

# Еженедельный обзор 04.07.2022

04.07.2022

## Экономика:

Согласно оценке Минэкономразвития, ВВП в мае 2022 г. незначительно ускорил падение до -4,3% г./г. (после -2,8% г./г. в апреле и роста в 1 кв.). При этом, годовые темпы для одной из ключевых компонент этой оценки – промышленного производства, фактически остались на уровне апреля (-1,7% г./г. против -1,6% г./г.). Основное изменение коснулось оптовой торговли, которая сократилась на 15,5% г./г. в мае после 11,9% г./г., что, скорее всего, связано с усложнившимися условиями в логистике.

На заседании в начале июня ЦБ РФ вернул ключевую ставку на докризисный уровень (9,5%), снизив ее сразу на 150 б.п. При этом, сигнал относительно дальнейшего снижения ключевой ставки оказался умеренно-мягким – регулятор «будет оценивать целесообразность ее снижения на ближайших заседаниях». По нашим оценкам, это может говорить о замедлении темпа смягчения в будущем – в последние годы в половине случаев после такого сигнала ЦБ снижал ставку, но не более сильно, чем было до этого (в других случаях оставлял ее без изменения). В июне в целом месячная инфляция с исключением сезонности может даже оказаться отрицательной, но, на наш взгляд, в ближайшие недели дефляция может прекратиться на фоне начала более активной фазы инфляции издержек. Э. Набиуллина недавно также оценила снижение потребительских цен как временное, отметив, что во многом такая динамика связана с коррекцией цен после скачка в конце февраля – начале марта. Регулятор видит потенциал снижения ключевой ставки до конца года (сигнал об этом подтверждал первый зампред ЦБ РФ В. Чистюхин), но мы полагаем, что решение о шаге на предстоящем заседании еще не принято – оно будет сильно зависеть от динамики инфляции в июле.

## Нефть:

В начале июня нефтяной рынок отыгрывал новости о введении эмбарго ЕС на российскую нефть, которое подразумевает отказ от импорта нефти и нефтепродуктов из РФ по морю в течение 6 и 8 месяцев, соответственно. В результате котировки Brent поднимались выше 127 долл./барр., однако во второй половине месяца скорректировались до 115 долл./барр. на ожиданиях ухудшения перспектив спроса на сырье на фоне роста процентных ставок в мире и рисков глобальной рецессии. Помимо этого, западные страны также начали обсуждение возможного ограничения цен на российские энергоресурсы через установление потолка цен на нефть и нефтепродукты, при превышении которого российским компаниям будет закрыт доступ к морским перевозкам. Мы считаем, что данная инициатива в конечном итоге может быть принята в том или ином виде, однако не ожидаем каких-либо ограничений по ценам на российский газ в ближайшее время ввиду опасений ЕС относительно возможной остановки экспорта газа из РФ. Также стоит отметить, что российские компании продолжают перенаправление нефтяных потоков в Азию (прежде всего, в Китай и Индию), что наряду с сезонным увеличением спроса на топливо в РФ позволило им увеличить добычу нефти в июне на 5% м./м. (до 10,7 млн барр. в сутки), которая практически восстановилась до уровней января-февраля 2022 г. (11,0 млн барр. в сутки). Тем не менее, мы прогнозируем, что к концу года добыча все же может опуститься ниже 9 млн барр. в сутки на фоне вступления в полную силу европейского эмбарго.

## Валюта:

В июне курс доллара к рублю достигал 7-летнего минимума, вплотную приближаясь к отметке 50 руб./долл. В условиях введенных ограничений на движение капитала на стороне крепкого рубля, как мы отмечали ранее, находится ощутимый профицит торгового баланса – при просадке импорта в пределах 50% экспорт в номинальном выражении мог еще даже не пострадать, судя по комментариям официальных лиц в СМИ (ФТС перестала публиковать статистику с февраля). Введенные с конца февраля меры валютного контроля, обязывающие экспортеров продавать долю выручки (сначала была установлена на уровне 80%, снижена до 50% в мае, но обнулена с начала июня), способствовали созданию навеса предложения на валютном рынке, который, впрочем, не ушел с их смягчением – экспортеры все равно продолжают продавать валюту, как минимум, для выплаты налогов. Следующим шагом в либерализации этих мер может стать фактическая отмена репатриации валютной выручки (проектом указа предполагается репатриация только выручки, обязательной для продажи). Так, уже была отменена обязательная репатриация экспортной валютной выручки по несырьевым контрактам (это послабление уже вводилось с 1 июля 2021 г., но его действие приостанавливалось вместе с введением

валютного контроля с начала марта). Впрочем, на наш взгляд, это не станет необходимым условием для ослабления рубля – также потребуются коррекция сложившегося профицита торгового баланса, которая может в большей степени реализоваться ближе к концу года.

#### Облигации:

После июньского заседания ЦБ РФ рынок ОФЗ достигал локального равновесия – доходности вдоль кривой закрепились вблизи 9%. Отметим, что этот уровень был достигнут еще на неделе до решения регулятора, что говорит о том, что само снижение ставки и сигнал на будущее не стали сюрпризом для рынка. Действительно, в условиях ограничений, связанных с санкциями (Минфин пока не предлагает рынку новых выпусков, а круг инвесторов оказался ограничен), направление и скорость монетарной политики стали определяющими факторами для рынка локального госдолга. На фоне дефляции последних недель ставки продолжили снижение: короткий конец кривой опустился до уровня 8,6%, длинный – до 8,8%. Мы полагаем, что при позитивной ценовой динамике (если инфляция будет развиваться ближе к нижней границе актуального прогнозного диапазона ЦБ 14-17% г./г.) и соответствующих действиях регулятора (например, снижение ставки на ближайшем заседании – в конце июля) доходности вполне могут и дальше продолжить снижение в течение года.

#### Акции:

В июне глобальные фондовые рынки снижались. Индекс S&P500 потерял 8,4%, европейский индекс Stoxx Europe 600 опустился на 8,2%. Главными темами, волнующими инвесторов, стали ожидания более агрессивных действий со стороны регуляторов в борьбе с ускоряющейся инфляцией и возрастание рисков скатывания экономики США и Европы в рецессию. В частности, инфляция в Еврозоне в июне выросла с 8,1% до 8,6% г./г., что выше ожиданий участников рынка - 8,4%. Данные по инфляции в США за июнь станут известны на следующей неделе. ФРБ Атланты понизил свой прогноз по росту ВВП США за 2 кв. с +0,3% до минус 1,0%. Если оценка окажется верной, то экономика США официально окажется в рецессии, поскольку рост в 1 кв. также был отрицательным. На этом фоне аппетит инвесторов к риску остается подавленным. В разрезе секторов американского рынка лучшую динамику в июне продемонстрировали защитные сектора, такие как здравоохранение и товары повседневного спроса. Хуже рынка торговались акции нефтегазовых компаний и производителей материалов, чему способствовали опасения ослабления спроса из-за негативных тенденций в глобальной экономике.

В июне российский фондовый рынок оставался волатильным и чувствительным к корпоративным новостям. На фоне стремительного укрепления курса рубля сильно страдают экспортеры. Так, металлурги заявили о сокращении производства стали в июне на 20-40% и о работе в убыток, поскольку внутренние продажи упали, а экспортные поставки идут с большими дисконтами. Добыча нефти в России в июне увеличилась на 5%, судя по всему, нефтяным компаниям удастся перенаправить объемы в Азию. В свою очередь, на фоне снижения ключевой ставки и ставки по льготной ипотеке в лидерах роста в июне находились акции девелоперов. В последний день месяца российский рынок потрясла неожиданная новость: Газпром отказался платить дивиденды, вместо этого компания заплатит НДС в размере 1,25 трлн руб. (а не 416 млрд руб., как ожидалось ранее), что примерно соответствует 50% прибыли за 2021 г., то есть размеру ранее ожидавшихся дивидендов. Отказ Газпрома от выплаты дивидендов вызвал серьезные волнения на рынке: индекс Московской биржи в этот день упал на 7,1%.