

Как заработать на новых санкциях США

Американские санкции выглядят грозно, но это не повод для распродажи всех российских активов

Коротко

Август в России всегда чем-то омрачен. На этот раз нас заставляют нервничать новости о грядущих санкциях. Эта информация давит на стоимость всех российских финансовых активов: валюту, акции, долговой рынок. Лучший аналитик по России по версии авторитетного журнала Institutional Investor АЛЕКСАНДР КУДРИН специально для подписчиков The Bell Professional объясняет, что в связи с этим можно сделать.

ЧТО СЛУЧИЛОСЬ

1 августа в Конгресс был внесен законопроект DASKAA, 8 августа Госдеп сообщил о решении применить новые ограничения в связи с «делом Скрипаля», которые начали вводиться с 27 августа. А 18-19 августа стало известно о том, что США могут объявить о санкциях против компаний, участвующих в проекте «Северный поток-2». Наконец, 21 августа стало известно о расширении существующего санкционного списка по причине активности в киберпространстве и нарушений резолюций по Северной Корее.

ЧТО ВАЖНО ОБ ЭТОМ ЗНАТЬ

- Приближение промежуточных выборов в США не добавляет оптимизма, потому что российская история фигурирует преимущественно в негативном ключе.

- Даже если проект DASKAA будет принят, мы сомневаемся в том, что предлагаемые им санкционные меры будут использованы в полной мере с самого начала. В частности, есть большие сомнения в том, что запрет на операции с российскими банками, перечисленными в законопроекте, будет применен ко всем фигурантам списка.
- Для текущего состава Конгресса средняя продолжительность пути от внесения проекта до принятия закона составляет 224 дня. Понятно, что сроки могут существенно варьироваться в зависимости от важности его предмета, но в целом статистика указывает, что процесс одобрения DASKAA может затянуться на месяцы.
- Идея ограничить вложения в суверенные долговые обязательства РФ кочует из одного законопроекта в другой и, судя по всему, по-прежнему сидит в умах законодателей, а следовательно, вероятность введения запрета на покупку нового российского госдолга, к сожалению, постепенно возрастает.
- Вместе с тем, даже если этот запрет будет введен, то для российского правительства он не будет критичным и вряд ли повлияет на его кредитоспособность.
- Сомнений в способности правительства России безупречно обслуживать свои обязательства нет ни у инвесторов, ни у рейтинговых агентств.
- С точки зрения рынка, потенциальный запрет на покупку нового российского госдолга для американских инвесторов будет практически эквивалентен прекращению эмиссии суверенных еврооблигаций. Это может стимулировать спрос на оставшиеся бумаги, тем более что их объем в обращении будет постепенно сокращаться по мере их погашения, а кредитное качество остается высоким.
- Как это ни парадоксально, короткие и средние суверенные еврооблигации находятся в ситуации win-win в среднесрочной перспективе, вопрос только в том, где оптимальная точка входа на этот рынок.

ЧТО МНЕ С ЭТОГО?

Мы считаем, что паниковать не стоит. Риск инвестиций в суверенные еврооблигации РФ, номинированные в долларах, остается умеренным, а доходность этих инструментов выгодно отличается от депозитов.

Глубже

ЧТО НУЖНО ПРИНИМАТЬ В РАСЧЕТ, ДУМАЯ О ПОСЛЕДСТВИЯХ САНКЦИЙ

- Заметное ужесточение санкционной риторики властей США в последние недели, наряду с финансовым кризисом в Турции, стало основным источником для беспокойства инвесторов на российском рынке. Продвижение законопроекта DASKAA и введение санкций в связи с «делом Скрипаля» настроили рынки на пессимистичный лад. Приближение промежуточных выборов в США также не добавляет оптимизма, потому что российская история фигурирует преимущественно в негативном ключе. В результате многие участники торгов склонны рассматривать самый пессимистичный вариант развития событий как базовый. В какой-то степени это отражает психологию рынка, который традиционно «покупает слухи и продает факты», но совершенно не обязательно, что данная интерпретация событий является верной.
- Не будучи специалистом в вопросах внутренней политики США, довольно сложно предсказать судьбу DASKAA: повторит ли он судьбу DETER (схожий проект, который был внесен в январе и не получил развития) или превратится в полноценный закон. Многое будет зависеть от кампании по подготовке к промежуточным выборам в ноябре. Но даже если он будет принят, мы сомневаемся в том, что предлагаемые им санкционные меры будут использованы в полной мере с самого начала. В частности, есть большие сомнения в том, что запрет на операции с российскими банками, перечисленными в законопроекте, будет применен ко всем

фигурантам списка. Тем более, что документ предлагает введение ограничений «к одному или нескольким» банкам. Скорее всего, санкции, по крайней мере на первом этапе, будут применены селективно и под их действие попадет как максимум одна кредитная организация.

- Помните: для текущего состава Конгресса средний продолжительность пути от внесения проекта до принятия закона составляет 224 дня. Понятно, что сроки могут существенно варьироваться в зависимости от важности его предмета, но в целом статистика указывает, что процесс может затянуться на месяцы.
- Не стоит забывать о том, что и законопроект DASKAA, и ограничения, которые могут быть введены в связи с «делом Скрипаля» (путем применения “Chemical and Biological Weapons Control and Warfare Elimination Act of 1991”, подробнее о его реализации можно прочитать в Приложении: «Важные детали») предполагают запрет на кредитование российского правительства. Но если в втором случае речь идет только о банках, то в первом — обо всех категориях американских инвесторов. Несмотря на то, что еще зимой Минфин США опубликовал специальный доклад, в котором признавал, что введение санкций такого рода нанесет больший урон финансовому рынку и инвесторам, чем эмитенту, эта идея, судя по всему, по-прежнему сидит в умах законодателей, а, следовательно, вероятность введения запрета на покупку нового российского госдолга, к сожалению, постепенно возрастает.
- Даже если запрет на кредитование российского правительства будет введен, то для него самого он не будет критичным и вряд ли повлияет на его кредитоспособность. Потребности в финансировании бюджета относительно невысоки, а емкость внутреннего рынка вполне приемлема для их удовлетворения. Конечно, остается вопрос о стоимости заимствований, но это тема для отдельной дискуссии.
- Сомнений в способности правительства России безупречно обслуживать свои обязательства нет ни у инвесторов, ни у рейтинговых агентств. Одно из них, Fitch, в середине августа подтвердило рейтинг РФ на инвестиционном уровне (BBB-) с «позитивным» прогнозом.

С фундаментальной точки зрения, долговая нагрузка РФ остается более чем низкой (отношение внешнего госдолга к ВВП составляет всего 4.5%), а ресурсов на погашение внешних долгов более чем достаточно. Принимая во внимание, что речи о запрете на проведение платежей РФ в иностранной валюте по долговым обязательствам не идет ни в одном из американских законопроектов (что неудивительно, так как значительная часть их держателей — это американские инвесторы), то и технических препятствий для полноценного обслуживания суверенных еврооблигаций не видно.

ЧТО ЭТО БУДЕТ ОЗНАЧАТЬ НА ПРАКТИКЕ

- Для рынка возможный запрет на покупку нового российского госдолга для американских инвесторов будет почти эквивалентен прекращению эмиссии суверенных еврооблигаций. Снижение до нуля предложения бумаг российским Минфином на международном рынке может стимулировать спрос на оставшиеся бумаги, тем более что их объем в обращении будет постепенно сокращаться по мере их погашения, а кредитное качество остается высоким. То есть, суверенные еврооблигации имеют неплохой потенциал для роста даже в случае введения упомянутого запрета. Да, первая реакция инвесторов при этом сценарии будет негативной, но надо понимать, что рынок суверенных еврооблигаций приобрел значительный иммунитет к санкциям и скорее всего быстро оправится от первого шока.
- Введение запрета на покупку нового российского долга уже во многом заложено в цены, и если в ближайшие месяцы он все-таки не будет реализован, то можно ожидать заметного сужения спредов по этим инструментам (особенно если обстановка на других развивающихся рынках, прежде всего в Турции, стабилизируется). Таким образом, как это ни парадоксально, короткие и средние суверенные еврооблигации находятся в ситуации win-win в среднесрочной перспективе. Вопрос только в том, где оптимальная точка входа. Перспективы же корпоративных бумаг (как акций, так и облигаций), а также рублевого долга выглядят более туманными.

ЧТО МНЕ С ЭТОГО?

На фоне общей нестабильности развивающихся рынков и, в первую очередь, Турции и Аргентины, а также усиления санкционной риторики суверенные еврооблигации РФ заметно подешевели и сейчас доходность долларовых бумаг с погашением в 2019-2028 гг составляет 3.9-5.0% годовых, что является отличной альтернативой долларовым депозитам, особенно, если учесть, что обязательства перед инвестором будет нести самый надежный заемщик в стране.

Важные детали

ПРИМЕНЕНИЕ ЗАКОНА О КОНТРОЛЕ ЗА ХИМИЧЕСКИМ ОРУЖИЕМ

В данном случае речь идет о запуске механизма по применению санкций, которые предусмотрены действующим законом о контроле над химическим оружием (“Chemical and Biological Weapons Control and Warfare Elimination Act of 1991”). Основанием для этого Госдеп называет «дело Скрипаля».

Первая фаза. Этот документ предусматривает поэтапное введение ограничений. Первый этап был активирован 27 августа, он включает в себя:

- Прекращение выделения России международной помощи, за исключением случаев предоставления срочной гуманитарной помощи, продовольствия или сельскохозяйственных товаров. При этом в документе указано, что в интересах национальной безопасности США Госдепартамент временно отложит введение этого ограничения.
- Прекращение экспорта в Россию вооружения и оборонной продукции, а также выдачи лицензий российским госкомпаниям на экспорт в Россию любого вида вооружений и продукции двойного назначения. Исключения будут сделаны при выдаче лицензий для экспорта и реэкспорта товаров для поддержки космических программ

(государственных и частных), обеспечения безопасности полетов гражданской авиации и еще в ряде случаев – при этом каждая отдельная лицензия будет рассматриваться отдельно. Стопроцентные дочерние компании «дочки» американских корпораций в России смогут по-прежнему ввозить чувствительные товары.

- Прекращение финансирования для закупок оружия в соответствии с актом о контроле за экспортом вооружения.
- Отказ в выделении кредитов от правительственных структур, включая Экспортно-импортный банк США.
- Запрет на экспорт в Россию товаров и технологий, чувствительных с точки зрения обеспечения национальной безопасности США.

Стоит отметить, что первые четыре пункта для России неактуальны, а поставки в рамках пятого почти прекратились в ходе применения иных пакетов санкций. Поэтому по сути, первая фаза не принесла никаких значительных изменений.

Вторая фаза. Согласно данному закону, в течение трех месяцев (то есть до 27 ноября) после имплементации первой части санкций Россия должна выполнить ряд условий, в числе которых числится допуск независимых наблюдателей (например, со стороны ООН) для контроля за использованием химического и биологического оружия. На наш взгляд, выполнение этого пункта маловероятно, что означает, что президент США после консультаций с Конгрессом должен будет ввести в действие как минимум 3 из 6 перечисленных ниже мер.

Мера, предлагаемая законом

Воздействие на рынок

Отказ от поддержки России по линии международных финансовых институтов

Нейтральное. Объем финансирования получаемого РФ по линии МФИ минимален

Мера, предлагаемая законом

Воздействие на рынок

Запрет банкам США на предоставление правительству РФ любых кредитов и займов, за исключением тех, которые направлены на приобретение продовольствия

Негативное. Этот пункт во многом аналогичен запрету на приобретение нового российского долга, хотя в данном случае речь идет не о всех категориях инвесторов, а только о банках.

Дополнительные ограничения на экспорт любых товаров и технологий (за исключением продовольствия)

Умеренно негативное. Эта мера уже частично реализована посредством иных санкций, но если запрет распространится на все категории товаров и услуг, то последствия будут более значительными. Объем прямого экспорта из США в РФ оценивается в \$7-12 млрд в год, и его потеря не выглядит критичной для обеих стран (данные российской и американской статистики существенно разнятся, поэтому и диапазон столь широк). Помимо этого, нельзя исключать, что частично торговлю можно наладить и через посредников или что будут сделаны определенные исключения.

Запрет на импорт в США товаров и сырья, производимого в РФ (сюда могут быть включены нефть и нефтепродукты)

Умеренно негативное. Эффект аналогичен предыдущему пункту, с той лишь разницей, что американские компании покупают, например, титан и палладий у российских производителей, а заместить их достаточно сложно, поэтому возможно, что эта мера будет применяться селективно

Мера, предлагаемая законом	Воздействие на рынок
Понижение статуса дипломатических отношений	Чрезвычайно негативное. Но сейчас вряд ли идет речь о применении этой меры.
Ограничение на полеты в США для авиакомпаний, которые контролируются государством	Умеренно негативное. На данный момент ни одна американская авиакомпания не осуществляет прямых рейсов в Россию, поэтому введение ограничений по данному пункту может ударить по отечественному перевозчику, но не дает шансов властям РФ на симметричный ответ.

Исходя из оценок, приведенных выше, становится понятно, что власти США вполне могут выбрать три меры, как требует того закон, таким образом, чтобы «оптимизировать» негативные последствия. Судя по всему, в эту выборку попадет пункт 1 и точно не попадет пункт 5. Дальше возможны варианты, но наиболее негативным для рынка выглядит №2. Однако, как уже отмечалось выше, для финансовой системы этот вариант хотя и является негативным, но точно не смертельным. К тому же применение данной меры, по сути, уже включено в цены некоторых финансовых инструментов, например, суверенных еврооблигаций РФ.