

СПУСК ПО ЧЕРНОЙ ТРАССЕ

Пандемия и развал сделки ОПЕК+ – серьезный вызов, но ресурсов достаточно

Глобальная экономика неожиданно оказалась на грани рецессии. Черным лебедем 2020 года для всех стал коронавирус, который вызвал пандемию. Пока его распространение не удастся сдержать, несмотря на принимаемые меры, а инвесторы пытаются оценить последствия происходящего для глобальной экономики, которая оказалась на грани рецессии. Совокупный объем стимулирующих мер уже превысил 1% мирового ВВП и продолжает увеличиваться, однако рынки по-прежнему лихорадит.

Обвал спроса на нефть в разгар ценовой войны. В объемном выражении падение спроса и рост предложения превосходят те, что наблюдались во время кризисов 2008 и 1998 гг., а возможно, и за всю историю нефтяного рынка. Не исключено, что цены на нефть в течение нескольких месяцев будут оставаться ниже текущих денежных затрат значительной части производителей.

Двойной удар для РФ. Из-за замедления мировой экономики и обвала нефтяных цен ситуация в российской экономике ухудшится, но останется стабильной. В текущем году темпы экономического роста могут снизиться до нулевой отметки, инфляция уже осенью превысит порог в 4%, дефицит федерального бюджета достигнет 1,3% ВВП.

Рубль умеренно укрепится во 2п/г 2020 г. Мы ожидаем, что в текущем году отток капитала вырастет до 40 млрд долл., в том числе за счет сокращения вложений нерезидентов в рублевые активы. Мы полагаем, что суммарный объем продаж валюты в рамках бюджетного правила до конца 2020 г. составит 12–15 млрд долл. К концу года нефть восстановится до 45–50 долл./барр.

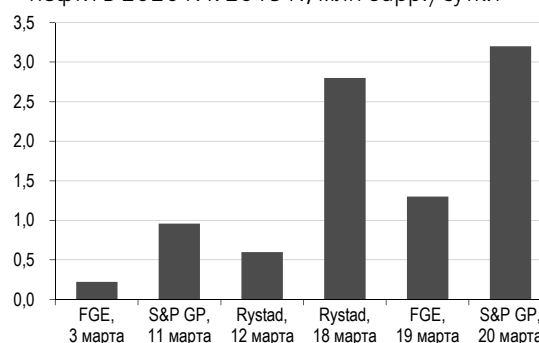
Траты ФНБ могут значительно превысить объемы, определяемые бюджетным правилом. Объем средств в ФНБ превысил 12 трлн руб. после перевода в него средств, накопленных в 2019 г., объем ликвидных средств превысил 9% ВВП. Банк России будет проводить интервенции не только в рамках бюджетного правила, но и в рамках конвертации средств для сделки по продаже пакета акций Сбербанка.

Кризиса ликвидности можно избежать. ЦБ продемонстрировал, что готов оказывать банкам всяческую поддержку с точки зрения ликвидности. Весь отток средств из-за интервенций может быть компенсирован за счет сокращения банковских депозитов, объем которых превышает 2,1 трлн руб.

Банковский сектор в хорошей форме, чтобы справиться с текущей ситуацией. Без учета регуляторных послаблений чувствительность банковского сектора к падению рубля на 40% составляла бы около 80 б.п. достаточности капитала, что в среднем посильно, тогда как ЦБ облегчил расчет нормативов, зафиксировав курс на 1 марта.

Аналитики снижают прогнозы спроса на 2020 г., но успевают ли за реальностью?

Прогнозы снижения мирового потребления нефти в 2020 г. к 2019 г., млн барр./сутки



Источники: S&P Global Platts, Rystad Energy, FGE, NZX, оценка УРАЛСИБа

Ситуация в экономике страны будет оставаться стабильной

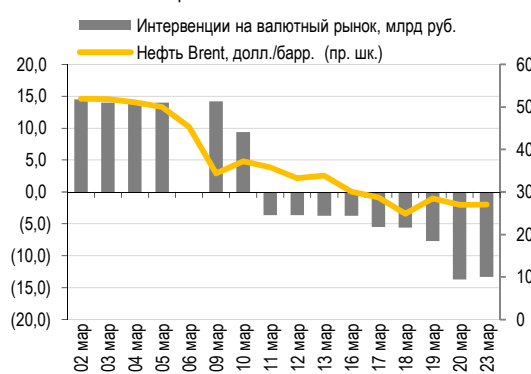
Среднесрочные прогнозы макроэкономических индикаторов

	2019	2020	2021
ВВП, % год к году	1,3	0,0	1,3
Реальные располагаемые доходы, % год к году	0,8	(0,7)	1,9
Индекс потребительских цен, % год к году	3,0	4,7	2,8
Баланс федерального бюджета, % ВВП	1,8	(1,3)	(1,8)
Средний курс руб./долл.	64,7	69,6	64,4
Средняя цена Brent, долл./барр.	64,2	43,0	50,0

Источники: оценка УРАЛСИБа

После падения нефтяных котировок ЦБ возобновил продажи валюты на рынке

Цены на нефть и интервенции ЦБ на валютный рынок



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg

Мировая экономика неожиданно оказалась на пороге рецессии

Год начался с явления черного лебедя – коронавируса. Быстрое распространение нового заболевания по всему миру оказалось полной неожиданностью, уже 11 марта ВОЗ объявила о пандемии. На текущий момент вирус охватил 195 стран и территорий, методы борьбы с его дальнейшим распространением включают объявления чрезвычайных ситуаций, введение карантинных и закрытие международных границ. Инвесторы пытаются оценить, какой урон глобальной экономике нанесет эпидемия, прогнозы экономического роста постоянно пересматриваются в сторону снижения, риски глобальной рецессии заметно возросли.

Совокупный объем стимулирующих мер уже превысил 1% мирового ВВП. Для стимулирования экономического роста правительства и центробанки по всему миру принимают экстренные меры, такие как смягчение денежно-кредитной политики, предоставление дополнительной ликвидности, ослабление требований к финансовым институтам, а также фискальное стимулирование и прямая поддержка компаний и населения. ФРС уже дважды внепланово понижала ставку, суммарно на 150 б.п. до текущих 0–0,25%. Плюс была расширена программа выкупа активов сначала до 700 млрд долл., а недавно банк заявил, что будет выкупать активы без ограничения, объем же средств, предоставляемых в рамках репо, превышает 1 трлн долл. Минфин США обсуждает с Сенатом пакет прямых мер поддержки корпоративного сектора и населения объемом до 2 трлн долл. ЕЦБ не смог снизить ставки, так как базовая и так уже была нулевой, а кредитные и депозитные – отрицательные, но расширил программу количественного смягчения на 120 млрд евро в месяц. Банк Англии, Народный банк Китая, центральные банки Канады, Австралии, Индонезии, Турции и другие понизили процентные ставки. Китайские власти выделили на борьбу с вирусом порядка 21 млрд долл., правительство Италии – порядка 25 млрд евро, Франции – 45 млрд евро, Великобритании – 20 млрд фунтов, Японии – около 14 млрд долл., Южной Кореи – около 17 млрд долл. Правительство Германии одобрило программу экономической помощи для преодоления последствий коронавируса объемом 750 млрд евро. О готовности принять необходимые меры заявили МВФ, Всемирный банк, Еврокомиссия. В совокупности объем заявленных стимулов превысил 1% мирового ВВП и продолжает увеличиваться. Однако все эти усилия пока не изменили настроений инвесторов, и падение индекса S&P500, начавшееся в двадцатых числах февраля, достигает уже 30%.

Развал сделки ОПЕК+ обрушил нефтяные цены до уровней 2003 г. В марте ситуацию для российской экономики усугубил развал сделки ОПЕК+, в результате которого цены на нефть обвалились более чем вдвое по сравнению с уровнями начала года. Сейчас марка Brent торгуется ниже 30 долл./барр., находясь на минимуме с 2003 г. Для стран – чистых импортеров нефти дешевые энергоресурсы в условиях надвигающегося глобального экономического замедления являются положительным фактором. Россия же, как крупнейший в мире сырьевой экспортер, в текущих условиях сталкивается с двойным вызовом.

Обвал спроса в разгар ценовой войны лишает цены на нефть краткосрочной поддержки

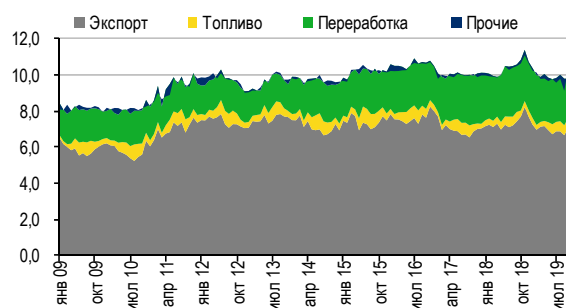
Крайний пессимизм – следствие беспрецедентных шоков. Быстрое падение цены нефти – месячный Brent потерял в цене почти 60% с начала года и более 45% с 5 марта – вызвано, по всей видимости, двойным шоком со стороны как спроса, так и предложения. В объемном выражении падение спроса и рост предложения превосходят те, что наблюдались во время кризисов 2008 и 1998 гг., а возможно, и за всю историю нефтяного рынка. Рекордно большой избыток нефти на рынке делает возможной ситуацию, при которой цены на нефть в течение нескольких месяцев будут ниже текущих денежных затрат значительной части производителей. Экспансия коронавируса может заставить участников рынка принять самые пессимистические прогнозы спроса на ближайшие два-три квартала.

Экспорт Саудовской Аравии в мае может превысить рекорд на 20%.

Саудовская Аравия дала понять, что в апреле планирует нарастить добычу на 2,6 млн барр./сутки к февралю до 12,3 млн барр./сутки. Более того, экспорт нефти в мае планируется выше 10 млн барр./сутки – рост на 3 млн барр./сутки к первым двум месяцам 2020 г. и среднему за 2019 г. Саудовская Аравия попытается, повысив утилизацию газа, избежать сезонного роста потребления нефти в стране, которое обычно происходит в мае–июне из-за увеличения генерации электроэнергии. Максимальный уровень экспорта Агапсо с 2009 г. (первый год подачи сведений о нем в систему JODI) составил менее 8,3 млн барр./сутки в ноябре 2016 г., накануне отказа страны от попытки вытеснить с рынка сланцевых производителей и заключения первого соглашения ОПЕК+. Об увеличении добычи на 1 млн барр./сутки также заявили ОАЭ.

Экспорт из СА не превышал 8,3 млн барр./сутки в 2009–2019 гг.

Добыча и экспорт нефти Саудовской Аравией, млн барр./сутки



Источники: JODI, оценка УРАЛСИБа

Если Саудовская Аравия выполнит обещания, мощности хранения могут быть исчерпаны. Рынок может сомневаться в том, что Саудовская Аравия выполнит свои обещания, однако Эр-Рияд активно сигнализирует о серьезности своих намерений. В частности, агрессивный фрахт танкеров Agamco вызвал резкий рост ставок аренды судов. Рост заявленных объемов подкрепляется агрессивным снижением цен для покупателей как в Азии и США, так и в Европе. Некоторые участники рынка ожидают полного заполнения всех доступных мощностей хранения в ближайшие месяцы. Это может оказать дополнительное давление на цены, по крайней мере на контракты с поставкой в ближайшее время, – нельзя исключить их кратковременного падения ниже 10 долл./барр.

Прогнозы не успевают за развитием эпидемии. Прогнозы ведущих «мозговых центров», таких как МЭА, пока не учитывают ситуацию с коронавирусом в ЕС и США. Она ухудшается настолько быстро, что прогнозы на 2 кв. и отчасти на 1 кв. устаревают с каждым днем, оказываясь слишком оптимистическими. Основываясь на данных на первую неделю марта, МЭА и EIA снизили в марте по сравнению с январем прогноз потребления нефти в мире на 1 кв. на 3,5 млн барр./сутки. Если потребление в Китае и прочих странах Азии (кроме бывшего СССР и Ближнего Востока) составило в 2019 г. около 36 млн барр./сутки, то в членах ОЭСР в Америке и Европе – около 40 млн барр./сутки. Это дает представление о потенциале снижения спроса во 2 кв. по сравнению с прогнозами начала марта.

«Просадка» спроса на 10 млн барр./сутки на два месяца – прогноз IHS. По прогнозу IHS Markit в обзоре от 16 марта, в марте-апреле глобальный спрос на нефть снизится как следствие эпидемии на 10 млн барр./сутки, то есть ниже 90 млн барр./сутки, или на 10% по сравнению со средним 2019 г. IHS

Markit оценило превышение предложения над потреблением на рынке нефти в 4–10 млн барр./сутки с февраля по май. За все 1 п/г накопление запасов может составить от 4,4 млн барр./сутки до 7,7 млн барр./сутки. Кроме того, в пессимистическом сценарии IHS избыток предложения составит 5 млн барр./сутки по итогам всего 2020 г., то есть и во 2 п/г рынок останется профицитным.

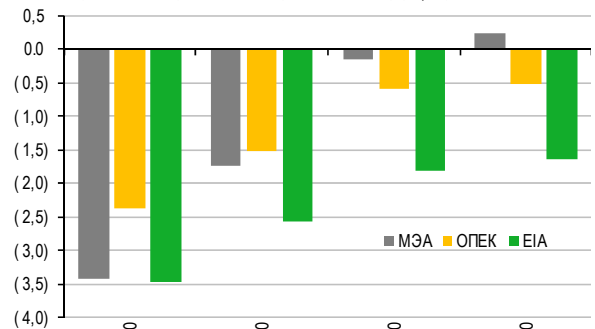
Рынок может принять и более пессимистический сценарий как новый базовый. Краткосрочное падение спроса на 10 млн барр./сутки по сравнению с нормальным сезонным уровнем (почти 100 млн барр./сутки), вероятно, уже принято рынком как неизбежное. Однако и такое падение – это не самый пессимистический прогноз спроса. Так, Eurasia Group, консультант по рискам, ожидает, что спрос упадет во 2 кв. 2020 г. на 25 млн барр./сутки, а в целом за 2020 г. – на 10 млн барр./сутки. Этот прогноз выглядит утрированным и, вероятно, не учитывает влияния низких цен ни на потребление, ни на добычу. Тем не менее рынок может скоро начать воспринимать его как базовый, если распространение коронавируса не замедлится.

Снижение добычи начнется скоро, но будет незначительным по сравнению с падением спроса. Как обычно при падении цен, производители с высокими текущими затратами на добычу, у которых операционный денежный поток стал отрицательным, в ближайшее время начнут снижать добычу, останавливая скважины. У нас есть сомнения в том, что в марте-апреле это будут операторы сланцевых формаций. Более вероятно, что речь идет о производителях тяжелых и вязких нефтей (в том числе в Канаде), а также операторах низкодебитных скважин (в том числе в США) и некоторых морских платформ. Может также остановиться добыча в политически нестабильных странах, например в Венесуэле. В другое время такое снижение предложения могло бы скорректировать цены в течение недель, однако сейчас избыток нефти воспринимается рынком как настолько большая величина, что на нее может повлиять только радикальное сокращение добычи крупными производителями.

Значимая коррекция добычи – дело двух кварталов. При сохранении цен в течение нескольких месяцев на уровне, не превышающем 35 долл./барр., в течение 2–3 кв. снижение добычи в ряде регионов станет практически неизбежным к концу года. Можно предположить, исходя из оценок EIA и МЭА, что в сланцевых бассейнах США снижение составит 1–2 млн барр./сутки к текущему уровню. Кроме того, можно ожидать снижения добычи в Канаде, Китае, Бразилии, некоторых членах ОПЕК вне Ближнего Востока и других странах. Однако критический и пока слабо поддающийся предсказанию фактор восстановления цен во 2 п/г – это скорость выздоровления после эпидемии экономик крупных потребителей нефти, таких как США, ЕС и Китай.

EIA снизила прогноз спроса на все кварталы 2020 г., но не более чем на 3,5 млн барр./сутки

Разность между прогнозами спроса на нефть в обзорах за марте и январь, млн барр./сутки



Источники: МЭА, оценка УРАЛСИБа

Ситуация в российской экономике ухудшится, но останется стабильной

Снижение цен на нефть и глобальная пандемия приведут к замедлению роста до нуля. По итогам текущего года мы ожидаем снижения темпов экономического роста до нулевой отметки, ощутимого ускорения инфляции, заметного снижения реальных располагаемых доходов населения, а также существенного ухудшения баланса федерального бюджета. Мы также полагаем, что в ближайшие несколько месяцев курс рубля продолжит оставаться относительно слабым, а умеренное укрепление российской валюты возможно только во второй половине года.

Ситуация в экономике страны будет оставаться стабильной

Среднесрочные прогнозы ключевых макроэкономических индикаторов

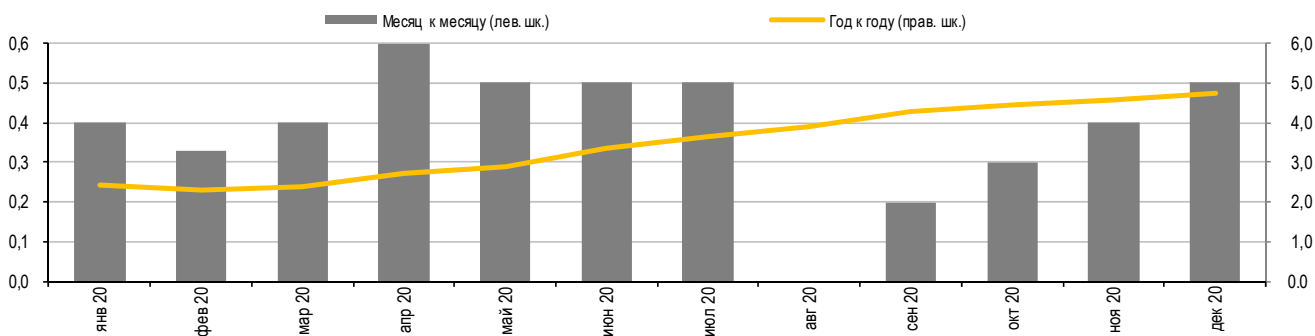
	2019	2020	2021
ВВП, % год к году	1,3	0,0	1,3
Реальные располагаемые доходы, % год к году	0,8	(0,7)	1,9
Индекс потребительских цен, % год к году	3,0	4,7	2,8
Баланс федерального бюджета, % ВВП	1,8	(1,3)	(1,8)
Средний курс руб./долл.	64,7	69,6	64,4
Средняя цена Brent, долл./барр.	64,2	43,0	50,0

Источники: оценка УРАЛСИБа

Инфляция превысит четырехпроцентный целевой уровень этой осенью. Существенное снижение курса российской валюты в сочетании с ростом расходов на социальную поддержку населения в среднесрочной перспективе приведут к заметному увеличению потребительской инфляции. Мы ожидаем, что в текущем году среднегодовой курс рубля составит 69,6 руб./долл. (по сравнению с 64,7 руб./долл. в 2019 г.), что, принимая во внимание нашу оценку величины коэффициента переноса валютного курса в цены на уровне 10–15%, до конца года может добавить 0,8–1,2 п.п. к уровню инфляции. В соответствии с внесенными в феврале поправками, расходы федерального бюджета в текущем году будут увеличены на 163 млрд руб. При этом большая часть этих денег будет направлена на социальные выплаты малообеспеченным слоям населения. Это приведет к усилению потребительского спроса примерно на 0,5%, что, согласно нашей оценке, добавит 0,3–0,4 п.п. к темпам роста цен до конца года. Таким образом, в декабре 2020 г. инфляция может ускориться до 4,4–4,9% год к году, что заметно превышает четырехпроцентный целевой уровень ЦБ РФ.

Годовая инфляция превысит 4-процентный целевой уровень в 3 кв. текущего года

Потребительская инфляция в 2020П, % месяц к месяцу и год к году



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

Инвестиционная активность государства и частное потребление будут оставаться основными факторами роста...

Усиление инфляционного давления в экономике негативно отразится на динамике реальных располагаемых доходов населения, которые, согласно нашим оценкам, в текущем году снизятся на 0,5% после роста на 0,8% в 2019 г. Таким образом, снижение реальных доходов населения фактически сведет на нет эффект от увеличения расходов бюджета на социальную поддержку граждан. Это негативно отразится на динамике частного потребления, которое, тем не менее, продолжит оставаться одним из главных факторов экономического роста. Другим фактором роста по-прежнему будут являться инвестиции в основной капитал. Мы ожидаем, что, несмотря на значительное снижение цен на нефть и высокую турбулентность на рынках, правительство не откажется от планов по реализации приоритетных национальных проектов. Таким образом, по нашим прогнозам, в текущем году инвестиционная активность государства обеспечит рост капитальных инвестиций на 1,9% (по сравнению с плюс 1,7% в 2019 г.) на фоне ощутимого сокращения инвестиций частного сектора.

...в то время как сокращение объемов экспорта окажет негативное влияние на экономическую динамику.

При этом, как и в прошлом году, основным фактором торможения российской экономики будет оставаться динамика чистого экспорта. С учетом значительного ущерба, нанесенного эпидемией коронавируса мировой экономике, мы ожидаем, что при среднегодовой цене нефти Brent на уровне 43 долл./барр. поступления от экспорта в текущем году снизятся до 315 млрд долл. по сравнению с 418 млрд долл. в 2019 г. При этом произошедшее в последнее время существенное ослабление рубля будет способствовать сокращению импорта, который, по нашей оценке, снизится до 226 млрд долл. по сравнению с 255 млрд долл. в прошлом году. В результате в 2020 г. сальдо счета текущих операций сократится до 21,2 млрд долл. с 70,6 млрд долл. годом ранее.

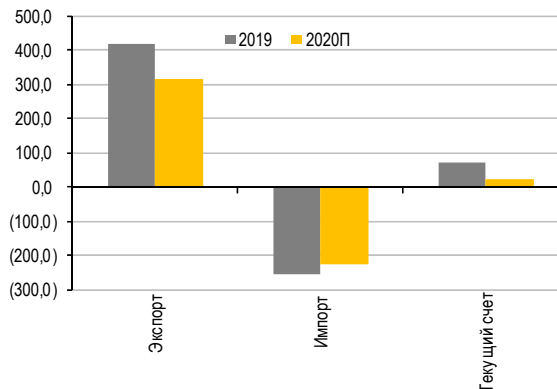
Ожидаем умеренного укрепления рубля во 2 п/г 2020 г. и возобновления покупок валюты в начале следующего года.

Сокращение сальдо счета текущих операций в результате падения цен на нефть, а также заметное усиление оттока капитала в среднесрочной перспективе будут основными факторами относительной слабости российской валюты. Мы ожидаем, что в текущем году отток капитала вырастет до 40 млрд долл., в том числе за счет сокращения вложений нерезидентов в рублевые активы. При этом основными факторами поддержки российской валюты будут увеличение дифференциала процентных ставок в результате недавнего снижения базовой ставки ФРС США до нулевой отметки, а также продажи валюты на рынке в рамках действующего бюджетного правила. Принимая во внимание ожидаемый нами рост цен на нефть Brent до 45–50 долл./барр. в конце текущего года, мы полагаем, что суммарный объем продаж валюты в рамках бюджетного правила до конца 2020 г. составит 12–15 млрд долл. Дополнительным стабилизирующим фактором в случае резкого падения цен на нефть послужат и продажи валюты из ФНБ в рамках сделки по приобретению акций Сбербанка. В дальнейшем мы ожидаем, что цены на нефть превысят пороговую цену, а продажи валюты сменятся ее покупками. Поскольку с учетом накопленных государством резервов продажа указанного выше объема валюты представляется нам необременительной, мы ожидаем, что в случае отсутствия новых шоков правительство будет соблюдать действующее бюджетное правило. Согласно нашим расчетам, это приведет к укреплению рубля в среднем на 3–4% по сравнению с гипотетической ситуацией отказа от продаж валюты в рамках бюджетного правила. Таким образом, мы ожидаем, что во 2 кв. курс доллара США будет преимущественно находиться в интервале 72–77 руб./долл., а в конце года снизится до 67 руб./долл.

Дефицит федерального бюджета составит 1,3% ВВП в текущем году. Несмотря на существенное снижение курса рубля, падение мировых цен на нефть, как и раньше, приведет к значительному сокращению доходов федерального бюджета. Согласно нашим оценкам, в 2020 г. среднегодовая цена нефти Brent снизится до 3 050 руб./барр. по сравнению с 4 150 руб./барр. по итогам прошлого года. Таким образом, мы ожидаем, что в этом году доходы федерального бюджета составят 18,28 трлн руб. против 20,19 трлн руб. в 2019 г. Согласно нашим расчетам, если, как это запланировано в настоящее время, расходы федерального бюджета составят 19,67 трлн руб., то в текущем году бюджет будет сбалансирован при средней цене на нефть Brent на уровне 3 640 руб./барр. Принимая во внимание, что снижение среднегодовой цены на нефть на 1 руб./барр. ведет к сокращению нефтегазовых доходов бюджета на 2,46 млрд руб., мы ожидаем, что при средней цене на нефть 3 050 руб./барр. в текущем году дефицит федерального бюджета составит 1,39 трлн руб. (или 1,3% ВВП).

Баланс счета текущих операций останется положительным

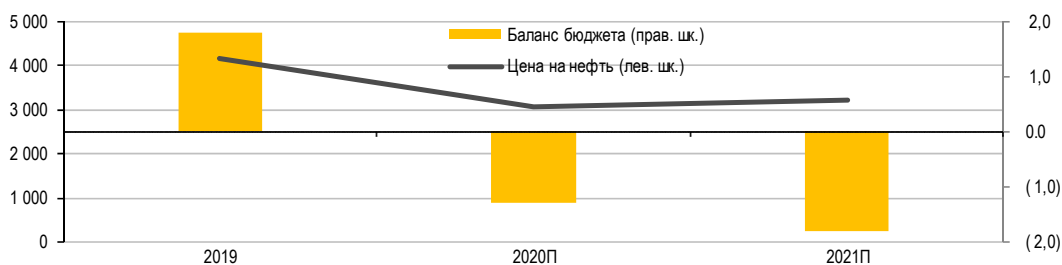
Экспорт, импорт и счет текущих операций в 2019-2020П г., млрд долл.



Источник: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

Бюджет будет оставаться дефицитным

Цена на нефть Brent, руб./барр., и баланс федерального бюджета, % ВВП



Источники: Bloomberg, Минфин, оценка УРАЛСИБа

Минфин может скорректировать программу внутренних заимствований. На текущий год Минфин объявил рекордный план по заимствованиям на внутреннем рынке, объем валовых привлечений должен был составить 2,2 трлн руб. (в чистом выражении 1,7 трлн руб.). Такая программа планировалась, даже несмотря на профицитный бюджет (928 млрд руб.), теперь же мы полагаем, что бюджет будет сведен с дефицитом порядка 1,4 трлн руб. Теоретически это означает, что программа займов должна быть пересмотрена в сторону увеличения, однако, как показывает практика, Минфин будет размещать столько ОФЗ, сколько позволит рыночная конъюнктура. Объем ОФЗ, размещенных с начала года, составляет пока чуть более 500 млрд руб., и аукционы сейчас не проводятся, что логично с учетом высокой рыночной волатильности. Однако для покрытия дефицита бюджета вместо рублевых госбумаг Минфин может использовать другие источники. Например, объем средств, накопленных на счетах федерального Казначейства, в начале марта превышал 4,2 трлн руб. Мы ожидаем возобновления аукционов после того, как стабилизируются рынки. После коррекции рублевые госбумаги предлагают одни из самых высоких реальных доходностей на EM, однако столь же масштабного притока иностранных инвесторов мы не ждем из-за рисков ускорения инфляции и сопутствующего повышения ключевой ставки, а так же на фоне ожидающегося замедления экономического роста.

Траты ФНБ могут значительно превысить объемы, определяемые бюджетным правилом

Нынешний кризис должен стать очередной проверкой бюджетной и экономической устойчивости. В последние годы РФ вернулась к жесткой фискальной политике, что позволило накопить значительный объем средств в ФНБ. В конце прошлого года даже началось обсуждение, в какие проекты можно инвестировать средства фонда после достижения его ликвидной частью 7% ВВП. В момент обсуждения основное беспокойство и со стороны ЦБ, и со стороны многих участников инвестиционного сообщества вызывало отсутствие внятного ответа на вопрос, откуда была получена оценка, что запаса в 7% ВВП хватит при резком снижении цен на нефть. Правительство как будто было убеждено в том, что бюджетное правило существенно снизило нефтяную зависимость экономики и курса и что единственное, что необходимо будет делать при падении цен, – это компенсировать выпадающие нефтегазовые доходы. Мы полагаем, что уже в ближайшее время будут понятны первые оценки необходимых объемов поддержки экономики.

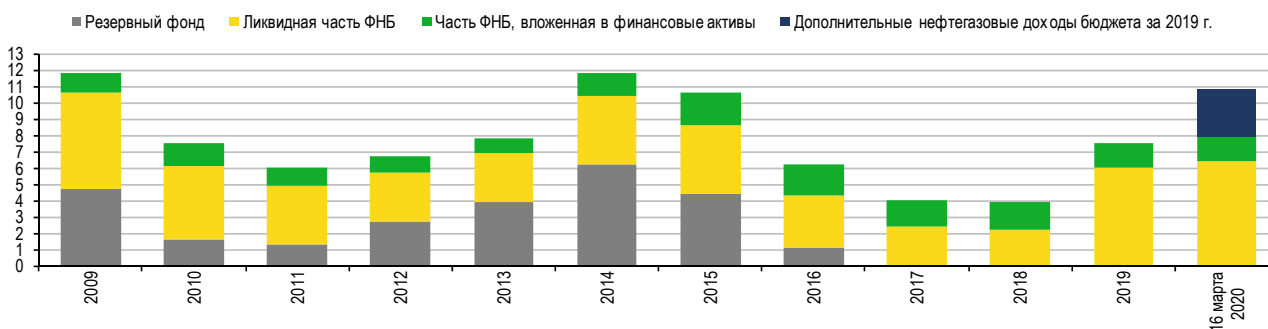
Бюджетное правило на нынешний год предусматривало сохранение всех дополнительных нефтегазовых доходов бюджета при цене Urals выше 42,4 долл./барр. При этом все макроэкономические показатели строились из расчета 57 долл./барр. Бюджет этого года предполагал достаточно жесткую бюджетную дисциплину: первоначально профицит оценивался в 876 млрд руб., но в рамках пересмотра бюджета, произведенного в феврале, был повышен до 928 млрд руб.; дополнительные нефтегазовые доходы, которые согласно существовавшему регламенту должны были быть перечислены в ФНБ в 2021 г., оценивались в 2,3 трлн руб. Разницу между профицитом бюджета и отчислениями в ФНБ должны были покрыть заимствования Минфина на внутреннем рынке. Если строго следовать бюджетному правилу, можно было бы ожидать, что при падении нефтегазовых доходов бюджета в первую очередь будет сокращаться объем средств, направляемых в ФНБ, и, следовательно, примерно на аналогичную величину будет урезана программа заимствований. Расходование средств ФНБ предполагалось лишь при падении цены ниже уровня отсечения в 42,4 долл./барр. Объем интервенций в рамках бюджетного правила не должен был быть значительным. Последнее хорошо иллюстрируют уже начавшиеся интервенции ЦБ: после того как цены на нефть опустились примерно до 35 долл./барр. для марки Brent, регулятор стал продавать валюту на 3,6 млрд руб. в день, когда же цены на нефть упали ниже 30 долл./барр., дневные интервенции были увеличены до 5,5 млрд руб., а в среду, 18 марта, они выросли до 7,7 млрд руб. Следовательно, месячный объем интервенций может составить 1–2 млрд долл. В таких условиях средств фонда должно было хватить на несколько лет.

Уже сейчас очевидно, что поддержка за счет средств ФНБ не ограничится лишь интервенциями в рамках бюджетного правила. На деле поддержка экономике выйдет далеко за пределы, обозначенные бюджетным правилом. Во-первых, несмотря на неблагоприятную рыночную конъюнктуру, сделка по передаче 50% акций Сбербанка правительству состоится. Изначально предполагалось, что ее сумма составит около 2,8 трлн руб. по курсу на начало февраля, когда тема продажи вышла в публичное пространство, это соответствовало примерно 45 млрд долл. Сейчас же стоимость пакета акций Сбербанка, принадлежащего ЦБ, оценивается в 2,1 трлн руб., что по текущему курсу эквивалентно 26–27 млрд долл. Утвержденный формат сделки существенно ухудшил условия для миноритарных акционеров, правительство и ЦБ решило отказаться от выставления им оферты. Ухудшились условия и для самого ЦБ, первоначальный план предусматривал, что 700 млрд руб. останутся в распоряжении регулятора, сейчас же эта сумма снижена до 300 млрд руб. плюс в схеме появляется своего рода «переменный платеж» в размере 200 млрд руб., компенсирующий убытки ЦБ по итогам продажи saniруемых банков. Остальное будет переведено в федеральный бюджет. Таким образом, сделка завуалировано станет способом финансирования бюджетных расходов за счет ФНБ. Во-вторых, в настоящее время правительство рассматривает создание антикризисного резерва, первоначальная оценка которого составляет 300 млрд руб. Скорее всего, меры поддержки экономики будут значительно увеличены. В-третьих, правительство пока в полной мере не оценило объем выпадающих доходов бюджета, но снижение цен на нефть, усиленное эпидемией коронавируса, при-

ведет к сокращению и нефтегазовых доходов. В-четвертых, даже поддержка валютного курса может в итоге оказаться выше предполагаемой бюджетным правилом, особенно если панические настроения захлестнут валютные торги. Все это означает, что поддержка за счет ФНБ будет существенно больше, чем предполагает бюджетное правило, и к концу года номинальный объем фонда резко сократится. В целом, значительный объем поддержки в условиях кризиса не является чем-то экстраординарным, в кризисы 2008–2009 и 2014–2015 гг. суммарная поддержка за счет суверенных фондов приводила к их снижению более чем на 10% ВВП. Больше беспокойство вызывала как раз слишком низкая оценка необходимого объема суверенных фондов, но, к счастью, пока никаких обязательств по финансированию за счет ФНБ принято не было, так что все средства, если потребуется, могут быть направлены на антикризисную поддержку. Правда, это не оставляет никаких средств для финансирования инвестиционных проектов.

16 марта Минфин перевел в ФНБ дополнительные нефтегазовые доходы за 2019 г.

Резервный фонд и ФНБ, % от ВВП



Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

Ослабление российской валюты приведет к росту оценки ФНБ в рублях и в процентах ВВП. Сейчас ликвидная часть ФНБ инвестирована в активы, номинированные в долларах, евро (на долю активов в этих двух валютах приходится примерно по 45% объема ликвидной части фонда), оставшиеся примерно 10% вложены в инструменты, номинированные в фунтах стерлингов. Общий объем фонда на начало марта составлял 123,4 млрд долл., или 8,2 трлн руб., из них ликвидная часть – 98,2 млрд долл. По сообщению Минфина, ведомство 16 марта перевело в фонд дополнительные нефтегазовые доходы, полученные по итогам 2019 г. В итоге объем фонда составил 12,2 трлн руб. Эта сумма учитывает эффект переоценки из-за изменения валютного курса за 1–16 марта: за прошлый год объем покупок в рамках бюджетного правила без учета отложенных интервенций составил 44 млрд долл., что по курсу на 16 марта соответствует 3,2 трлн руб. С учетом, что официальная оценка ВВП пока не пересматривалась и составляет около 113 трлн руб., объем ликвидных средств в ФНБ сейчас равен 9,2% ВВП. Впрочем, эффект от ослабления доллара будет иметь очень ограниченное влияние на объем номинального ВВП: прогноз реального роста будет снижен, увеличение дефлятора ВВП будет практически нулевым из-за снижения рублевых цен на нефть, так что в целом объем номинального ВВП останется примерно на уровне 2019 г. Теоретически правительство может оправдать дополнительные траты за счет ФНБ выросшим за счет валютной переоценки объемом фонда. Тем не менее после расчетов за акции Сбербанка превышение ликвидной части ФНБ уровня в 7% ВВП составит всего лишь 400–450 млрд руб., которые как раз и могут быть использованы для создания антикризисного фонда правительства.

ЦБ способен прямо сейчас резко увеличить объем интервенций на валютном рынке. Банк России планирует в достаточно короткие сроки конвертировать в рубли всю сумму, необходимую для расчета за акции Сбербанка. Это также является существенным отклонением от первоначального плана, предполагалось, что продажа валюты из ФНБ для расчета по этой сделке будет растягиваться на несколько лет. До 30 сентября регулятор намерен в ежедневном режиме определять объем продажи валюты, исходя из текущих котировок Urals, причем при росте котировок выше 25 долл./барр. продажа будет приостанавливаться и Банк России будет конвертировать валюту только в объемах, определяемых бюджетным правилом. Если к 30 сентября будет конвертирован в рубли не весь объем средств, ЦБ объявит о новом механизме. Никаких формальных правил, по которым ЦБ будет определять объем дневных интервенций, представлено не было, что дает регулятору дополнительную гибкость. По текущему курсу суммарный объем интервенций может составить 26–27 млрд долл., в целом эта сумма не столь велика для российского валютного рынка: с сентября 2008 г. по январь 2009 г. Центробанк направил на интервенции на валютном рынке около 177 млрд долл., но избежать масштабной девальвации тогда не удалось. С сентября 2014 г. по январь 2015 г. интервенции ЦБ на валютном рынке составили чуть менее 45 млрд долл., в результате регулятор перешел к плавающему курсообразованию. Сейчас валютный рынок более гибкий, так что для стабилизации должен потребоваться меньший объем средств, тем не менее предполагаемый объем интервенций позволяет рассчитывать лишь на некоторое сглаживание колебаний валютного курса, особенно в условиях

нарастания панических настроений, но никак не на поддержание рубля на каком бы то ни было уровне. Эту сумму можно рассматривать как своего рода потолок средств, которые в принципе могут быть использованы для поддержки валютного рынка, так что при любом раскладе запас международных резервов ЦБ останется на комфортном уровне, свыше 500 млрд долл.

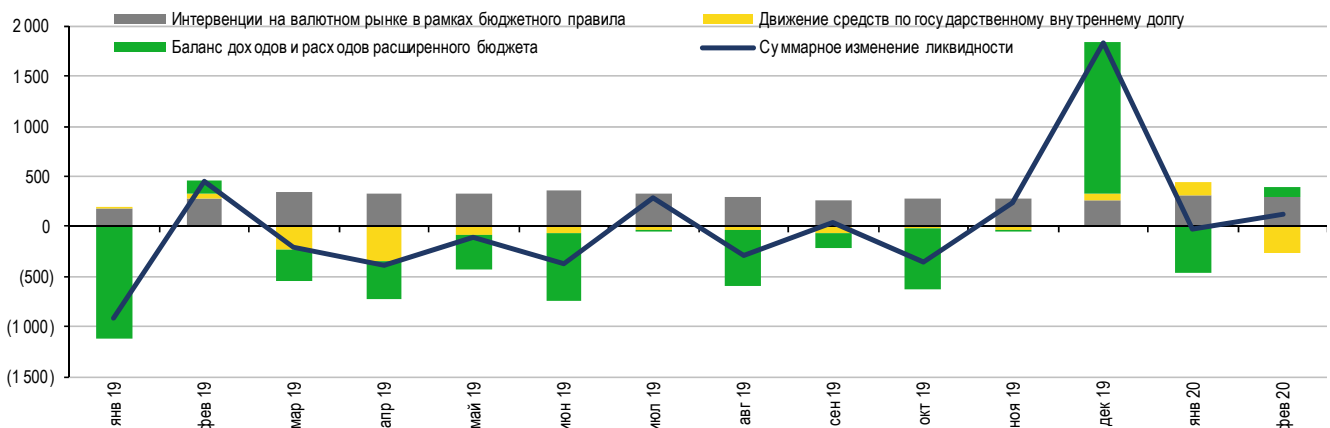
Несмотря на сложные рыночные условия, кризиса ликвидности можно избежать

России пока удается избежать кризиса ликвидности. Нехватка ликвидности у банков – одна из проблем, с которой уже пришлось столкнуться банкам США и которая потребовала увеличения объемов предоставляемой ликвидности в рамках операций репо. Например, с 12 марта ФРБ Нью-Йорка резко увеличил объем предоставляемого банкам фондирования в рамках операций репо. В последние дни наметились явные признаки сжатия денежной массы в США, массивная накачка ликвидностью экономики со стороны ФРС пока не сумела кардинально изменить ситуацию. В России же ситуация принципиально другая. С одной стороны, ЦБ продемонстрировал, что готов оказывать банкам всяческую поддержку с точки зрения ликвидности, возобновив аукционы репо тонкой настройки. Более того, 19 марта ЦБ впервые объявил о проведении как депозитного аукциона тонкой настройки, так и аукциона репо тонкой настройки. Де-факто регулятор выступает сейчас в роли медиатора, он готов заменить собой часть функций межбанковского рынка. Это окажет определенную поддержку банковскому сектору, страдающему от кризиса доверия, а именно позволит как нуждающимся банкам привлечь дополнительную ликвидность, так и банкам, у которых есть избыток ликвидности, разместить их по ставкам, близким к уровню ключевой, без риска неисполнения второй части сделки. Ставки овернайт на межбанковском рынке, которые остаются ниже уровня ключевой ставки, как раз указывают на относительно благополучную ситуацию с ликвидностью.

Интервенции ЦБ на валютном рынке не создадут дефицита ликвидности. Даже если предположить, что объем интервенций будет таким, что вся сумма для расчетов по продаже акций Сбербанка будет конвертирована в течение нескольких дней, у банков есть запас ликвидности: объем депозитов банков в ЦБ сейчас составляет 2,1 трлн руб., еще чуть менее 1,5 трлн руб. размещено в КОБР. Иными словами, весь отток средств из-за интервенций может быть компенсирован за счет сокращения банковских депозитов. Помимо этого, ЦБ готов предоставлять банкам ликвидность, и нет сомнений, что в случае необходимости аукционы репо тонкой настройки будут проводиться на ежедневной основе, а лимит будет повышен. Более того, вполне вероятно, что ни существенного сокращения депозитов, ни наращивания объема фондирования ЦБ не потребуется: весь отток ликвидности может быть компенсирован за счет роста дефицита бюджета. Ситуация может оказаться противоположной той, что мы наблюдали в прошлом году, когда, несмотря на значительный объем интервенций ЦБ на валютном рынке, навес избыточной ликвидности сокращался из-за профицита бюджета и роста размещений ОФЗ на первичном рынке. Ситуация поменялась лишь в декабре, когда резко выросли бюджетные расходы. Так что при любом раскладе дефицит ликвидности российскому банковскому сектору пока не грозит.

Рост расходов бюджета способен нивелировать негативный эффект для ликвидности, если ЦБ резко увеличит объем продажи иностранной валюты

Изменение ликвидности за счет интервенций на валютный рынок, изменению внутреннего долга и баланса расширенного бюджета, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

Риторика ЦБ остается мягкой, но дальнейшее снижение ключевой ставки пока не просматривается

ЦБ может столкнуться с необходимостью повышения ключевой ставки. Нынешнее развитие событий ставит ЦБ в непростую ситуацию. С одной стороны, в условиях быстро нарастающего кризиса экономике может быть необходима дополнительная поддержка, и, учитывая это, естественно было бы ожидать смягчения денежно-кредитной политики. Более того, значительное число центральных банков как развитых, так и развивающихся стран в последние недели пошли на резкое снижение учетных ставок (например, ФРС с начала марта снизила ставку на 150 б.п.). Иными словами, дифференциал процентных ставок расширился и без участия ЦБ. С другой стороны, быстро ослабляющийся рубль и растущие проинфляционные риски могут требовать, наоборот, повышения ключевой ставки. ЦБ отмечал, что для экономики России гораздо опаснее бесконтрольный рост цен, чем временное повышение стоимости кредита. К тому же банки уже стали увеличивать ставки по кредитам для нефинансового сектора из-за роста неопределенности. В такой ситуации ЦБ занял выжидательную позицию, сохранив ключевую ставку на текущем уровне по итогам заседания 20 марта. Теперь ЦБ допускает, что по итогам года инфляция может превысить долгосрочный целевой уровень в 4%, но вернется к нему в 2021г. При том что ЦБ не дал никаких дополнительных указаний насчет возможных дальнейших решений по ставке, комментарий в целом выглядит довольно мягким: регулятор особо подчеркнул, что решения по ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, то есть если ЦБ будет ожидать быстрого возвращения инфляции к долгосрочному ориентиру, повышение ставки не потребуется, даже если в какой-то момент рост цен будет существенно выше 4%. Более того, в ходе пресс конференции главы ЦБ было подчеркнуто, что дезинфляционные факторы на среднесрочной перспективе, связанные падением как внутреннего, так и внешнего спроса, даже усилились. Мы полагаем, что ЦБ сейчас рассматривает вариант повышения ставки только в качестве экстренной меры, например если рубль вновь резко снизится. Правда, в этом случае повышение ставки, с нашей точки зрения, может быть значительным, «косметического» повышения на 25–50 б.п. может оказаться недостаточно.

Банковский сектор в хорошей форме, чтобы справиться с более слабым рублем и экономикой

Падение рубля на 40% могло бы стоить банковскому сектору около 80 б.п. достаточности капитала без учета регуляторных послаблений.

В целом мы полагаем, что банковский сектор обладает достаточным запасом прочности по ликвидности и капиталу, чтобы сохранять финансовую устойчивость, а валютная позиция банков вполне сбалансирована. Но падение курса рубля в конечном счете отражается на качестве активов и стоимости риска, кроме того, давит на достаточность капитала, то есть возможность наращивания активов ограничивается сразу с двух сторон – спроса (исходя из общей экономической ситуации) и нормативов по капиталу. По нашей оценке, падение рубля на 20% отнимает у достаточности капитала (в среднем по сектору)

Чувствительность Н1 к ослаблению рубля

Достаточность капитала сектора, %	Н1.1 Н1.2 Н1.0		
	Сектор на 01.01.20	8,6	9,3
Снижение рубля на 20% с нач. г.	8,2	8,9	11,9
Снижение рубля еще на 20%	7,8	8,5	11,5
Минимум для СЗКО с 2020 г.	8,0	9,5	11,5
Минимум для остальных банков	7,0	8,5	10,5
Минимум без учета буферов	4,5	6,0	8,0

Источники: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

20–30 б.п. за счет переоценки валютных кредитов, а вкпе с переоценкой валютной части портфеля ценных бумаг эффект может составить около 40 б.п. При падении рубля с начала года на 40% без учета послаблений ЦБ секторальные коэффициенты Н1.1, Н1.2 и Н1.0 могли бы опуститься к уровням 7,8%, 8,5% и 11,5% соответственно, что предполагает выполнение нормативов с учетом буферов для банков без критерия системно значимых. Напомним, что наиболее критичным последствием пробития буфера по капиталу является запрет на выплату дивидендов, тогда как до минимально допустимых значений норматива останется еще 2,5 п.п. – это достаточно большой запас. Впрочем, в негативном сценарии банки сами могут сокращать или приостанавливать выплаты (для госкомпаний, в частности, уже предусмотрена отсрочка на 3–6 месяцев, но Сбербанк, например, объявил выплату изначально запланированных 50%). В среднем запас по нормативу Н1.2 в секторе наименьший, и, если возникнет необходимость пополнения капитала именно этого уровня, речь может идти о предоставлении «вечного» субординированного долга акционерами.

Качество активов будет под давлением... В 2015 г., после скачка валютного курса, банки в среднем по сектору показывали стоимость риска на 70–80% выше, чем в 2018–2019 гг. Если предположить, что в 2020 г. показатель вырастет на 50%, это при прочих равных, по нашей оценке, означает снижение прибыли по сектору примерно на 30% (а удвоение стоимости риска – на 60%). Здесь повышенные риски несет необеспеченное розничное кредитование, хотя частично их должны ограничивать уже принятые меры ЦБ (двойное регулирование – по полной стоимости кредита и долговой нагрузке). Также дополнительные риски могут появиться в случае высокой концентрации (большой доли крупных заемщиков) в корпоративном кредитовании, и значительной доли кредитов, предоставленных наиболее страдающим в текущей ситуации отраслям (например, авиасегмент, отельный бизнес, индустрия развлечений). Динамика маржи будет зависеть в том числе от решений ЦБ по ключевой ставке; мы предполагаем, что маржа будет находиться под давлением,

но далеко не в таких масштабах, как в 2015 г. Основной доход также может быть под давлением из-за торможения в кредитовании. С другой стороны, падение курса рубля может повысить прочий доход банка, в частности из-за переоценки валютных активов; банки с валютными бессрочными субордами также могут получить поддержку за счет их переоценки.

...но ЦБ уже анонсировал ряд поддерживающих мер. Мы полагаем, что сектор в целом находится в хорошей форме, и негативный сценарий ограничится посильным давлением на рентабельность, в том числе благодаря регулятивной поддержке со стороны ЦБ. Регулятор предоставил послабления (возможность не ухудшать до 30 сентября оценку качества долга) по заемщикам из транспортной и туристической отрасли, снизил коэффициенты риска или надбавки к ним для производителей медицинской техники и лекарств, расширил программу рефинансирования МСБ, а также снизил надбавки по ипотечным кредитам. Кроме того, ЦБ разрешил до 30 сентября зафиксировать курс валюты для расчета нормативов по состоянию на 1 марта (доллар на тот момент был равен около 67 руб., что предполагает падение рубля с начала года только на 8%) и учитывать купленные до 1 марта долевые и долговые ценные бумаги по справедливой стоимости на 1 марта (а купленные после 1 марта – по справедливой стоимости на дату приобретения). Для системно значимых организаций были отложены до 2021 г. дифференцированные надбавки к капиталу (это в первую очередь касается Сбербанка и ВТБ), а стоимость БКЛ была снижена с 0,5% до 0,15%.

Нефть и газ: внутренний рынок поддержит выручку, но ненадолго

Краткосрочная поддержка – внутренний рынок, затем – слабый рубль. В нефтяном секторе основной краткосрочный риск – дальнейшее падение цены нефти в результате обострения ценовой войны. Ослабление рубля к доллару, как и в прошлом, не сможет купировать шок от падения нефтяных цен для экспортеров. Определенное краткосрочное преимущество будут иметь компании, ориентированные на внутренний рынок нефтепродуктов. Получение новых налоговых льгот в этих условиях маловероятно. При сохранении низких цен больше, чем на квартал, неизбежное ослабление рубля все же поможет экспортерам нефти снизить операционные и транспортные затраты и поддержать прибыльность.

Падение цен нефти начнет сказываться во 2 кв. на контрактных ценах в ЕС. В газовом сегменте внутренний рынок также станет фактором краткосрочной стабилизации, поскольку его цены в РФ регулируются правительством. Контракты на поставку трубопроводного газа в ЕС, привязанные к цене корзины нефтепродуктов, индексируются с отставанием в 3–9 месяцев, поэтому падение нефти может сказаться на ценах контрактного газа, когда спотовые цены уже начнут расти. На рынке СПГ в АТР сохраняется привязка больших объемов СПГ к средней цене нефти за последние 3–9 месяцев, поэтому дешевая нефть также будет оказывать негативное влияние на цены на газ в Корее и Японии. Однако есть признаки того, что минимум цен в АТР уже пройден – в середине марта цена месячного контракта в Японии была на 20% выше минимума с начала года.

Сокращение мирового экономического роста создает риски для компаний экспортеров

Ожидаем падения спроса и цен на сырьевые товары. Эпидемия коронавируса уже отразилась на состоянии экономики ряда стран, и, очевидно, замедление мирового экономического роста продолжится. Не стоит забывать и то, что последствия торговой войны США и КНР для рынка металлов еще далеко не преодолены. Соответственно, сокращается спрос на сталь и сырье для ее производства – руду и уголь, а ослабление спроса на нержавеющую сталь создает риски для падения потребления никеля. Снижение объема инфраструктурных проектов, замедление темпов развития электроэнергетики и автопрома негативно отразится на потреблении меди и никеля, а падение объемов производства в автопроме сокращает дефицит палладия. Поэтому спрос на базовые цветные металлы в этом году либо сократится, либо рост их потребления будет заметно ниже прошлогоднего. Основная доля цветных металлов, производимых российскими компаниями, идет на экспорт, поэтому финансовое положение последних напрямую зависит от конъюнктуры внешних рынков. Например, Норникель экспортирует до 95% продукции, РУСАЛ – около 80%. Очевидно, что по этой причине сектор в 2020 г. станет финансово менее устойчивым. В то же время компании имеют определенное пространство для маневра, чтобы снизить негативное влияние падения цен на металлы на денежные потоки, например за счет сокращения инвестиционных программ и уменьшения дивидендных выплат.

В условиях снижения цен рентабельность экспортеров получит поддержку благодаря девальвации рубля. Из-за снижения глобального спроса ценовая конъюнктура на рынках металлургической продукции и минеральных удобрений продолжит ухудшаться, тем не менее девальвация рубля окажет некоторую поддержку рентабельности экспортеров. В секторе черной металлургии несколько смягчить последствия падения цен на металлургическую продукцию смогут компании с низкими затратами и небольшой долговой нагрузкой, ориентированные на внутренний рынок, в первую очередь Северсталь и ММК.

Смягчение ДКП и турбулентность на рынках делает золотодобывающие компании привлекательными. Золотодобывающие компании при таком сценарии (слабый рубль и замедление глобальной экономики) должны быть в выигрыше, поскольку у них затраты рублевые, большая часть капвложений тоже рублевая, а доходы привязаны к валютной стоимости золота. В условиях нестабильности мировой экономики из-за коронавируса и снижения ставок центробанками золото будет дорожать. Цена золота сейчас выше нашей средней прогнозной цены на год.

Снижение доходов в секторах, ориентированных на внутренний спрос будет неравномерным

Сектор связи выглядит относительно защищенным. В секторах, ориентированных на внутренний спрос, снижение покупательной способности населения и ослабление рубля естественным образом отразятся на доходах. При этом риски для рублевых денежных потоков зависят от конкретного сектора, поскольку часть затрат у компаний валютная, что отражается на рентабельности. Сектор связи выглядит достаточно защищенным, учитывая, что текущие расходы операторов преимущественно номинированы в рублях, а спрос на телекоммуникационные услуги стабилен, даже при существенном замедлении экономического роста. Капзатраты в секторе имеют достаточно большую валютную составляющую (около 50%), но операторы могут использовать ситуацию для снижения регуляторного давления или временно замедлить инвестиции в развитие сетей. Долговая нагрузка у телекоммуникационных компаний в целом находится на комфортном уровне, а ее валютная структура сбалансирована с доходами, так что существенных рисков с обслуживанием долга мы не видим. Некоторое снижение доходов от международного роуминга в сегменте мобильной связи, вызванное падением объемов выездного и въездного туризма, неизбежно, но оно не выглядит критическим. В то же время ожидается рост спроса на услуги хранения данных и облачные решения.

Интернет-компании пострадают от сокращения рекламного рынка, но могут вырасти объемы новых сегментов бизнеса. В секторе онлайн-медиа, скорее всего, и Яндекс, и Mail.ru продолжат демонстрировать относительно высокие темпы роста выручки, которые напрямую не связаны с курсом доллара. Тем не менее основным риском является сокращение рекламных бюджетов в условиях замедления роста экономики и потребительского спроса. Также может ухудшиться экономика инвестиций в перспективные проекты, что негативно скажется на рентабельности, хотя объемы операций в ряде сегментов могут существенно вырасти (например, онлайн-торговля, доставка еды и т.д.).

Компании продовольственного сектора меньше подвержены рискам снижения спроса... В секторе розничной торговли более уязвимыми выглядят компании непродовольственного ритейла, в структуре выручки которых высокую долю занимает импортная продукция и которые более чувствительны к росту конкуренции со стороны онлайн-каналов продаж. Лучшие продовольственные ритейлеры (X5 и Магнит), скорее всего, смогут показать дальнейший рост выручки в рублевом выражении, но его темпы продолжат сокращаться. Обе компании хорошо представлены в сегменте дискаунтеров, который выглядит предпочтительнее в сложных экономических условиях. Долговая нагрузка как у X5, так и у Магнита низкая и не предполагающая валютных рисков. С другой стороны, конкуренция на рынке продолжит оказывать давление на рентабельность в секторе.

...но столкнутся с повышенными издержками и, возможно, снижением рентабельности, несмотря на правительственную поддержку. Правительство в текущей ситуации будет оказывать поддержку ведущим розничным сетям во избежание перебоев с поставками. Это может выражаться в том числе в снижении ряда регуляторных ограничений и административного давления на сектор. В то же время в крайних случаях возможно введение таких мер, как контроль над уровнем цен по ряду товарных позиций или ограничение продажи в одни руки. Кроме того, компаниям сектора, скорее всего, не удастся полностью переложить на потребителей дополнительные издержки, что может только усилить тренд к росту давления на рентабельность.

Прибыли в секторе электроэнергетики снизятся, но долговая нагрузка останется комфортной. Сектор полностью ориентирован на внутренний спрос, объемы экспорта и импорта электроэнергии незначительны. У производителей электроэнергии ожидается снижение доходов (из-за сокращения выработки энергии и падения цен РСВ на фоне слабого спроса) и чистой прибыли. При этом цены на мощность, платежи за которую составляют от 10% до 40% выручки компаний, на ближайшие годы уже зафиксированы, что ограничит падение доходов. Чистый долг в отрасли близок к нулю, так что дополнительного давления на финансы от девальвации рубля не будет. Более защищены электросетевые компании, которым рост обеспечивает ежегодная индексация тарифов. Их долговая нагрузка выше (в пределах 2х), но у них нет валютных обязательств.

Недвижимость: рост рисков, связанных с обеспечением непрерывности производственных процессов

Девальвация рубля может привести к краткосрочной активизации спроса на недвижимость. В секторе жилой недвижимости из-за девальвации рубля возможно формирование краткосрочного ажиотажного спроса (как это происходило во время девальвации рубля в 2014 г.). С другой стороны, цикл снижения рублевых процентных ставок закончен, и, соответственно, рынок ипотеки теряет фактор поддержки. В условиях увеличения доли продаж недвижимости по схеме с эскроу-счетами в лучшей ситуации будут находиться девелоперы с низкой долговой нагрузкой. Помимо падения потребительского спроса, к рискам отрасли относятся те, что связаны с влиянием эпидемии на обеспечение непрерывности производственных процессов, в которых задействовано большое число российских и иностранных рабочих.

Авиасектор уже в глубоком кризисе

Международные авиаперевозки одними из первых приняли на себя удар коронавирусной пандемии. Отрасль авиаперевозок одной из первых пострадала от распространения коронавируса, и вряд ли в таких условиях инвесторам имеет смысл рассчитывать на дивиденды по акциям Аэрофлота. Более того, помимо налоговых и дивидендных каникул, авиаперевозчикам потребуется дополнительная поддержка от правительства. Что касается других транспортных компаний, девальвация рубля может поддержать рентабельность стивидоров, ориентированных на обслуживание экспортных грузопотоков, так как часть тарифов на перевалку фактически остается привязанной к доллару, тогда как основные затраты – рублевые. Грузооборот экспортных наливных грузов, скорее всего, будет стабильным. К рискам этого сегмента относится неблагоприятное регулирование тарифов стивидоров.

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, CFA, berezinana@uralsib.ru

Долговые обязательства

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Ирина Лебедева, CFA, lebedevair@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Руслан Сушко, sushkors@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт/Недвижимость

Денис Ворчик, CFA, vorchikdb@uralsib.ru

Редакционная группа

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Управление продаж

+7 (495) 788 0888

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Бюллетень не предназначен для распространения на территории Великобритании и ЕС. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Брокер», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.