Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник отдела доверительного управления, «КИТ Финанс Брокер»

Не так страшен долг, как его малюют

Введение во второй половине 2014 г. санкций со стороны Запада против крупнейших российских корпораций в ответ на обострение украинского конфликта напомнило всем об одной болевой точке нашей экономики. Речь идет о внешнем долге. Санкции привели к фактическому закрытию рынков дешевого западного фондирования, что вкупе с падением цен на нефть и несвоевременными действиями ЦБ в ответ на разрастающиеся панические настроения на валютном рынке фактически стало причиной крупномасштабного кризиса.

И проблема кроется не в государственном внешнем долге, который за последние 15 лет сократился со $160 млрд (90% от внешнего долга РФ) на начало 2000-х гг. до $40 млрд (7% от внешнего долга) к началу 2015 г., то есть почти в четыре раза. Напомню, что в период бурного экономического процветания России, полностью совпавшего с бумом на глобальном сырьевом рынке, страна имела, как говорят экономисты, двойной профицит: по счету текущих операций (денег в страну приходило больше, чем уходило) и по бюджету (поступления в бюджет превышали расходы). В такой ситуации государству не нужны были деньги нерезидентов для покрытия дефицитов: страна начала активно рассчитываться по внешним государственным долгам и накапливать золотовалютные резервы (ЗВР). Это на заметку тем, кто упорно пророчит России дефолт по суверенным обязательствам!

Однако обратная ситуация складывалась в корпоративном секторе, который в условиях растущих цен на энергоресурсы без труда привлекал дешевые западные деньги, пользуясь своими высокими рейтингами, а также стабильным (и даже укрепляющимся) рублем. И если в начале 2000 г. внешний корпоративный долг оценивался примерно в $20 млрд (10% от внешнего долга РФ на тот период), то ровно через полтора десятка лет он достиг $550 млрд, а это сегодня уж 90% от внешнего долга РФ.

Итак, согласно данным ЦБ на 1 января 2015 г., внешний долг РФ составляет $599 млрд. При этом около 50% внешней

корпоративной задолженности приходится на компании, попавшие под санкции. А это означает, что в условиях закрытия внешних рынков рефинансированием долгов занимается ЦБ, пуская в дело международные резервы.

Итак, сначала поговорим о составе, структуре и размере внешнего долга, далее обсудим возможные источники финансирования этого долга, затронем тему платежного баланса и завершим историю графиком погашения долгов на ближайшую перспективу. Задача — снизить градус скепсиса в отношении возможностей по обслуживанию долгов, показав, что резервов хватит, и не на один год.

СОСТАВ, СТРУКТУРА И РАЗМЕР ВНЕШНЕГО ДОЛГА РОССИИ

Во-первых, из $600 млрд внешнего долга РФ $41 млрд (7%) приходится на государство, $10,4 млрд (1,7%) — на ЦБ РФ, $171 млрд (28%) — на банки и $376,5 млрд (62%) — на корпоративный небанковский сектор. Таким образом, долг корпоративного сектора составляет $550 млрд, или 90% от внешнего долга РФ, с обслуживанием которого и связаны основные трудности.

Во-вторых, внешний долг госсектора в расширенном определении составляет около 50%, или $300 млрд. В эти цифры входит внешняя задолженность органов государственного управления, Центрального банка, а также тех банков и небанковских корпораций, в которых органы государственного управления и Центральный банк напрямую или опосредованно владеют 50% и более капитала или контролируют их иным способом.

Причем на банки с госучастием приходится около 35% внешнего долга в расширенном определении, на прочие секторы — 44%. Тот случай, когда в беде не оставят: банки докапитализируют через ОФЗ, остальных накормят деньгами Фонда национального благосостояния (ФНБ).

В-третьих, около 20% внешнего долга номинировано в рублях, 11% — в евро, 65% — в долларах США. Отсюда понятно, что валютная переоценка играет роль, и далеко не последнюю. Как известно, внешний долг РФ сократился в 2014 г. на 18% с $729 млрд до $599 млрд, то есть на $129 млрд. С учетом девальвации национальной валюты по итогам прошлого года, рублевая часть долга сократилась со $187 млрд до $108 млрд, то есть на $79 млрд. Таким образом, 60% снижения обусловлено валютными переоценками, 40% — это погашение и рефинансирование долга. Для справки: рублевый долг в составе внешнего долга перед нерезидентами формируется в основном через предоставление российским корпорациям кредитов, удержание ОФЗ и корпоративных рублевых облигаций, рублевых депозитов в ЦБ (в том числе в рамках валютных свопов ЦБ с нерезидентами) и так далее.

В-четвертых, около 24% внешнего корпоративного долга приходится на «обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования». Именно в эту группу входит так называемый внутригрупповой долг связанных компаний, когда, к примеру, дочерняя компания в офшоре кредитует российскую материнскую компанию. Хотя, конечно, нельзя однозначно вычеркивать этот долг из разряда потенциально проблемных.

В-пятых, критики, скептически настроенные в отношении возможностей выплат внешних долгов российскими компаниями, не упоминают о том, что долг (обязательство) — это лишь одна сторона медали. То ли не знают, то ли специально не говорят об объеме внешних активов РФ.

Дело в том, что Россия по-прежнему остается нетто-кредитором внешнего мира, то есть ее внешние активы превышают внешние обязательства. Это превышение составило $280 млрд по состоянию на 1 октября 2014 г., когда внешний долг оценивался в $680 млрд, а внешние активы — в $960 млрд. Более того, краткосрочный внешний долг РФ (до года) составляет $76,6 млрд, а краткосрочные внешние активы — $624 млрд (!!!).

По состоянию на начало четвертого квартала 2014 г. чистый внешний долг (разница между внешними долгами и внешними активами) органов госуправления оценивается в минус $5,4 млрд, то есть активы больше обязательств. По данным ЦБ РФ, чистый внешний долг составляет минус $393 млрд — в этом случае превышение внешних активов над обязательствами и есть международные резервы, из которых, правда, нужно вычесть ФНБ ($74 млрд) и Резервный фонд ($85,1 млрд), которые де-факто надо отнести на правительство.

Чистый внешний долг банков также отрицательный (-$58 млрд) — отдадим им должное (в отличие от ситуации 2008 г.).

РОССИЯ ПО-ПРЕЖНЕМУ ОСТАЕТСЯ НЕТТО-КРЕДИТОРОМ ВНЕШНЕГО МИРА, ТО ЕСТЬ ЕЕ ВНЕШНИЕ АКТИВЫ ПРЕВЫШАЮТ ВНЕШНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

У небанковского корпоративного сектора ситуация куда хуже: по причине резкого наращивания валютного долга в последние годы чистый внешний долг по состоянию на 1 октября оценивался в $175 млрд (внешние активы — $246 млрд, внешний долг — $422 млрд). Но есть и мажорная нотка — краткосрочный (до года) чистый внешний долг корпоративного небанковского сектора оценивается в минус $106 млрд. Согласитесь, складывается достаточно сбалансированная картина.

СКОЛЬКО ВАЛЮТЫ ИМЕЕТСЯ ДЛЯ ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА

Во-первых, корпоративный сектор располагает значительными валютными ресурсами на банковских счетах. На конец прошлого года этот объем оценивался в $170 млрд. Понятно, что далеко не вся сумма может расходоваться на погашение внешнего долга. Понятно, что у одних субъектов валюты на счетах больше, у других — меньше. Однако валютные «потребности» этих групп могут сильно отличаться, что в условиях нарушенного трансмиссионного механизма и панических настроений на валютном рынке может приводить (и приводило) к спекулятивным атакам на рубль. Это нормально, когда в условиях высоких рисков и неопределенности валюта придерживается на счетах, и тем, кому этой валюты не хватает для операционной деятельности или для погашения внешних долгов, приходится «идти» в рынок, не найдя адекватных инструментов рефинансирования у регулятора. Неадекватная и запоздалая реакция ЦБ на разгорающийся огонь спекулятивного давления на рубль, поддержанная крутым переходом в режим плавающего валютного курса и отсутствием необходимых инструментов предоставления валютной ликвидности системе, и стала причиной кризиса в финансовой системе в четвертом квартале 2014 г. А ведь именно на этот период пришелся очень серьезный объем внешних выплат ($60 млрд). Тем не менее, доверие к системе в последнее время повысилось, ЦБ внедрил необходимые инструменты валютного фондирования (и планирует запуск новых), валютной «подушки» у корпоративного сектора на счетах в банках достаточно для выполнения текущих обязательств. Стоит согласиться с оценками Эльвиры Набиуллиной, что многие компании накапливали валюту в конце 2014 г. и встретили новый год во всеоружии.

Во-вторых, в условиях западных санкций внешние выплаты рефинансируются благодаря валютным резервам ЦБ. Сколько их, этих резервов? Надолго ли хватит? Постараемся ответить на эти вопросы.

Международные резервы ЦБ оцениваются на начало февраля 2015 г. в $376 млрд и состоят из монетарного золота ($49 млрд) и валютных резервов ($327 млрд).

Валютные резервы — это:

1) резервная позиция в МФВ ($3,3 млрд);

2) счет в СДР ($8 млрд);

3) лимит на валютное рефинансирование ($30 млрд — операции валютного РЕПО, по которым из предусмотренного на 2015 г. лимита в $50 млрд на конец 2014 г. банки выбрали $20 млрд);

4) Фонд национального благосостояния ($74 млрд) и Резервный фонд ($82,5 млрд) — я объединил их в одну группу, так как это фактически валютный долг ЦБ перед правительством (иными словами, это валюта Минфина, имеющая особый статус, которую ЦБ не имеет права продавать корпоративному сектору);

5) «красная черта», или минимально допустимый порог покрытия трехмесячного импорта (около $100 млрд).

Итого в сухом остатке из $327 млрд валютных резервов имеем ликвидных валютных резервов на $30–35 млрд. Полагаю, что отсутствие в моменте достаточного объема ликвидных международных резервов и послужило причиной тому, что ЦБ в спешном порядке отпустил рубль в свободное плавание 10 ноября 2014 г., отказавшись от валютных интервенций. Огонь на валютном рынке вовсю уже полыхал, но в него подлили еще масла и в результате получили 16 декабря — «красный день» календаря.

Тем не менее, валюта в «кубышке» есть, и основным источником рефинансирования внешнего долга являются операции валютного РЕПО (валюта под залог бондов, на возвратной основе). Как уже было отмечено выше, из лимита в $50 млрд на конец 2014 г. было выбрано $20 млрд. Более того, регулятор намерен расширить валютное рефинансирование банков через новый инструмент — под залог валютных кредитов, которые были выданы компаниям со стабильной валютной выручкой. Такой канал валютного фондирования может быть даже более востребован банками в сравнении с валютным РЕПО (при условии адекватных ставок), так как кредиты более удобны для залога, чем те же еврооблигации.

Правда, эта валюта под залоги кредитов доступна только банкам с капиталом не ниже 100 млрд руб. Под это условие из 842 кредитных организаций подходят лишь банки из топ-10, хотя именно они и являются основными кредиторами экспортеров. Общий лимит на задолженность российских банков перед ЦБ в валюте сохранен на уровне $50 млрд (операции валютного РЕПО и под залог валютных кредитов). Однако в случае необходимости ЦБ готов расширить лимит.

Полагаю, что основной внешний долг корпораций на 2015–2016 гг., пока действуют санкции, будет рефинансирован именно с помощью этих инструментов, и теперь компаниям не придется бежать за рублевыми кредитами и конвертировать их в валюту на открытом рынке, оказывая чрезмерное давление на курс рубля, как это было осенью 2014 г.

Так мы плавно подошли к вопросу оценки платежного баланса на 2015 г. Это приблизительная оценка, исходя из существующих тенденций и среднегодовой цены на нефть около $60 за баррель.

Счет текущих операций платежного баланса (чистые внешние доходы) по сути представляют собой торговый баланс товаров и услуг (разницу между импортом и экспортом), который по понятным причинам остается положительным уже много лет. По итогам 2014 г. положительное сальдо текущего счета составило $56,7 млрд (снижение импорта из-за девальвации оказалось более существенным, чем падение экспорта). Предполагаю, что в 2015 г. мы получим плюс-минус аналогичные цифры.

В рамках финансового счета по итогам года зафиксирован отток капитала в $150 млрд, из которых сразу вычтем $20 млрд валютного РЕПО от ЦБ. Из оставшихся $130 млрд почти 1/3 пришлась на покупку валюты населением ($34 млрд), остальные $96 млрд — это погашение внешнего долга, отток по прямым и портфельным инвестициям, сомнительные операции и так далее.

Что касается 2015 г., то потенциальный отток мы оцениваем в $120–130 млрд, из которых около $50–60 млрд составит погашение внешнего долга, $40–50 млрд — «традиционный» вывоз капитала и $10–15 млрд — спрос со стороны населения (много валюты нахватали в 2014 г., едва ли ситуация повторится).

Итого получаем, что доходов планируется получить около $50–60 млрд (при текущих ценах на нефть) при оттоке в $110–120 млрд. Это означает, что покрытие «разрыва» платежного баланса оценивается в $50–70 млрд. Как известно, счет текущих операций и капитальный счет должны быть сбалансированы. Международные резервы созданы в том числе для целей удовлетворения потребностей в финансировании дефицита платежного баланса.

Как мы понимаем, закрыть эту «дыру» в $50–70 млрд в 2015 г. Банку России по силам. Примерно такую оценку выдала на 2015 г. и председатель Банка России Эльвира Набиуллина. Отчасти это пресловутые операции валютного РЕПО, залоги под кредиты, свопы от ЦБ, плюс небольшие суммы поступят от продажи средств ФНБ (финансирование инфраструктурных проектов) и Резервного фонда (покрытие дефицита бюджета). В 2016 г. фактических внешних выплат еще меньше: при плановых $80 млрд реально до погашения, по нашим оценкам, дойдет $40–50 млрд.

Что касается графика выплат по внешнему долгу, то, согласно оценке ЦБ РФ на 1 октября 2014 г., в 2015 г. объем погашения оценивается в $110 млрд, а на 2016 г. — около $80 млрд. Почему в оценке оттока капитала на 2015 г. мы закладывали погашение всего на $50–60 млрд? Ответ кроется в кризисном четвертом квартале 2014 г., в рамках которого ожидалось плановое погашение на $60,4 млрд. Мы знаем, что за четвертый квартал внешний долг России сократился с $679 млрд до $599 млрд, то есть на $80 млрд. Из этих $80 млрд на валютную переоценку (рубля, евро и так далее) пришлось не менее $50 млрд, остальной долг был фактически погашен, то есть $30 млрд из плановых $60,4 млрд. Это означает, что корпорации в условиях санкций и жесточайшей напряженности на финансовом рынке умудрились 50% долга рефинансировать. Полагаем, что дальше будет легче.

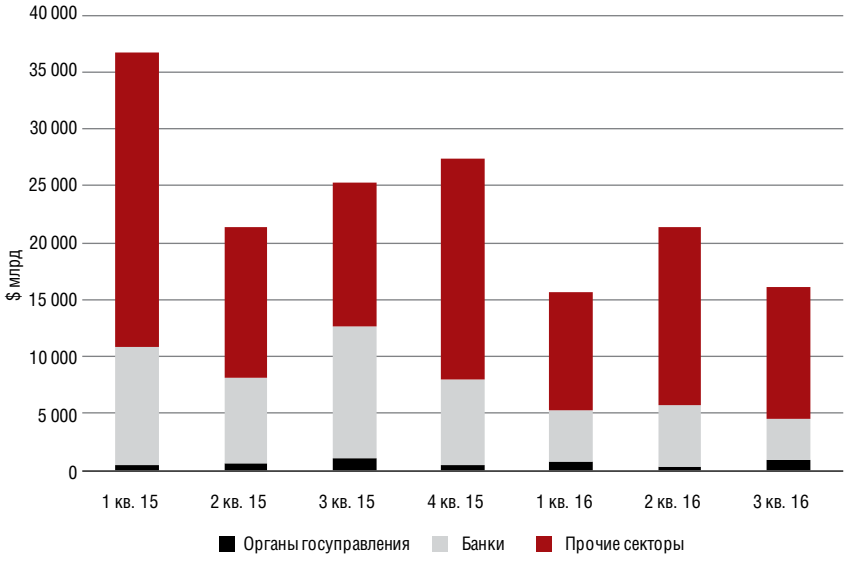

Рисунок 1
График погашения внешнего долга РФ

Касательно погашений на 2015 г. стоит снова обратиться к словам Эльвиры Набиуллиной, которая в конце декабря предположила, что более 10% внешних корпоративных выплат приходится на внутригрупповые операции, порядка 20% может быть рефинансировано на международных рынках и не менее 15% может быть погашено за счет частичного использования буфера из накопленных банками и госкомпаниями ликвидных валютных активов. Оставшиеся 55% подлежащих погашению долгов, а это порядка $45 млрд, могут быть покрыты за счет сальдо текущего счета и сокращения международных резервов.

Даже при цене нефти в $40–50 за баррель торговый баланс будет выше, чем совокупный объем долга 2015 г., а общий объем резервов примерно в четыре раза больше погашений этого года, если из этого долга вычесть внутрикорпоративные долги.

Поэтому все «алармистские» высказывания по поводу возможного суверенного дефолта России, неспособности и невозможности корпоративного сектора платить по долгам (вплоть до объявления бойкота по внешним выплатам!), нехватки и скорой кончины международных резервов в процессе покрытия дефицита платежного баланса можно считать как минимум несостоятельными.

ОБЩИЙ ОБЪЕМ РЕЗЕРВОВ ПРИМЕРНО В ЧЕТЫРЕ РАЗА БОЛЬШЕ ПОГАШЕНИЙ ЭТОГО ГОДА, ЕСЛИ ИЗ ЭТОГО ДОЛГА ВЫЧЕСТЬ ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫЕ ДОЛГИ