

STANDARD & POOR'S: РОССИЯ ПОСЛЕ КРЫМА



Базовый сценарий международного рейтингового агентства Standard & Poor's предусматривает устойчивое снижение остроты кризиса и сдерживание напряженности в решении наиболее спорных вопросов. Согласно этому сценарию, ожидается умеренное снижение темпов роста российской экономики до 1,2% в 2014 году и их постепенное повышение до 2,2% в 2015 году.

В агентстве предполагают, что курс рубля стабилизируется на текущем уровне, отток капитала сократится до более умеренных значений, а инфляционное давление снизится.

Также в компании считают вероятным, что неопределенность в отношении разрешения кризисной ситуации возрастет, прежде чем пойти на спад к концу 2014 года, что неизбежно приведет к более напряженной ситуации в экономике и финансовой системе страны. Согласно этому альтернативному сценарию, эскалация напряженности может обусловить очередную волну продаж российских активов иностранными инвесторами и вывоз капитала российскими резидентами, в то время как рубль может обесцениться еще на 10% по отношению к доллару. В рамках альтернативного сценария в агентстве ожидают дальнейшего снижения темпов экономического роста до 0,6% в 2014 году.

Сценарии рассматриваются по отдельности, однако грань, разделяющая их, очень тонка, и существует множество сложных, поворотных с точки зрения развития ситуации моментов, которые могут повлиять на реализацию того или иного сценария.

Несмотря на то, что ЕС и США могут ввести новые санкции, в S&P ожидают, что эти санкции не будут настолько серьезными, чтобы включать масштабные ограничения на торговые операции России или санкции в отношении российской финансовой системы. Соответственно, агентство не рассматривает ответных мер России

Агентство не рассматривает ответных мер России или Запада в отношении поставок нефти и газа и/или дестабилизации спроса

или Запада в отношении поставок нефти и газа и/или дестабилизации спроса. Компания предполагает, что экономические интересы будут преобладать и еще более негативный сценарий, предусматривающий значительные и продолжительные перебои в поставках нефти и газа на фо-

не введения масштабных финансовых санкций в отношении России, вряд ли будет реализован.

После отстранения от власти бывшего президента страны и последующих действий России, связанных с присоединением Крыма, события на Украине развивались стремительно. Эскалация геополитической напряженности уже вызвала нестабильность на рынках, а негативные настроения их участников привели к ускоренному оттоку капитала из России.

Тенденция замедления экономического роста продолжилась в начале года, и в настоящее время российская экономика подвержена риску снижения доверия участников рынка, а перспектива введения более жестких санкций может препятствовать росту в будущем.

В конце марта агентство пересмотрело прогноз по рейтингам Российской Федерации со «Стабильного» на «Негативный» в связи с растущими геополитическими и экономическими рисками.

Экономический рост в России замедлился еще до начала эскалации геополитической напряженности в марте 2014 года. В 2013 году темпы роста снизились до 1,3% по сравнению со средними темпами, достигавшими более 4% в 2010–2012 годах и более 7% в период, предшествовавший глобальному финансовому кризису (см. «Рост ВВП России и его компоненты»). Ослабление внутреннего спроса в 2013 году не было полностью компенсировано относительно сильно экспорт, объем которого увеличился на 3,8% благодаря

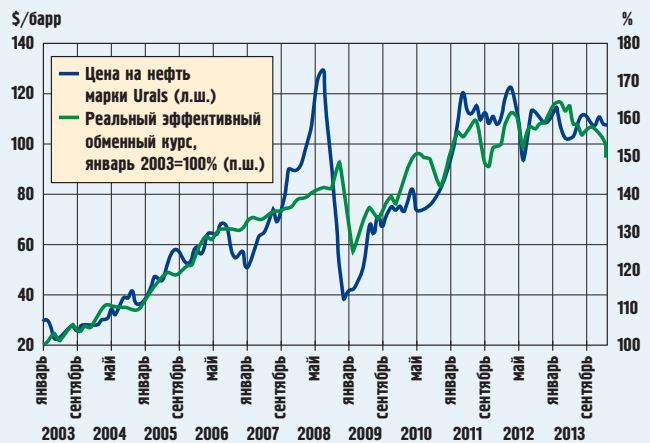
РОСТ ВВП РОССИИ И ЕГО КОМПОНЕНТЫ

Источник: Росстат, расчеты Standard & Poor's



ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И РЕАЛЬНЫЙ ЭФФЕКТИВНЫЙ ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ

Источники: Банк России, Datastream, расчеты Standard & Poor's



росту экспорта газа на 10%. Рост потребления снизился с немногим менее 8% в 2012 году до 4,7% в 2013 году. Объем инвестиций в основной капитал не изменился (-0,3%), при этом капиталовложения государственных компаний сократились, а инвестиции частного сектора увеличились.

Низкие темпы роста наблюдались и в начале 2014 года: статистика января оказалась хуже, чем ожидалось, по ши-

Экономический рост в России замедлился еще до начала эскалации геополитической напряженности

рокому кругу индикаторов, а в феврале наметилось лишь небольшое улучшение отдельных показателей. В январе-феврале 2014 года объем инвестиций сократился на 5% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, темпы роста розничной торговли замедлились до 3,2%.

Цены на нефть стабильны, однако отсутствует постоянное улучшение условий торговли

Рынок труда остается стабильным, с уровнем безработицы, близким к историческому минимуму. Несмотря на рост реальной заработной платы на 5,6%, что соответствует уровню 2013 года, реальные доходы остались на прежнем уровне. Все большая часть доходов домохозяйств (по оценкам агентства, более 5%) используется для обслуживания долга.

Часть выданной ЦБ отечественным банкам ликвидности возвращалась на валютный рынок, создавая тем самым замкнутый круг

Долговая нагрузка населения находится на достаточно низком уровне (около 15% ВВП), однако процентные ставки по потребительским кредитам высоки — свыше 20% для большей части сроков погашения. Объемы потребительского кредитования по-прежнему значительны, но в последнее время темпы роста замедлились — с 50% в год (по данным на середину 2012 года) до около 30% на начало 2014 года.

Замедление темпов экономического роста в России носит преимущественно структурный характер. Цены на нефть стабильны, однако отсутствует постоянное улучшение условий торговли, обусловившее рост доходов и внутреннего спроса в течение десятилетия, предшествовавшего глобальному экономическому и финансовому кризису 2008 года, и поддержавшее посткризисное восстановление экономики в 2010–2011 годах.

Была задействована значительная часть неиспользованных производственных мощностей, в то время как капиталовложения в новые производственные мощности росли недостаточно быстрыми темпами. Численность населения трудоспособного возраста сокращается под влиянием не-

благоприятных демографических тенденций, которые лишь частично компенсируются притоком мигрантов.

Такие структурные недостатки, как чрезмерное участие государства в экономике, широкое распространение коррупции (согласно опросам и общепринятому мнению) и недостаточный уровень конкуренции и инноваций, сдерживают рост производительности труда.

Во время второй волны нестабильности ослабление курса рубля было более значительным, чем валют ряда развивающихся рынков

Вместе с тем, замедление роста было связано, в том числе, с циклическими факторами. Несколько крупных государственных компаний завершили инвестиционный цикл, а начало нового цикла было отложено. С середины прошлого года ухудшение отношения глобальных инвесторов к развивающимся рынкам на фоне сокращения объема ежемесячного приобретения активов ФРС США (так называемое

Чистый отток капитала в 1-м квартале 2014 года достиг \$60 млрд, что соответствует уровню за весь 2013 год, — исключительная ситуация, наблюдающаяся впервые за последнее десятилетие

сокращение объема программы «количественного смягчения») создало более сложные условия для развивающихся рынков во всем мире.

Дополнительное давление на рубль

Сильные внешнеэкономические показатели — сохраняющийся (хотя и снижающийся) профицит счета текущих опе-

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РФ



Источник: Банк России

раций, превышение внешних активов над обязательствами и очень высокий уровень золотовалютных резервов — указывают на то, что страна не будет подвержена значительным рискам, связанным с ухудшением условий на глобальных рынках ликвидности.

Россия смогла относительно успешно противостоять первой волне нестабильности на рынках летом 2013 года и продемонстрировала лишь умеренное ослабление национальной валюты по сравнению с сопоставимыми странами с раз-

Агентство ожидает замедления потоков капитала в обоих направлениях

вивающейся экономикой. Однако во время второй волны нестабильности ослабление курса рубля было более значительным, чем валют ряда развивающихся рынков, в частности Турции и ЮАР, несмотря на то, что эти страны имеют значительный дефицит по счету текущих операций и существенно меньший объем золотовалютных резервов.

Кроме того, курс валют этих стран впоследствии повысился — после повышения процентных ставок их центральными банками в конце января 2014 года, в то время как курс рубля продолжал снижаться. В январе и феврале ослабление рубля по отношению к доллару составило 10%

В альтернативном сценарии предусматривается эскалация геополитической напряженности во 2-м квартале 2014 года и сохранение ее на высоком уровне до конца года

на фоне интервенций Банка России, направленных на поддержание национальной валюты, причем это произошло еще до того, как усиление геополитических рисков оказало дополнительное давление на валютный курс.

Очень большой объем золотовалютных резервов Банка России (почти 25% ВВП в начале 2014 года) традиционно считается одним из важных инструментов защиты от спекулятивных операций на валютном рынке. Однако опыт показывает, что любому центральному банку трудно обеспечить

защиту национальной валюты в одностороннем порядке и лишь путем совместных действий центральные банки могут эффективно противостоять спекулятивным операциям.

В S&P, более того, полагают, что проводимая Банком России политика поэтапного ослабления рубля обусловила рост ожиданий дальнейшего ослабления российской валюты, что невольно способствовало спекулятивным операциям в отношении рубля. Эта политика предусматривала свободные колебания курса рубля в границах установленного диапазона и проведение валютных интервенций лишь в тех случаях, когда валютный курс приближался к границам этого диапазона.

Объем интервенций был ограничен заранее установленной суммой; при ее достижении границы диапазона изменялись. Эта политика была направлена то, чтобы снизить волатильность валютного курса, но при этом не противостоять фундаментальным трендам. Она была успешной в периоды кратковременного давления на рубль, и после изменения тренда на ослабление рубля Банк России мог восстановить объем валютных резервов.

Однако в условиях продолжительного давления на рубль корректировка валютного курса на небольшие значения приводила к постоянным сокращениям резервов и способствовала широкому распространению ожиданий дальнейшего ослабления российской валюты среди иностранных и российских инвесторов. С конца 2013 года ответной реакцией российских граждан на постоянное снижение курса рубля стали увеличение объема покупок иностранной валюты и конвертация рублевых депозитов в валютные. В начале 2014 года эта тенденция усилилась.

Кроме того, продавая валютные резервы, Банк России выводил ликвидность из банковской системы. Для предотвращения дефицита ликвидности и резкого роста процентных ставок Банк России предоставлял отечественным банкам ликвидность не только путем операций РЕПО, но и при

В базовом сценарии макроэкономические показатели России останутся слабыми в 1-м полугодии 2014 года и начнут улучшаться лишь в конце года

помощи валютных свопов, а также под залог нерыночного обеспечения.

Начиная с июля 2013 года он предоставил банкам более 2 трлн рублей (что эквивалентно более чем \$60 млрд). Часть этой ликвидности возвращалась на валютный рынок, создавая тем самым замкнутый круг. Это наглядно иллюстрирует хорошо известные проблемы, с которыми сталкивается ЦБ, преследующий несколько целей, которые в ряде случаев могут противоречить друг другу.

Геополитическая ситуация последнего времени обусловила очередную волну снижения котировок на российском фондовом рынке. 3 марта индекс РТС, рассчитываемый на основе акций 50 российских компаний, упал на 12%, и рубль оказался под сильным давлением. Банк России принял решительные меры, повысив ключевую ставку с 5,5% до 7% и изменив параметры реализации валютной политики, что позволило увеличить дневной объем интервенций на валютном рынке.

Прогноз базового сценария, %

	2012 г.	2013 г. (оценка)	2014 г. (прогноз)	2015 г. (прогноз)
ВВП	3,4	1,3	1,2	2,2
Внутренний спрос	5,5	1,7	1,4	3,5
Потребление частного сектора	7,9	4,7	3,2	3,7
Инвестиции в основной капитал	6,4	(0,3)	(3,5)	5,0
Экспорт	1,4	3,8	1,5	2,0
Импорт	8,8	5,9	2,0	7,0
Инфляция (среднегодовой прирост)	5,1	6,8	6,8	5,7
Курс рубля к \$ (среднегодовое значение)	31,1	31,8	35,7	36,0
Цена нефти марки Brent, \$/барр	111,7	108,6	100,0	95,0

Он продал валютные резервы на сумму \$11 млрд в течение одного дня и продолжил интервенции в марте. В среднем объем ежедневных интервенций в марте превысил \$1 млрд (в сравнении с \$400 млн в январе-феврале).

Рубль и цены на нефть

Основным фактором, определяющим динамику реального валютного курса рубля, традиционно является цена на нефть (см. «Цены на нефть и реальный эффективный обменный курс рубля»). Это неудивительно, поскольку экспорт нефти и газа составляет порядка 60% совокупного объема российского экспорта товаров и услуг, а цена на газ привязана к цене на нефть.

Согласно альтернативному сценарию, объем импорта из России будет на 5% ниже показателя, предусмотренного в базовом сценарии

И, действительно, существенное падение курса рубля в России происходило дважды — в 1998 и 2008–2009 годах, именно в тот период, когда цены на нефть резко снизились. Вместе с тем, начавшееся в прошлом году и усилившееся в январе 2014 года значительное снижение валютного курса в номинальном и реальном выражении произошло в условиях стабильных цен на нефть. Это новая ситуация, которая создает значительную неопределенность относительно будущей динамики валютного курса.

Позитивная корреляция между ценой на нефть и реальным курсом рубля, по-видимому, была нарушена, что произошло, вероятно, вследствие значительного оттока капитала в последние месяцы. По оценкам агентства, чистый отток капитала в 1-м квартале 2014 года достиг \$60 млрд, что соответствует уровню за весь 2013 год.

S&P: если не будут введены серьезные торговые санкции, то международный спрос на российскую нефть и газ почти не изменится, по крайней мере, в краткосрочном периоде

Это исключительная ситуация, наблюдающаяся впервые за последнее десятилетие (см. «Платежный баланс РФ»). Только в период кризиса 2008–2009 годов отток капитала из России был таким же и даже более значительным, но отток происходил на фоне резкого падения цен на нефть, поэтому связь между ценой нефти и реальным курсом рубля сохранялась.

Вопрос заключается в том, станет ли масштабный отток капитала своего рода нормой или его значения (нетто) в будущем будут умеренными. Агрегированные показатели потоков капитала не позволяют реально оценить тенденцию, возникшую после кризиса 2008–2009 годов. С 2010 года приток иностранного капитала в Россию постоянно увеличивался, в то же время российские компании и банки стремились улучшить позицию по чистым иностранным активам (см. «Финансовый счет: активы и обязательства»).

Объем прямых инвестиций за границу увеличился и составил в среднем \$60 млрд в год в 2010–2012 годах. В 2013 году объем прямых иностранных инвестиций России увеличился до \$100 млрд, включая разовую сделку по приобретению ТНК-ВР НК «Роснефть». В условиях геополитической напряженности и возможных финансовых санкций в отношении России агентство ожидает замедления потоков капитала в обоих направлениях.

С одной стороны, приток иностранных инвестиций в российскую экономику, скорее всего, значительно сократится. В то же время объем российских инвестиций в иностранные активы также может сократиться, в частности, потому что сами инвесторы могут стать более осторожными при инвестировании в иностранные финансовые активы в связи с возможными санкциями.

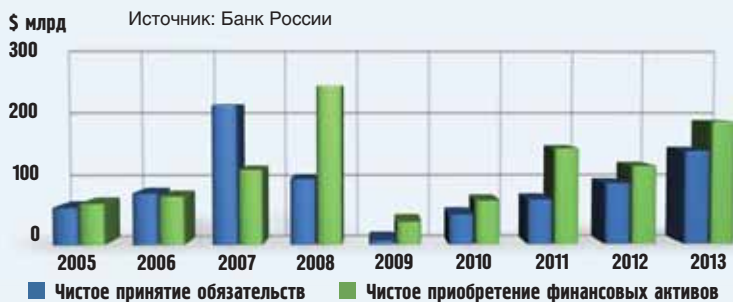
Базовый сценарий: умеренное замедление роста российской экономики и стабилизация рубля на текущем, более низком уровне, влияние на нефтегазовую отрасль будет минимальным

В настоящее время S&P не ожидает, что постоянный значительный отток капитала станет своего рода нормой, и поэтому полагает, что курс рубля стабилизируется на текущем уровне. Это будет означать повышение курса в реальном выражении на протяжении прогнозного периода по причине более высокой инфляции в России по сравнению с ее торговыми партнерами.

Вместе с тем в краткосрочной перспективе сохраняется риск дальнейшего оттока капитала. Эти риски рассматриваются агентством в альтернативном сценарии, согласно которому курс рубля продолжит снижаться как в номинальном, так и реальном выражении.

Что ожидает российскую экономику?

В базовом сценарии S&P использует следующие допущения. Макроэкономические показатели России останутся



Примечание: Чистое принятие обязательств указывает на разницу между приобретениями и продажами национальных финансовых активов нерезидентами. Чистое приобретение финансовых активов указывает на разницу между приобретением и продажей иностранных финансовых активов резидентами.

слабыми в 1-м полугодии 2014 года и начнут улучшаться, причем лишь постепенно, в конце года, при этом рост реального ВВП составит в среднем 1,2% в 2014 году и 2,2% в 2015 году (см. «Прогноз базового сценария»).

Отток капитала замедлится и будет умеренным — примерно на уровне профицита по счету текущих операций. Курс рубля стабилизируется на текущем уровне, а инфляционное давление постепенно снизится. Необходимости в обеспечении защиты национальной валюты со стороны органов денежно-кредитного регулирования нет.

Недавнее повышение ключевой ставки не приводит к повсеместному повышению ставок по кредитам для конечных заемщиков. Эти ставки достаточно слабо связаны с ключевой ставкой и уже являются высокими, особенно по потребительским кредитам. Во 2-м полугодии 2014 года ключевая ставка будет понижена.

Замедление экономического роста может оказать влияние на такие отрасли, как строительство, операции с недвижимостью, возможно, СМИ и рекламный бизнес

Потребительский спрос снизится до умеренного уровня на фоне замедления роста реальных доходов и снижения темпов роста потребительского кредитования, которое до сих пор поддерживало уровень потребления. Восстановление инвестиционного спроса будет постепенным.

Многие крупные государственные компании завершили свои инвестиционные проекты и отложили начало нового инвестиционного цикла. Далеко не последнюю роль в этом сыграло замораживание регулируемых тарифов, введенное правительством страны для сдерживания роста инфляции. Рост частных инвестиций сдерживается неблагоприятными настроениями бизнес-сообщества и неопределенностью, в том числе в отношении динамики валютного курса.

Ослабление рубля будет оказывать позитивное влияние на экспортно-ориентированные отрасли вследствие повышения рентабельности. Рост импорта замедлится в результате замедления роста внутреннего спроса и снижения реального курса рубля. Агентство ожидает увеличения бюд-

жетных доходов в 2014 году в связи с ослаблением рубля, поскольку выручка от продажи нефти поступает в валюту.

Вместе с тем замедление темпов роста окажет негативное влияние на нефтяные доходы бюджета. Влияние ослабления рубля на внутренние цены затрудняет для Банка России достижение целевого индикативного показателя инфляции (5% в 2014 году), несмотря на замораживание регулируемых тарифов на коммунальные услуги.

В S&P ожидают, что в 2014 году среднегодовой показатель инфляции останется на уровне прошлого года и составит 6,8%. Снижение темпов инфляции должно возобновиться в 2015 году, когда влияние ослабления национальной валюты снизится, а Банк России перейдет к режиму таргетирования инфляции.

В альтернативном сценарии агентство предусматривает эскалацию геополитической напряженности во 2-м квартале 2014 года и сохранение ее на высоком уровне до конца года. В соответствии с ожиданиями S&P реализация этого сценария будет иметь следующие последствия.

Россию ожидает очередная волна продажи российских ценных бумаг иностранными инвесторами и вывоз капитала российскими резидентами, в том числе внутреннее бегство капитала (покупка иностранной валюты и конвертация рублевых депозитов в валютные). Во втором квартале рубль обесценится еще на 10% по отношению к доллару и останется на этом уровне в 3-м квартале (см. «Прогноз альтернативного сценария»).

Банк России повысит ключевую процентную ставку и будет проводить масштабные интервенции на валютном рынке, что приведет к сокращению ликвидности. Это окажет негативное влияние на кредитование, но вместе с тем ограничит спекулятивные операции в отношении рубля. Сокращение инвестиций будет более значительным, чем предполагается в базовом сценарии, вследствие более жестких финансовых условий и дальнейшего падения доверия со стороны бизнес-сообщества. Крупные государственные энергетические компании могут быть вынуждены приступить к реализации своих инвестиционных планов в более ранние сроки.

Потребительная способность населения снизится вследствие более высокой инфляции, которая достигнет 7,2% в 2014 году. Неопределенность отразится на настроениях потребителей, что приведет к увеличению сбережений (в том числе в иностранной валюте).

Негативное влияние на рост ВВП будет сдерживаться значительной корректировкой объемов импорта, которая отражает снижение внутреннего спроса и существенное ослабление реального курса рубля. В результате в 2014 году рост реального ВВП в среднем составит 0,6%. Бюджет получит дополнительные сырьевые доходы, а доходы, связанные с сырьевым сектором, сократятся вследствие снижения темпов роста экономики. Правительство, скорее всего, будет использовать фискальные стимулы для компенсации снижения спроса со стороны частного сектора.

В альтернативном сценарии S&P не предусматривает значительных перебоев в поставках нефти и газа из России в Европу, поэтому прогноз цен на нефть остается без изменений.

Прогноз альтернативного сценария, %

	2012 г.	2013 г. (оценка)	2014 г. (прогноз)	2015 г. (прогноз)
ВВП	3,4	1,3	0,6	2,1
Внутренний спрос	5,5	1,7	(0,5)	4,4
Потребление частного сектора	7,9	4,7	1,3	4,0
Инвестиции в основной капитал	6,4	(0,3)	(7,0)	8,5
Экспорт	1,4	3,8	1,0	2,0
Импорт	8,8	5,9	(3,5)	11,0
Инфляция (среднегодовой прирост)	5,1	6,8	7,2	5,2
Курс рубля к \$ (среднегодовое значение)	31,1	31,8	38,3	36,0
Цена нефти марки Brent, \$/барр	111,7	108,6	100,0	95,0

Влияние кризиса

Потенциальное влияние кризиса на экономику европейских стран связано с внешней торговлей, однако в соответствии с альтернативным сценарием это влияние останется ограниченным. Согласно этому сценарию, объем импорта из России будет на 5% ниже показателя, предусмотренного в базовом сценарии, что обусловит снижение спроса на товары, экспортируемые из Европы.

Вместе с тем, экспорт в Россию составляет относительно небольшую часть совокупного объема экспорта и ВВП большинства европейских стран. В 2012 году объем товарного экспорта 27 европейских стран в Россию составлял 123 млрд евро (7% совокупного экспорта, или 1% ВВП ЕС), а объем экспорта услуг — 28 млрд евро. Доля торгового экспорта в Россию пропорционально выше для некоторых стран ЕС, в частности стран Восточной Европы и Финляндии.

Небольшие российские банки, вероятно, будут подвержены влиянию кризиса в большей степени. В соответствии с базовым сценарием ожидается, что в целом влияние кризиса на российскую банковскую систему останется контролируемым, особенно это касается крупных универсальных банков. Показатели качества активов, прибыльности и, возможно, ликвидности будут ухудшаться, оказывая умеренное давление рейтинги российских банков.

Тем не менее, в агентстве ожидают, что влияние кризиса на финансовые профили небольших банков будет более сильным. В случае реализации альтернативного сценария влияние на рейтинги небольших и средних банков будет более значи-

Что касается российских нефтегазовых компаний, правительство может попытаться повысить ставки налогов и неформально влиять на внутренние цены на топливо

тельным, равно как и на рейтинги некоторых крупных банков, показатели капитализации которых вызывают опасения.

Базовый сценарий предусматривает дальнейшее умеренное замедление роста российской экономики и стабилизацию рубля на текущем, более низком уровне. Влияние на нефтегазовую отрасль будет минимальным. S&P прогнозирует некоторое негативное влияние на объем иностранного экспорта в Россию, при этом в наибольшей степени сокращение экспорта затронет инвестиционные товары, автомобили и потребительские товары, не являющиеся предметами первой необходимости.

Альтернативный сценарий предусматривает более существенное замедление экономической активности в России,

что связано с ростом опасений иностранных инвесторов. Это приведет к повышению рисков рефинансирования для российских компаний, поскольку доступ к международным финансовым рынкам для них, вероятнее всего, станет крайне ограниченным.

Вместе с тем в агентстве ожидают, что некоторые крупные стратегические компании получат поддержку в национальной валюте от государственных банков и, возможно, дополнительную поддержку со стороны китайских банков, которые могут стремиться установить более прочные финансовые отношения с ведущими производителями сырьевых товаров. Кроме того, эмитенты со сравнительно высоким долгом или компании «второго эшелона» могут быть подвержены рискам ликвидности.

Факторы риска российских компаний

1. *Чувствительность к изменению валютного курса.* Как правило, макроэкономический эффект снижения валютного курса проявляется в сокращении объемов импорта и стимулировании экспорта. В России ключевыми импортными товарами, которые в наибольшей степени подвержены риску изменения спроса, являются «другие промышленные товары» (25,3%), автомобили (13,6%) и продукция химической отрасли (11,6%).

Важность нефтегазовой отрасли, вероятнее всего, будет означать, что импорт высокотехнологичного оборудования останется приоритетным. Кроме того, Россия импортирует значительную часть потребительских товаров. Ценовая конкурентоспособность российских товаров повысится, однако для производителей, использующих импортные материалы и комплектующие, выигрыш будет не столь значительным. Кроме того, российские компании выиграют от ослабления национальной валюты только при условии, что у них есть неиспользуемые производственные мощности для удовлетворения растущего спроса на товары внутреннего производства.

Напротив, в 2012 году 68% российского экспорта составляли нефть и газ; цены на эти товары в долларах США определяются на мировом рынке. В S&P полагают, что если не будут введены серьезные торговые санкции, то международный спрос на российскую нефть и газ почти не изменится, по крайней мере, в краткосрочном периоде.

В средне- и долгосрочной перспективе политическое давление в Европе, направленное на замену российского газа альтернативным, может усилиться, но для этого, скорее всего, потребуются разработка месторождений сланцевого газа в Европе, экспортные лицензии, позволяющие продавать сжиженный природный газ из США в Европу, а также крупные капиталовложения в инфраструктуру (терминалы для сжиженного газа, трубопроводы и др.).

Международные компании, имеющие кредитные рейтинги, в значительной степени подверженные страновым рискам России и Украины

Компания	Страна	Сектор	Кредитный рейтинг	Прогноз
Международные компании, имеющие кредитный рейтинг, в значительной степени подверженный страновому риску России				
BP PLC	Великобритания	Нефтяной сектор	A	Позитивный
Pepsico Inc.	США	Потребительские товары	A	Стабильный
Fortum Oyj	Финляндия	Диверсифицированные источники энергии	A-	Негативный
Danone	Франция	Потребительские товары	A-	Стабильный
Coca-Cola HBC AG	Швейцария	Потребительские товары	BBB+	Негативный
Wrigley (Wm.) Jr. Company	США	Потребительские товары	BBB+	Стабильный
Kinross Gold Corp.	Канада	Геологоразведка и горно-обогатительное производство	BBB-	Стабильный
Atrium European Real Estate Ltd.	о. Джерси	Недвижимость	BBB-	Стабильный
Metro AG	Германия	Розничная торговля и рестораны	BBB-	Стабильный
Turkiye Sise ve Cam Fabrikalari A.S.	Турция	Средства производства	BB+	Стабильный
C.A.T. oil AG*	Австрия	Нефтяной сектор	BB	Стабильный
VimpelCom Ltd.	Бермудские острова	Телекоммуникации	BB	Стабильный
DigitalGlobe Inc.	США	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	BB	Стабильный
Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.S.	Турция	Технологии	B-	Стабильный
Nico Middle East Ltd.	Бермудские острова	Нефтяной сектор	B	Стабильный
Международные компании, имеющие кредитный рейтинг, в значительной степени подверженный страновому риску Украины				
Turkcell Lietsim Hizmetleri A.S.	Турция	Телекоммуникации	BB+	Стабильный
ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	Россия	Телекоммуникации	BB+	Стабильный
GCL Holdings S.C.A.	Люксембург	Тара и упаковочные материалы	B	Стабильный
Ferrexpo PLC**	Великобритания	Геологоразведка и горно-обогатительное производство	CCC+	Негативный

Источник: Standard & Poor's. По данным на 27 марта 2014 года.

*Российские компании, зарегистрированные в офшорных зонах; ** Украинские компании, зарегистрированные в офшорных зонах

2. *Проблемы ликвидности для российских компаний.* В России оценка риска перевода и конвертации валюты в настоящее время не оказывает сдерживающего влияния на кредитоспособность большинства эмитентов в рамках базового или альтернативного сценариев. Более важными представляются следующие факторы.

Риск рефинансирования: несколько компаний являются исключительно крупными международными заемщиками, однако, с точки зрения агентства, график погашения их долговых обязательств и возможная поддержка государственных банков обеспечат им защиту от кратковременного отсутствия доступа к мировым рынкам заемного капитала.

Крупнейшими заемщиками являются организации, связанные с государством (ОСГ), и производители сырьевых товаров, которые обычно имеют более благоприятный доступ к финансированию. Наиболее высоким рискам подвержены некоторые частные горно-металлургические компании с высоким уровнем долговой нагрузки, не имеющие рейтингов S&P.

В настоящее время доступ к международному рынку синдицированных кредитов для российских компаний уменьшился, но не исчез совсем. Так, недавно ОАО «Газпром нефть» (долгосрочный рейтинг — «BBB-») выбрало \$2,15 млрд в рамках подтвержденной кредитной линии, а 19 марта ОАО «Холдинговая компания «Металлинвест» обеспечило новое предэкспортное финансирование объемом \$1,15 млрд.

Стоимость рефинансирования на внутреннем рынке может возрасти. Дополнительное давление на корпоративных заемщиков может возникнуть в случае неблагоприятного

влияния колебаний валютного курса на банковскую систему страны или затруднения доступа к рефинансированию из международных источников. Тем не менее, государственные ОАО «Сбербанк России» и ОАО «Банк ВТБ» занимают доминирующее положение на российском кредитном рынке, что должно оказывать некоторое стабилизирующее влияние, по крайней мере, в краткосрочной перспективе.

Несовпадение валютных активов и обязательств по срокам погашения может возникнуть, если компании имеют нехеджированные валютные заимствования или расходы и выручку в национальной валюте. Компании со слабой и очень слабой структурой капитала могут иметь значительный объем валютного долга, подлежащего погашению в ближайшее время, что ухудшает их кредитоспособность.

Однако все эти компании (за исключением ОАО «МОЭК») имеют рейтинг «B-» или ниже. Большинство рейтингуемых российских нефтегазовых компаний используют естественные механизмы хеджирования, а большая часть компаний, ориентирующихся на внутренний рынок, в настоящее время получают финансирование в рублях.

3. *Замедление экономического роста может оказать влияние на циклические отрасли промышленного сектора* — строительство, операции с недвижимостью, возможно, СМИ и рекламный бизнес, а также в некоторой степени на производителей стали (в зависимости от масштабов их продаж на внутреннем рынке).

Если российские банки пострадают от изменений валютного курса или снижения доступа к финансированию, то это может оказать влияние на спрос на недвижимость (например, снизить доступность ипотечных кредитов).

4. *Влияние регулирования на инфраструктурные компании, операторов железных дорог и нефтегазовые компании.* Пока не ясно, какие меры правительство может принять в отношении регулируемых компаний в 2015 году и в последующие годы. Тарифы этих компаний были заморожены в 2014 году в целях поддержания экономического роста, и в ответ компании старались сократить свои капитальные расходы к некоторому неудовольствию правительства.

Что касается российских нефтегазовых компаний, правительство может попытаться повысить ставки налогов, которые уже и так достаточно высоки. Кроме того, правительство может попытаться неформально влиять на внутренние цены на топливо — в так называемом ручном режиме, чтобы избежать повышения рублевых цен. Однако давление, вероятнее всего, будет умеренным, поскольку крупные компании имеют значительные возможности для лоббирования, а в рамках нашего кредитного анализа ОСГ сохраняющееся негативное вмешательство со стороны государства может частично компенсироваться государственной поддержкой.

S&P: негативный сценарий, предусматривающий нарушение поставок нефти и газа из России в Западную Европу, возможен, но маловероятен

5. *Наблюдавшееся в последнее время улучшение качества корпоративного управления может быть приостановлено.* В последние годы российские компании начали внедрять международные стандарты отчетности и корпоративного управления в целях улучшения доступа к международным финансовым рынкам. Если они окажутся в изоляции, то в S&P полагают, что это может иметь крайне негативные последствия с точки зрения корпоративного управления, которое в долгосрочной перспективе может стать негативным фактором кредитоспособности.

6. *Подверженность международных компаний значительным страновым рискам ведения деятельности в России и на Украине (см. «Международные компании, имеющие кредитные рейтинги, в значительной степени подверженные страновым рискам России и Украины»).* В соответствии со структурой сектора российского импорта в агентстве считают, что некоторые международные компании, производящие потребительские товары и продукты питания, могут испытать некоторые сложности в связи со слабостью экономики России и Украины в рамках альтернативного сценария.

7. *Недавние изменения, связанные с государственными ценными бумагами, валютными курсами и фондовыми рынками.*

Возможен и еще более неблагоприятный сценарий

Пересмотр агентством прогноза по суверенным рейтингам Российской Федерации на «Негативный» 20 марта 2014 года обусловлен значительным риском того, что конфликт между Россией и Украиной может усилиться и не ограничиваться ситуацией, связанной с Крымом. В случае ухудшения ситуации в S&P полагают, что будут введены дополнительные санкции в отношении российских органи-

заций, отдельных граждан и, возможно, ограничения в сфере торговли.

В агентстве считают, что негативный сценарий, предусматривающий нарушение поставок нефти и газа из России в Западную Европу, возможен, но маловероятен в данный момент. Любое нарушение поставок, вызванное, например, введением торговых санкций в отношении России, приведет к повышению цен на энергоносители, при этом масштабы обусловленной этим стрессовой экономической ситуации будут зависеть от масштаба и продолжительности перебоев в поставках.

Россия потеряет, по крайней мере, часть экспортных доходов, что может иметь серьезные негативные последствия для ее платежного баланса, бюджета и экономического роста. Вместе с тем, такой сценарий окажет негативное влияние и на экономику Европы. Доля российского газа в общем объеме импорта газа некоторых стран ЕС очень велика: в странах Балтии она составляет 100% и почти столько же в ряде стран Восточной Европы. Доля российского газа превышает 30% импорта газа в Германию. Ослабление доверия к российской экономике также затронет финансовые рынки региона и, возможно, другие страны с развивающейся экономикой.

США и европейские страны могут также ввести и более жесткие финансовые санкции в отношении России (замораживание активов российских организаций, а не только отдельных граждан, или исключение российских финансовых организаций из международных транзакций). В S&P предполагают, что это окажет значительное влияние на российскую экономику и будет иметь последствия для финансовых систем других стран — в зависимости от формата таких санкций.

Крупнейшие МНК в незначительной степени подвержены риску потери части активов в России

В случае введения торговых санкций агентство будет вынуждено оценить их влияние на кредитоспособность компаний тех секторов, которые окажутся затронутыми ими в наибольшей степени. Импорт в Россию — это прежде всего инвестиционные и другие промышленные товары. В S&P полагают, что крупнейшие международные нефтяные компании в незначительной степени подвержены риску потери части активов в России.

Компании BP принадлежит миноритарный пакет акций ОАО «НК «Роснефть», другие компании располагают миноритарными долями в месторождениях Сахалина и новых офшорных месторождениях в стадии разведки. Эти компании, скорее всего, получают прибыль в случае повышения мировых цен на нефть, как это было в ситуации с Ливией в 2011 году.

Агентство не ожидает значительного влияния кризиса на нефтесервисную отрасль, поскольку в этом секторе работают в основном местные игроки. Снижение конкуренции со стороны иностранных компаний обусловит повышение прибыли российских организаций в кратко- и среднесрочной перспективе, несмотря на то, что в целом такие изменения могут сдерживать развитие сектора в долгосрочном периоде. 