

Ежемесячный обзор. Март. 2022.

04.04.2022

Экономика:

Экономика России находится на пороге кардинальных изменений, связанных с новой санкционной реальностью. В пресс-релизе на последнем заседании по ключевой ставке (18 марта) ЦБ прокомментировал, что в ближайшие кварталы будет происходить снижение ВВП. При этом, судя по всему, 1 кв. 2022 г. это не коснется – в январе Минэкономразвития фиксировал рост ВВП на 6,6% г./г., а эффект от санкций начнет в полной мере проявляться только в марте-апреле и будет иметь долгосрочный характер. По нашим оценкам, просадка экономики может составить 6-8% г./г. в инерционном сценарии. При этом, на наш взгляд, ожидаемая антикризисная поддержка государства сможет частично абсорбировать ряд негативных эффектов. Одним из ключевых факторов неопределенности является зависимость российского производства от импортных компонент (в особенности от высокотехнологичных товаров, которые попали под ограничения) – перестройка производственных цепочек может занять много времени.

Согласно нашим расчетам, основанным на недельных данных Росстата, инфляция по состоянию на 25 марта достигла уровня 15,32% г./г. При этом на прошлой неделе среднесуточный темп сократился практически в два раза – 0,16% д./д. против около 0,3% д./д. По данным маркетплейсов и онлайн-ритейлеров, мы видим, что цены на ряд товаров (особенно существенно подорожавших в последние недели) начинают снижаться (хоть и незначительно). Это, кстати, видно и по данным Росстата (на последней неделе немного подешевели телевизоры, практически остановилось удорожание бытовой техники и электроники). Этот процесс вызван, как мы полагаем, двумя факторами – постепенным спадом и ажиотажа спроса со стороны населения, и адаптацией ритейлеров к новому курсу рубля. Влияние последнего фактора при этом связано в большей степени не с реальным удорожанием импорта (розница в основном сейчас распродает докризисные запасы), а с ожиданиями по уровню курса рубля. Таким образом, есть шанс, что с учетом наблюдаемого сейчас укрепления рубля и продолжения спада потребительского спроса цены на ряд товаров могут продолжить коррекцию. Однако главный проинфляционный фактор в этом году вряд ли сильно ослабеет – речь идет про прямые и косвенные эффекты санкций (уход компаний из России, перебои с импортными поставками и логистикой, трудности у отечественных производителей и т.п.). В этой связи, прогноз инфляции в России на уровне более 20% г./г. к концу 2022 г., на наш взгляд, остается актуальным.

Нефть:

В марте на фоне происходящих политических событий на нефтяном рынке отмечалась необычайно высокая волатильность. Цены на нефть марки Brent превышали 130 долл. за баррель на новостях о перебоях поставок из России. Тем не менее, к концу месяца котировки опустились до 105 долл., так как США и другие страны готовы высвободить стратегические запасы для балансировки рынка. Вдобавок Китай ввел жесткие ограничения в стране из-за новой волны распространения коронавируса. Дисконт российской нефти марки Urals к Brent резко расширился и в конце месяца превышал 30 долл. за баррель. Пока мы не видим отражения перебоев в экспортных поставках в объемах добычи крупных компаний, но, возможно, снижение добычи будет заметно уже в мае. По прогнозам Международного энергетического агентства, добыча в РФ в 2022 г. может сократиться на значительные 3 млн барр./сутки. Мы полагаем, что такой сценарий скорее подразумевает запрет ЕС на импорт нефти из России. Тем не менее, перенаправление экспорта нефти на другие рынки может затянуться, тем более, когда многие транспортные компании опасаются работать с российской продукцией. Так или иначе, цены на эталонную Brent, вероятно, продолжат свой рост, так как замены российской нефти пока не найдено. При этом высвобождение запасов от стран-импортеров – это лишь временный фактор, оказывающий давление на цены, так как эти запасы придется восполнять.

Валюта:

За последние несколько недель рублю на Московской бирже удалось укрепиться от пиковых значений (в 120 руб./долл. в начале марта) практически на 35 руб./долл. - сейчас он торгуется ниже отметки 85 руб./долл., а просадка от докризисных уровней уменьшилась до ~15%. Мы не можем связать наблюдаемое укрепление с какой-то одной причиной, и, скорее всего, на валютный рынок позитивно воздействует сразу ряд факторов: (1) рост нетто-продаж по международной торговле – экспортеры конвертируют 80% валютной выручки, а цены на российскую экспортную продукцию пока повышаются, даже с учетом дисконтов, (2) действие мер контроля за движением капитала, (3) неоднородность экспортно-импортных потоков может приводить к существенным волнам укрепления на фоне сниженных оборотов торгов.

Облигации:

Рынок ОФЗ стал первым открывшимся сегментом фондового рынка – торги начались с 21 марта. Сейчас индекс RGBI поднялся выше 117 б.п. (перед закрытием торгов в конце февраля он был на уровне 108 б.п., а в день открытия опускался до 102 б.п.), постепенно приближаясь к уровням начала февраля (~128 б.п.).

При этом, рост цен госбумаг происходит в условиях беспрецедентных мер поддержки финансовой стабильности. Во-первых, брокеры не могут исполнять заявки на продажу со стороны нерезидентов – обычно, в периоды рыночной турбулентности львиная доля просадки была связана именно с их действиями. Во-вторых, благодаря послаблениям ЦБ, позволяющим финансовым институтам не переоценивать вложения в ценные бумаги, текущая ситуация не должна привести к возможным закрытиям позиций, связанным с достижением внутренних или регуляторных ограничений. Судя по всему, эти два фактора существенно ограничивают продажи ОФЗ, на фоне чего суточный объем торгов снизился относительно обычного (например, по индексу RGBI – в 3-4 раза). Более того, ЦБ создал для рынка «подушку», обозначив возможность своего участия в торгах ОФЗ в качестве покупателя. Впрочем, с учетом имеющейся в СМИ информации и скромных объемов торгов мы полагаем, что регулятору, скорее всего, пока не пришлось прибегнуть к этой опции.

Акции:

В марте глобальные фондовые рынки оставались волатильными. При этом американский индекс S&P500 вырос на 3,6%, а европейский STOXX Europe 600 прибавил скромные 0,6%. В центре внимания инвесторов на протяжении месяца оставались: Украина, рост цен на товарно-сырьевых рынках, ускорение инфляции, ужесточение денежно-кредитной политики в США и замедление темпов роста мировой экономики. В марте ФРС США приступила к сворачиванию ультрамягкой денежно-кредитной политики, завершив QE и повысив базовую ставку на 25 б.п. Из обновленного прогноза ФРС следовало, что регулятор намерен повышать ставку по 25 б.п. на каждом из оставшихся в этом году шести заседаний. Однако неделей позже председатель ФРС Дж. Пауэлл заявил о готовности регулятора действовать более агрессивно, в частности о возможности повысить ставку сразу на 50 б.п. уже на следующем заседании, которое пройдет в мае, и объявить о сокращении баланса ФРС. Данные меры необходимы для борьбы с инфляцией, которая продолжает ускоряться на фоне роста цен на товарно-сырьевых рынках. Вдобавок к этому инвесторов все больше беспокоит замедление мировой экономики, вызванное ростом цен на сырье. При этом в худшем положении оказываются европейские компании, поскольку на них влияет не только рост цен, но и сокращение объемов поставок из России. Например, Goldman Sachs понизил прогноз по темпам роста экономики США на 2022 г. с 3,1% до 3,0%. Прогноз по темпам роста Еврозоны был понижен более существенно: с 3,9% до 2,5%. Прогноз по инфляции в 2022 г. в США составляет 7,2%, в еврозоне – 7,8%. Ожидая активных действий со стороны ФРС по ужесточению денежно-кредитной политики, мы полагаем, что акции быстрорастущих компаний с низкой или отрицательной рентабельностью продолжат оставаться под давлением. В то же время цены на сырье, вероятно, продолжат находиться на высоких уровнях, поэтому мы продолжаем отдавать предпочтение компаниям из сырьевого сектора.

В конце марта открылись торги на российском фондовом рынке. Несмотря на сохраняющийся негативный фон и непредсказуемость дальнейшего развития событий, на рынке царит позитив. По итогам марта индекс Мосбиржи вырос на 9,4%, акции некоторых компаний вернулись на уровни закрытия. На протяжении месяца санкционное давление на Россию продолжалось, в частности США ввели запрет на покупку российской нефти, нефтепродуктов, газа и угля, а ЕС отказался от покупки ряда российских сырьевых товаров. В ответ на санкционное давление западных стран Россия потребовала у «недружественных стран» начать производить платежи за газ в рублях, что вызвало рост цен на газ в Европе. Предложенная схема предполагает, что покупатели будут открывать счета в рублях и валюте в Газпромбанке, переводить на валютный счет сумму по контракту с Газпромом и далее конвертировать ее в рубли на Московской бирже, а потом переводить ее в счет оплаты газа Газпрому. При этом курсовые риски останутся на Газпроме, а для покупателей газа, с коммерческой точки зрения, как мы полагаем, контракты останутся прежними. Стоит отметить, что западные страны не хотят вводить санкции и эмбарго на важные для них товары. В частности, политики Германии и Австрии выступают

против введения эмбарго на российские энергоресурсы, поскольку это «нанесет непоправимый ущерб экономике». США, в свою очередь, смягчили санкции против продукции для сельского хозяйства и включили российские удобрения в список товаров первой необходимости.

Одним из наиболее пострадавших секторов российской экономики в текущей ситуации можно считать банковский сектор. По оценке ЦБ РФ, убыток банковской системы в 2022 г. составит от 3,5 до 5,8 трлн руб. без учета отрицательной переоценки ценных бумаг в размере 2 трлн руб.