



Инвесторам нужно опасаться дефолта Бразилии, а не России

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



В январе 2015 года Bloomberg Commodities Index опустился до исторического минимума 98,7 пунктов, вернувшись к уровню, с которого агентство Bloomberg начало в январе 1991 года рассчитывать среднюю стоимость широкой корзины сырьевых товаров, включающую нефть, газ, металлы, зерно и т.д.

Масштаб снижения цен превысил падение в 2008 году и позволяет проводить параллели с кризисом 1998 года. Это значит, что в ближайшее время мы можем стать свидетелями новой серии дефолтов развивающихся стран.

Уже в этом году могут произойти дефолты Венесуэлы и Украины. Судя по котировкам кредитно-дефолтных свопов, инвесторы оценивают вероятность такого события по обязательствам Венесуэлы в 78%, Украины – 51%.

Далее по уровню рискованности идут Греция, Кипр и Россия. Кредитное качество России беспокоит международных инвесторов гораздо сильнее, чем других крупных производителей сырья, например, Бразилии или ЮАР. Попробуем объективно сравнить вероятность дефолта России и Бразилии, двух крупнейших заемщиков на рынке долгового капитала среди развивающихся стран.

Структура экономики

Россия получает почти три четверти экспортной выручки от продажи нефти и газа, поэтому наиболее уязвима в свете двукратного падения цен на нефть. По последним оценкам Центрального Банка, Россия потеряет 160 млрд. долл. в год, если цены останутся на уровне 45 долл. по сравнению с «докризисными» 100 долл. за баррель сорта Brent.

В 2014 году российский экспорт составил 507 млрд. долл., импорт – 287 млрд. долл. Таким образом, в худшем сценарии внешнеторговое сальдо России сожмется с 220 до 60 млрд. долл. в год.

Структура экономики Бразилии более диверсифицированная, чем у России, но также почти 90% экспортной выручки формирует продажа сырьевых товаров, в первую очередь железная руда, нефть и сельскохозяйственные продукты (кофе, сахар, соя и т.д.). Крупнейшая статья доходов – железная руда на пике спроса в 2011 году приносила более 40 млрд. долл. – почти 20% экспортной выручки. Второй по значимости ресурс – нефть. Бразилия начала экспортировать относительно недавно, после многомиллиардных инвестиций в глубоководную шельфовую добычу. Сельскохозяйственные продукты: кофе, сахар, соя и табак являются более стабильным источником доходов, но не спасают страну от сокращения экспорта в долларовом выражении уже третий год подряд. В 2014 году импорт в Бразилию впервые за 15 лет превысил экспорт, и в отличие от России, страна не только не готова к ожидаемому падению доходов в 2015 году, но уже в нынешнем состоянии не способна выплачивать даже проценты по внешним долгам, иначе как через привлечение новых кредитов.

Новости по теме:

03.02.2015 banktest.ru

Набиуллина: потери бюджета-2014 от падения цены нефти до 45 долларов составили 160 млрд долларов

27.01.2015 oilru.com

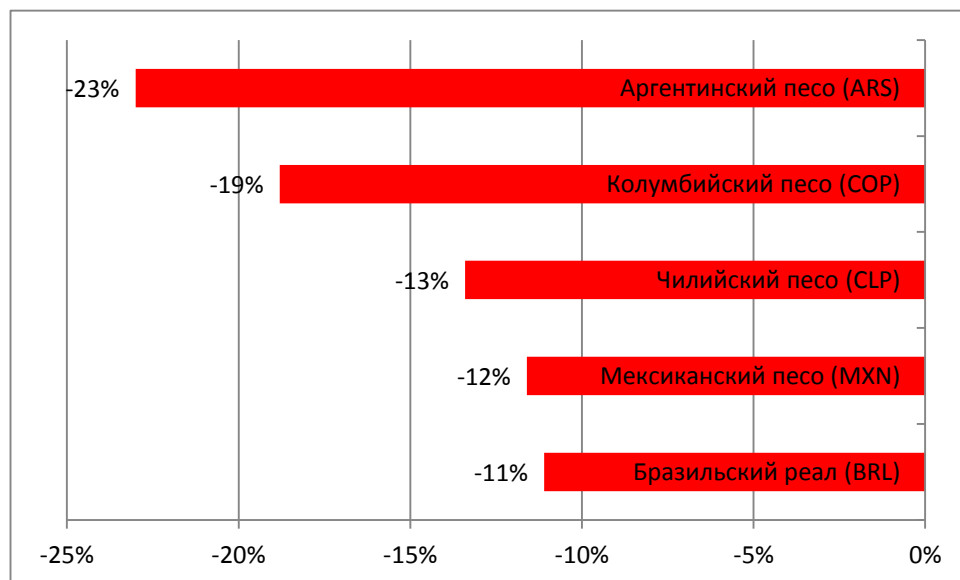
МЭР ожидает, что 2015 г. будет для внешней торговли РФ сложнее, чем предыдущий

Возможность конкурирующей девальвации

Наиболее действенным лекарством при ухудшении внешнеторговой конъюнктуры в условиях значительного внешнего долга во все времена была девальвация национальной валюты. Девальвация российского рубля в конце 2014 года вывела российских экспортеров в мировых лидеров по себестоимости в целом ряде отраслей и резко снизила спрос на импортные товары. Пока трудно сказать, как это отразится в цифрах за 2015 год, но не исключено, что при цене нефти свыше 60 долл. за баррель, сальдо внешней торговли даже повысится по сравнению с 2014 годом.

Бразильский реал в 2014 году подешевел всего на 11% к доллару США, а к евро и японской иене даже укрепился. В условиях когда почти все соседи по региону девальвировали свои валюты гораздо сильнее, Бразилия вынуждена поддерживать реал на завышенном уровне, поскольку отношение государственного долга к ВВП превысило пороговый для развивающихся стран уровень в 60% и достигло в конце прошлого года 63%. Дальнейший рост показателя чреват паникой долговых инвесторов.

Изменение курсов латиноамериканских валют в 2014 году



Источник: Bloomberg

Гос. сектор: поддержка или бремя?

Последним вариантом решения долговой проблемы могло бы стать повышение налогов или иной другой вариант повышения бюджетных доходов от использования государственной собственности. К сожалению, первое, что можно сказать о бразильских возможностях в этом направлении – фантастическое фиаско нефтяной программы Petrobras. Когда около 10 лет назад недалеко от побережья Рио-де-Жанейро были обнаружены крупные запасы шельфовой нефти, власти решили, что не будут делиться свалившимся богатством с транснациональными корпорациями и передали все лицензии на участки государственному гиганту Petrobras. Ожидания золотого дождя настолько вскружили голову инвесторам, что Petrobras удалось провести в 2010 году крупнейшее в мире IPO на 70 млрд. долл. и выпустить рекордный для корпоративного заемщика объем долговых бумаг (54 млрд. долл. в обращении по состоянию на начало 2015 года). На вырученные деньги была развернута крупнейшая в мире инвестиционная программа, в которой в какой-то момент было задействовано 80% мировых мощностей по шельфовому бурению. В результате Бразилия стала нетто-экспортером нефти. Правда, рост добычи Petrobras существенно отстал от первоначальных планов, акции компании с 2010 по 2014 год потеряли в цене почти 75%. В сентябре 2014 года менеджмент компании пообещал, что увеличит добычу в 2,2 раза до 4,2 млн. баррелей в день к 2020 году, для чего потребуются проинвестировать еще 220 млрд. долларов!

После последовавшего обвала цен на нефть вокруг Petrobras разгорелся грандиозный коррупционный скандал, рейтинговые агентства пригрозили даунгрейдом до «мусорной категории», наконец, 4 февраля глава компании ушел в отставку. В данный момент история в самом разгаре, но уже понятно, что решение властей «порулить» в рыночной отрасли обернется потерями в десятки, если не сотни миллиардов долларов. К слову, обсуждаемые широко в России долговые проблемы Роснефти не стоят и мизинца «Questão» Petrobras.

Резюме

В то время, как долговые инвесторы оценивают надежность Бразилии как заемщика в два раза выше, чем России, на мой взгляд, справедливое соотношение – прямо противоположное. Дефолт России может спровоцировать лишь продолжительное сочетание всех негативных факторов: низких цен на нефть, санкций, ошибок в политике и т.д. В то время, как Бразилию в условиях затяжной неблагоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках спасет лишь чудо. Наиболее вероятный сценарий – реструктуризация внешнего долга в том или ином виде в ближайшие три года. Это может стать главным событием на глобальном долговом рынке.

24.09.2010 dailyfinance.com
World's Largest IPO: \$70
Billion for Brazil Oil Company
Petrobras

15.05.2008 Bloomberg.com
Petrobras Hires 80% of
Deepwater Rigs, Inflates
Rents

Приложение

Сравнение финансовых показателей Petrobras и Роснефти

Показатель	Petrobras		Роснефть	
	2010	3 кв. 2014*	2010	3 кв. 2014*
Выручка (Revenue)	120,5	145,9	62	155,9
ЕБИТДА	33,7	24,7	19,2	33,1
Чистая прибыль (Net income before XO)	20,4	8,5	9,9	11,4
Общий долг (Total debt)	69,8	135,2	23,6	63,7
Долг/ЕБИТДА	2,1	5,5	1,2	1,9

* - последние 4 квартала

Источник: Bloomberg

По итогам 12 месяцев, оканчивающихся в сентябре 2014 года, долг Petrobras достиг 135 млрд. долл. - в 5,5 раз больше годовой прибыли ЕБИТДА. За четыре года выручка Petrobras выросла всего на 21%, прибыль сократилась несмотря на высокие цены на нефть.

Роснефть благодаря покупке ТНК-ВР за этот же период увеличила выручку в 2,5 раза, обогнав по объемам бизнеса Petrobras. Показатели рентабельности и долговой обремененности Роснефти также ухудшились. Отношение Долг/ЕБИТДА выросло с 1,2 до 1,9.