

Ежемесячный обзор. Апрель. 2022.

04.05.2022

Экономика:

Начиная с марта, в российской макроэкономической статистике начали проявляться кризисные явления. Так, по данным Минэкономразвития, рост ВВП в марте замедлился до 1,6% г./г. после среднего темпа в 5% г./г. в первые 2 месяца года (благодаря чему по итогам всего 1 кв. 2022 г. рост экономики еще остался на повышенном уровне – 3,7% г./г.). В частности, по данным Росстата, годовые темпы роста промышленности в марте замедлились до 3,0% г./г., и если нефтегазовая отрасль в марте пока не испытала сильного шока, то обрабатывающие производства даже снизились относительно прошлого года – на 0,3%. В ближайшей перспективе отечественную промышленность ожидают структурные изменения, связанные с ограничениями внешней торговли, которые неизбежно приведут к трансформационному спаду.

Потребительский спрос по итогам марта также замедлился, несмотря на ажиотаж, наблюдавшийся в первые недели – в месячных темпах существенно просел сегмент непродовольственных товаров, -7,4% м./м., и услуг, -3,2% м./м. Охлаждение потребительского спроса вместе со стабилизацией валютного курса способствовали временному замедлению инфляции: среднесуточный темп сохраняется вблизи 0,3% д./д., и в результате по итогам апреля годовой показатель может даже не достичь 18% г./г. Также в апреле резко снизились от пиковых значений инфляционные ожидания – до 12,5% г./г. Мы полагаем, что говорить о нормализации как инфляции, так и инфляционных ожиданий, пока рано: отложенный эффект санкционных ограничений (рост производственных и логистических издержек, потенциальный дефицит некоторых товаров) может проявиться во 2-3 кв. на фоне истощения запасов.

Стабилизация инфляции, с одной стороны, и спад экономической активности, с другой, сделали возможным снижение ключевой ставки - сначала на внеплановом заседании 8 апреля с 20% до 17% и затем на регулярном заседании 29 апреля до 14%. Согласно риторике пресс-релиза, ЦБ может продолжить снижать ключевую ставку в текущем году – масштаб смягчения монетарной политики будет зависеть от того, насколько проинфляционными на горизонте нескольких месяцев окажутся санкционные эффекты в условиях спада потребительского спроса. В частности, Э. Набиуллина подчеркнула, что допускает сценарий, при котором регулятору придется сохранить ключевую ставку без изменений.

Нефть:

В прошедшем месяце в нефтяных котировках сохранялась высокая волатильность с падением цен на Brent ниже 100 долл./барр. и ростом выше 110 долл./барр. Давление на котировки оказывали новости о высвобождении запасов нефти странами-импортерами, о новых ковидных ограничениях и о возможном дополнительном предложении со стороны производителей для замещения российской нефти. Тем не менее, к концу месяца опасения по поводу ограничений на российскую нефть и снижения предложения в мире удержали цены выше 105 долл./барр. Действительно, по нашим оценкам, добыча нефти в РФ продолжит снижаться и сократится более чем на 2 млн барр./сутки. Не менее остро в апреле стоял вопрос поставки российского газа, так как начала действовать новая схема оплаты за газ в рублях. Так, поставки газа уже остановлены в Болгарию и Польшу из-за отказа оплаты по новым условиям. Мы полагаем, что еще несколько стран откажутся от оплаты в рублях. По данным СМИ, на новую схему согласились пока 10 стран-импортеров. Тем не менее, учитывая, что цены на газ все еще держатся на чрезвычайно высоких уровнях, то финансовые показатели Газпрома должны быть сильными даже в случае падения экспорта. В целом мы ждем, что цены на нефть и газ останутся на высоких уровнях в ближайшие месяцы. При этом российские компании будут все чаще переходить на поставки нефти в Азию по контрактам со значительным дисконтом к ценам, которые были до 24 февраля.

Валюта:

Рубль закончил апрель у отметки 71 руб./долл. Мы полагаем, что в последние недели поддержку ему оказывали более интенсивные продажи валюты экспортерами в налоговый период (основные выплаты пришлись на 25 и 28 апреля). Смягчение условий валютного контроля (в частности, расширение окна на продажу 80% валютной выручки с 3 до 60 дней) пока не отразилось в котировках, хотя, на наш взгляд, в краткосрочной перспективе может привести к временному ослаблению рубля от текущего уровня. Факторами фундаментального ослабления рубля станут санкционные ограничения, оказывающие постепенное давление на сторону экспорта (при уже случившейся просадке импорта), потенциальный поиск новых поставщиков (как фактор «отскока» импорта) и возможное дальнейшее смягчение мер валютного контроля для экспортеров. Так, Э. Набиуллина упомянула, что обсуждается вариант со снижением доли конвертируемой выручки для сырьевых экспортеров до 50% и отмены этого правила для остальных. В текущих реалиях эти ограничения призваны выполнять роль стабилизирующего механизма (раньше ее выполняли интервенции), хотя и являются менее «точным» инструментом – курс рубля может стать более волатильным и проциклическим, т.к. в большей степени зависит от денежных потоков, поступающих от внешней торговли.

Облигации:

Рынок ОФЗ в апреле продолжил восстановление. Так, индекс RGBI достиг уровня 126 б.п., близкого к среднему значению за январь и начало февраля. Кривая доходностей снизилась на 1-3 п.п., при этом ее короткий конец опустился сильнее, в результате чего она практически утратила инверсионный характер. Сейчас доходности вдоль кривой находятся вблизи уровня 10% г./г., что в том числе предполагает существенно более мягкий уровень монетарной политики, чем сейчас. Действительно, снижение ключевой ставки на 300 б.п. (до уровня 14%) в пятницу 29 апреля практически не сказалось на котировках госбумаг.

Акции:

В апреле мировые фондовые рынки снижались на фоне ужесточения риторики представителей ФРС США в отношении денежно-кредитной политики, из-за чего инвесторы стали закладывать более агрессивные действия со стороны регулятора. Согласно текущим ожиданиям участников рынка, базовая ставка будет повышена до 3,0% к концу 2022 г. и достигнет 3,5% к середине 2023 г. Напомним, что в настоящий момент она составляет 0,25-0,50%. Также стало известно о планируемом темпе сокращения баланса ФРС в размере 95 млрд долл. в месяц, что более агрессивно, чем в предыдущих циклах. Данные меры необходимы для сдерживания инфляции, которая ускорилась в США до максимальных с 1981 г. значений (8,5% г./г.). Тем не менее, инвесторов беспокоит, что такие действия регулятора могут сказаться на темпах роста экономики. При этом, согласно предварительной оценке, изменение ВВП США по итогам 1 кв. 2022 г. уже оказалось отрицательным, составив -1,4% квартал к кварталу в годовом выражении, что стало заметно хуже ожиданий, предполагавших рост экономики на 1,0%. Среди отраслей американского рынка в плюсе по итогам апреля оказался сектор товаров ежедневного потребления, являющийся защитным. Также лучше рынка выглядел нефтегазовый сектор, чему способствовали ожидания сохранения высоких цен на энергоносители. Хуже рынка выглядели акции технологических и финансовых компаний.

В апреле российский фондовый рынок находился под давлением на фоне негативного новостного потока, а также ожидания введения новых санкций, которые могут затронуть экспорт российской нефти в ЕС. Россия уже сократила добычу нефти в апреле почти на 9% по сравнению с мартом, а дисконты российской нефти марки Urals сохраняются. Внешние условия для российской экономики продолжают оставаться сложными, а на фоне неопределенности многие российские компании отказались от публикации финансовой отчетности за 1 кв. 2022 г. Значительные изменения происходят в банковском секторе: «ВТБ», «Открытие» и «РНКБ» могут быть консолидированы в одну группу, а «Интеррос» закрыл сделку по покупке 35% доли в TCS Group у семьи основателя группы Олега Тинькова. Ранее компания приобрела долю Société Générale в Росбанке.