекты, ограничив дальнейшее развитие отношений лишь для ряда контрагентов. Однако на деле это означает закрытие большинства каналов финансирования большей части российских банков. Таким образом, не будучи в полном смысле секторальными, санкции по определению больше похожи на «стрельбу по площадям»

(большим или маленьким), чем на работу снайпера. Доверие — величайшая рыночная ценность, и даже относительно «мягкие» санкции в условиях избыточной ликвидности и высокого аппетита к риску оказывают на рынки и на финансовый сектор достаточно негативное воздействие по всем фронтам.

Говорят, что санкции вводятся для того, чтобы добиться какой-то определенной цели, заставить кого-то что-то сделать или не делать. Сменить какую-то политическую фигуру, например отступить от какой-то политической или военной кампании. Рассуждают об их эффективности или, наоборот, бесполезности... Очень много и часто мы слышим о том, что санкции ожесточают, сплачивают население вокруг вождей и тому подобное, то есть являются бесполезными, непрактичными. Это так и не так. Куба и Иран десятилетиями находятся под санкциями США, а Иран — еще и под санкциями ООН. При этом их результат действительно довольно сомнителен: указанные страны живут в своей парадигме, не особо уступая внешнему давлению. А если уступая, то, скорее, под влиянием собственных переоценок ситуации. Да, они заметно отстают в своем развитии, пропуская массу возможностей для прогресса, для того чтобы следовать за передовыми мировыми трендами. Но положа руку на сердце: а следовали бы они за трендами по собственному желанию, не будь этих санкций? Кто знает... Может быть, тогда удалось бы добиться большего?

Однако санкции, на наш взгляд, — это то, без чего невозможно обойтись. Это демарш, обозначение намерений, знак того, что с вами не хотят общаться по-прежнему, и потому их эффективность является вопросом второго порядка. Если удастся добиться ущерба — хорошо, нет — все равно сам факт их введения имеет значение. Это уж дело попавшего под них, как к ним относиться: бравировать, устраивать фронду, принимать к сведению и тому подобное. Черная метка выписана, позиции обозначены, мяч на вашей стороне.

Итак, игра идет, и о будущем мы можем говорить лишь с точки зрения более-менее очерченных гипотез. Цифры хаотичны и приблизительны, ситуация будет меняться и дальше. Возможно, даже значительно. Картины можно сегодня рисовать лишь большими мазками. В таблице 1 приведено слегка «препарированное» расписание платежей по внешнему (точнее, валютному) долгу РФ таким, каким его видел Центробанк на начало года. Обычно такие расписания в дальнейшем подвергаются заметным изменениям, так как это процесс динамический: берутся дополнительные обязательства, какие-то долги рефинансируются, что-то даже реструктуризируется и так далее. Для сравнения приведена оценка чистого движения капитала в РФ за первые два квартала года. Его не следует пытаться хоть сколько-либо точно соотносить с выплатами по внешнему долгу, так как это лишь составная часть статьи «чистые ссуды и займы», отражающей движение соответствующих средств за период.

В настоящее время валютные резервы РФ составляют около $432 млрд, из которых $87 млрд приходятся на Резервный фонд РФ и $88 млрд — на Фонд национального благосостояния. Таким образом, на поддержание стабильности валютного курса ЦБ теоретически может использовать $257 млрд. Ожидаемый брутто-объем выплат по внешнему долгу по состоянию на 01.01.2014 составлял примерно $300 млрд на два ближайших года. За первую половину 2014 года объем валютных резервов РФ сократился примерно на $40 млрд при чистом оттоке капитала в $75 млрд. Золота в резервах стало на $4.3 млрд больше (из-за покупок и переоценки), всего — $46 млрд.

Итак, за 2014–2015 годы мы должны выплатить $300 млрд — это если никто ничего не рефинансирует и не реструктуризирует. Резервы, которые можно использовать для того, чтобы «нейтрализовать» рынок в целях недопущения девальвации рубля, составляют около $260 млрд, при этом от положительного счета текущих операций мы имеем чистый приток валюты около $35 млрд за полгода. То есть при такой «негативно-стерильной» ситуации, когда мы вынуждены все без исключения валютные средства для выплат по долгу приобретать на собственном внутреннем рынке, на который ничего не поступает

САНКЦИИ БОЛЬШЕ ПОХОЖИ НА «СТРЕЛЬБУ ПО ПЛОЩАДЯМ», ЧЕМ НА РАБОТУ СНАЙПЕРА

Таблица 1
Расписание платежей по внешнему долгу России, $ млрд

Должники	Долг на 01.01.2014	1-й кв. 2014	Чистый капитал	2-й кв. 2014	1-е полугодие	Чистый капитал	3-й кв. 2014	4-й кв. 2014	2-е полугодие	2014	2015
Всего	727.1	**64.3**	**-48.8**	**38.1**	**102.4**	**-25.8**	**35.0**	**54.2**	**89.2**	**191.5**	**103.8**
Органы госуправления	61.8	2.4		0.9	3.3		2.1	1.0	3.1	6.4	7.6
Субъекты РФ	0.8	0.0		0.0	0.0		0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Центральный банк	16.1	0.0		0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Банки	214.4	**18.8**	**-21.2**	**18.0**	**36.8**	**-17.1**	**13.6**	**16.0**	**29.6**	**68.2**	**29.3**
Прочие секторы	434.8	**41.2**	**-27.6**	**19.2**	**60.5**	**-8.8**	**13.4**	**37.2**	**50.6**	**115.1**	**66.9**

по капитальному счету и на котором больше никто из частного сектора валюту не покупает, через два года мы имеем в своем распоряжении (то есть в распоряжении ЦБ, без учета средств Минфина) порядка $100 млрд вместо изначальных $260 млрд. А всего валютные резервы составляют $275 млрд, золотовалютные резервы равны $320 млрд (при условии сохранения «золотой составляющей» на прежнем уровне) вместо нынешних $480 млрд. А при расходовании Фонда национального благосостояния на различные проекты внутри страны — всего $190 млрд, или $240 млрд с учетом золота. Таким образом, даже в «стерильно-плохой» ситуации резервы ЦБ и через два года все еще довольно велики.

Однако на самом деле эти беглые приблизительные расчеты не стоят почти ничего. Они только живописуют относительный масштаб проблемы на сегодняшний день, не более. Движения капитала — нечто крайне плохо поддающееся прогнозированию, поскольку во многом является бихевиористской категорией, так как отражает тонкую материю под названием «настроение инвесторов». Во всех случаях — и негативных, и позитивных — движения капитала обычно имеют свойство мультиплицироваться. Если вам просто не дают денег, то это значит, что инвесторы, скорее всего, постараются забрать все, что уже инвестировали, а домашние игроки, если только имеют такую возможность, побегут в валюту — прятаться и спасаться. Вероятно, именно такую реакцию на санкции ожидает регулятор, пытаясь сделать carry по возможности невыносимым для тех, кто считается на рынке спекулянтом. Такое проактивное поведение возможно объяснить логически в ситуации стагнации экономики.

Если вы еще хотите цифр, то извольте.

По итогам второй волны санкций мы сделали следующие беглые выводы о корпоративном секторе. По данным Bloomberg, у российских компаний на американском и европейском рынках выпущено и находится в обращении облигаций на $165 млрд, также предоставлено синдицированных кредитов более чем на $100 млрд. После дефолта 1998 года российские заемщики привлекли за счет выпуска акций и облигаций на международных рынках более $600 млрд.

Необходимо отметить, что в части зарубежных кредитов российской экономике порядка 3/4 приходится на кредитование из Европы. Еще недавно считалось, что риски в рамках текущих санкций с точки зрения финансирования связаны с более мягкой позицией ЕС. Впрочем, сегодня уже нет особых оснований ожидать, что Европа сохранит это свое «мягкое отношение» далее. Как мы знаем, третий этап санкций затрагивает все банки с мажоритарным государственным участием, и ЕС присоединился к этим ограничениям.

Среди важнейших корпораций, попавших под санкции, наиболее активно привлекает средства из-за рубежа «Роснефть», у которой порядка 20% активов приходится на средства от зарубежных кредитных организаций (63% кредитного портфеля). В остальных компаниях, попавших под санкции второй волны, доля была невысока — 10%.

При этом мы обращаем внимание, что больше половины долга «Роснефти» обусловлено выкупом доли ТНК-ВР в прошлом году, для которого были привлечены кредиты на $31 млрд от группы международных банков: Bank of America Merrill Lynch, Barclays Bank, BNP Paribas, BTMU, Citibank, Credit Agricole, ING Bank, Intesa Sanpaolo Banking Group, J.P. Morgan, Mizuho Corporate Bank, Natixis, Nordea Bank, SMBC, Societe Generale и Unicredit Bank. Это разовая сделка, и ее рефинансирование не предвидится, даже происходит досрочное погашение, что также снижает риски компании, поскольку санкции не затрагивают уже имеющиеся долги.

Основная проблема — в предстоящем финансировании инвестпроектов, которые, как правило, предполагают привлечение зарубежных ресурсов. В первую очередь это касается «Роснефти» и НОВАТЭКа. В частности, инвестиционная программа «Роснефти» на 2014 год предполагала капвложения порядка 700 млрд руб.

Основные риски в рамках санкций лежат в секторе еврооблигаций. Здесь наиболее уязвимо смотрятся НОВАТЭК, Газпромбанк и ВЭБ.

Одна из наиболее подверженных рискам компаний — НОВАТЭК в силу существенной доли еврооблигаций в ее пассивах — порядка 12%. Доля долгового портфеля — 46%. При этом зависимость компании от привлечения долговых ресурсов умеренная: показатель отношение Чистый долг/EBITDA — всего 1.3x. Учитывая, что погашений имеющихся еврооблигаций в 2014–2015 годах не предвидится и проблема рефинансирования перед НОВАТЭКом не стоит, эмитент как будто бы обладает достаточным временным запасом для адаптации, например переориентации своих денежных потоков.

Ситуация с Газпромбанком более сложная: хотя доля еврооблигаций в пассивах не столь велика по сравнению с НОВАТЭКом (7%), тем не менее у банка суще-

НАИБОЛЕЕ УЯЗВИМО СМОТРЯТСЯ ЕВРООБЛИГАЦИИ ПОПАВШИХ ПОД САНКЦИИ НОВАТЭКА, ГАЗПРОМБАНКА И ВЭБА

ственный короткий долг. Таким образом, в текущем году банку предстоит погасить еврооблигации на $1.7 млрд. Впрочем, в июне 2014 года эмитент уже привлек 1 млрд евро с международных площадок.

Что касается ВЭБа, то новость в основном задевает саму госкорпорацию — зарубежные долги «дочек» («ВЭБ-лизинга», ГЛОБЭКСБАНКа, Связь-Банка, МСП Банка) минимальны. У ВЭБа есть задолженность объемом $7.4 млрд в еврооблигациях. Впрочем, основные риски мы видим не в данных выпусках, а в неисполнении планов по привлечению средств на 2014 год в размере $8 млрд. При этом, учитывая текущие проблемы с «олимпийскими» кредитами и украинскими активами и потребность госкомпании в средствах, это может быть чувствительным для ВЭБа. Впрочем, конечно же, со стороны государства не раз заявлялось о возможности поддержки банка.

Под последнюю (last but not the least) волну санкций попал Сбербанк. У него только еврооблигаций обращается на сумму порядка $17 млрд, из них в евро — 1.5 млрд, в швейцарских франках — 1.1 млрд, в рублях — 25 млрд, в турецкой лире — 0.6 млрд, в долларах США — $12.5 млрд. Вместе это около 3.5% всех активов. Кроме того, синдицированных кредитов на начало года в валюте было на сумму порядка 118 млрд руб., что составляет около 4% активов. Из них краткосрочной задолженности (с погашением до конца 2015 года) долгов у банка на сумму немногим меньше 300 млрд руб. (1.6% активов). Поэтому стоит ожидать выхода Сбербанка на российский рынок облигаций, как, впрочем, и остальных банков из «секторального списка». Конечным источником ресурсов для замещения фондирования с зарубежных рынков, на наш взгляд, в ближайшее время станет ЦБ (вкупе с другими госструктурами), что, скорее всего, означает эмиссию по примеру LTRO ЕЦБ. Азиатские рынки хотя и могут снять часть нагрузки, однако рассчитывать на полное рефинансирование всех внешних долгов с них в ближайшее время не стоит.

На самом деле, ЦБ уже заявил о наличии достаточного количества инструментов для поддержания устойчивости российских банков, подпавших под санкции. Также — уже через посредничество госбанков — можно ожидать поддержку «Роснефти». В НОВАТЭКе ситуация смягчается наличием достаточного временного запаса для урегулирования ситуации.

Поэтому, хотя давление в котировках еврооблигаций и присутствует в силу наличия опасений по усилению санкций, влияние санкций на финансовые метрики банков и компаний внешне умеренное. Можно ли расслабиться? Только в случае если вы живете сегодняшним днем и отсутствие угрозы дефолта через полгода — это ваше главное требование к будущему. На самом деле, экономика РФ показывает рост на грани статистической погрешности, и... только санкций нам не хватало, когда жизненно необходима максимальная интенсификация инвестиционного процесса, чтобы просто расти. Если говорить о более отдаленном будущем, то на кону стоит не что иное, как долгосрочные перспективы страны, что особенно весомо на фоне меняющейся мировой экономической парадигмы, особенно в области энергетики. Ставки гораздо выше, чем кажется неискушенному и недальновидному наблюдателю. Тем более что игра еще не завершена.

ВЛИЯНИЕ ВТОРОЙ ВОЛНЫ САНКЦИЙ НА РЕЙТИНГИ КОМПАНИЙ

НОВАТЭК:

Moody's — 1 августа 2007 года — понижение до Baa3 с Ba2, «Стабильный».

Fitch — 20 сентября 2013 года — подтверждение BBB–, прогноз «Стабильный».

S&P — 29 апреля 2014 года — подтверждение BBB–, со «Стабильного» на «Негативный».

«Роснефть»:

S&P — 28 апреля 2014 года — понижение до BBB– с BBB, прогноз «Негативный».

Moody's — 1 июля 2014 года — подтверждение Baa1, прогноз «Негативный».

ВЭБ:

Moody's — 2 апреля 2013 года — подтверждение Baa1, прогноз «Стабильный».

Fitch — 24 марта 2014 года — подтверждение BBB, прогноз «Негативный».

S&P — 29 апреля 2014 года — подтверждение BBB–, прогноз «Негативный».

Газпромбанк:

Fitch — 24 марта 2014 года — подтверждение BBB–, прогноз «Негативный».

S&P — 26 марта 2014 года — подтверждение BBB–, пересмотр прогноза с «Негативного» на «Стабильный».

Moody's — 2 июля 2014 года — подтверждение Baa3, пересмотр прогноза с «Негативного» на «Стабильный».

По нашему мнению, на текущий момент наибольший риск пересмотра рейтинга на понижение есть у Газпромбанка и НОВАТЭКа, оценки которых после понижения суверенного рейтинга со стороны S&P не были пересмотрены. Соответственно, компании могут лишиться инвестиционной категории, что будет дополнительным фактором, оказывающим давление на бумаги компании. В части «Роснефти» сдерживающим обстоятельством будет масштаб компании, а также весомая доля государства в капитале. Последнее также может поддержать рейтинговые оценки ВЭБа.