

Ежемесячный обзор. Июль. 2022.

01.08.2022

Экономика:

Росстат опубликовал данные по потребительскому сектору за июнь. Судя по нашим расчетам, основанным на этих данных, отскока в динамике расходов потребителей (оборот розничной торговли + платных услуг населению) не произошло – после падения почти на 9% м./м. в реальном выражении они выросли лишь на 0,3% м./м. в мае и на 0,5% м./м. в июне. В годовых цифрах это выразилось в падении почти на 7,3% г./г. Основной спад наблюдается в непродовольственном сегменте (-15,9% г./г.), просадка в продуктах питания (-2,1% г./г.) гораздо сдержаннее, а услуги все еще демонстрируют рост (+0,2% г./г.). Существенным фактором падения потребительских расходов (по данным за 2 кв. 2022 г. в целом) выступает при этом значительное ухудшение в кредитно-депозитном канале (=прирост кредитов населению за вычетом прироста депозитов населения), тогда как фактор доходов пока играет гораздо меньшую роль. Иными словами, по итогам 2 кв. 2022 г. кредитные ресурсы были ограничены, и при этом значительную часть своих доходов население сберегало (отвлекая средства от потребления). Фактор реальных доходов населения практически не сказался на спаде потребления – реальные располагаемые доходы за квартал снизились лишь на 0,8% г./г., тогда как потребительские расходы (без учета обязательных платежей) – на 7,5% г./г. Впрочем, динамика доходов за 2 кв. 2022 г. существенно сглажена ростом социальных выплат и прочих доходов населения, тогда как зарплаты заметно просели. Их просадка в целом сопоставима с пиком коронакризиса: во 2 кв. 2020 г. их вклад в динамику доходов был на уровне -3,8 п.п., а сейчас -2,8 п.п. Мы полагаем, что существенное сокращение зарплатных доходов – «жертва», на которую пришлось пойти ради сохранения занятости (в т.ч. в тех компаниях, которые уже прекратили деятельность в России, но сохранили персонал). Мы ждем дальнейшего ухудшения динамики потребительских расходов. Среди основных негативных факторов будет выступать рост безработицы, который мы ожидаем в перспективе ближайших месяцев (по мере спада экономической активности компаниям придется сокращать персонал). Впрочем, смягчать просадку потребсектора будут бюджетные трансферты, более доступное кредитование и сокращение сбережений.

Нефть:

Почти весь июль цены на нефть снижались на опасениях рецессии мировой экономики, и как следствие, падения спроса на нефть. Но в последние дни месяца цены вновь вернулись к уровню 110 долл. за баррель нефти марки Brent. Рост был связан с тем, что ОПЕК+ может скорректировать свои планы по добыче в случае падения спроса на нефть и тем самым сбалансировать рынок. Мы полагаем, что ближе к зимнему периоду рост цен продолжится из-за сильного спроса на фоне высоких цен на газ, так как нефтепродукты будут дополнительно использоваться для отопления. Более того, часть нефти может уйти с рынка из-за эмбарго на российскую нефть со стороны ЕС и обсуждаемого введения предельных цен на нее. Напомним, что представители правительства РФ заявляли, что покупателям, которые будут вводить такие ограничения, будет отказано в поставках нефти.

Валюта:

По итогам июля рубль довольно ощутимо просел – начав с уровней чуть выше 50 руб./долл., российская валюта завершила месяц выше 61 руб./долл. За месяц произошло два эпизода ослабления - в самом его начале и в последние дни. На данный момент такое ослабление, вместе с тем, кажется временным. Баланс фундаментальных факторов для рубля, как минимум в перспективе ближайших пары месяцев, по-прежнему на стороне сильного рубля. Среди позитивных факторов в первую очередь выступает высокий текущий счет: экспортная выручка растет на фоне сохранения высоких цен на газ и нефть, тогда как импорт, судя по всему, продолжает оставаться подавленным (в таких условиях спрос на валюту значительно ниже предложения). Существенным фактором поддержки продолжают выступать и жесткие валютные ограничения (не допускающие выход нерезидентов из российских активов, а также запрещающие операции с рублем для нерезидентов на

локальном рынке). Стоит отметить, что отсутствие интервенций по бюджетному правилу на рынке также позитивно для рубля. Несмотря на то, что, судя по всему, подготовка нового бюджетного правила активно идет, мы полагаем, что ликвидности локального рынка валют дружественных стран пока недостаточно для регулярного проведения таких операций в значительном объеме. Факторы, которые могли бы сыграть против рубля, начнут в большей степени проявляться к концу года. Главный из них – естественное сокращение торгового баланса. Просадка экспорта будет происходить, в частности на фоне введения европейского эмбарго на российскую нефть (и вероятного расширения дисконта Urals к Brent). Кроме того, более активно будет восстанавливаться и импорт по мере улучшения возможностей поставок из дружественных стран и решения части проблем с логистикой. Тем не менее, мы не ожидаем, что это приведет к резкому и устойчивому (>70 руб./долл.) ослаблению рубля до конца года.

Облигации:

Весь месяц суверенная кривая сдвигалась вверх по мере роста доходностей, и лишь под конец месяца решение ЦБ РФ снизить ключевую ставку на 150 б.п. (что оказалось приятным сюрпризом для рынка) запустило ралли на рынке, что позволило 10-летним бумагам отыграть все потери прошлых недель.

Сейчас средний уровень ставки, который, по нашим оценкам, заложен в 10-летние бумаги (фактически, это средняя долгосрочная ключевая ставка, ожидаемая рынком ОФЗ), опустился до 6,6% - это, кстати говоря, соответствует уровню ключевой ставки, который ЦБ заложил в свой обновленный прогноз на 2024 г. (при отсутствии более длительного опубликованного прогнозного горизонта, а также принимая тот факт, что инфляция при такой прогнозной ставке находится вблизи 4%, можно в целом считать 6-7% долгосрочным уровнем). При этом премия за риск и срочность (разница между фактической доходностью и форвардной ставкой) все еще остается высокой (порядка 2-2,2 п.п.), возможно, например, из-за того, что рынок закладывает более медленную дезинфляцию, и если инфляционная картина будет складываться более позитивно, то она будет снижаться.

Акции:

В июле глобальные фондовые рынки восстанавливались. Индексы S&P 500 и Stoxx Europe 600 прибавили 9% и 8%, соответственно. Итоги заседания ФРС США, на котором регулятор поднял ключевую ставку на 75 б.п. до 2,25-2,5%, были восприняты умеренно-позитивно, поскольку соответствовали ожиданиям участников рынка. Статистика по ВВП США, зафиксировавшая спад во 2 кв. на 0,9% кв./кв. в годовом выражении, также не сломила позитивный настрой рынков. Поскольку ВВП сокращается уже второй квартал подряд, данные означают рецессию в экономике США. Тем не менее, министр финансов США Дж. Йеллен заявила, что это лишь необходимое замедление после роста, при этом существенного экономического спада не наблюдается, а рынок труда остается сильным. Импульс рынкам придала позитивная квартальная отчетность техгигантов Microsoft, Alphabet, Apple, Amazon и Tesla, имеющих значительную долю в индексе S&P 500. Акции этих компаний показали динамику лучше рынка по итогам месяца. Хуже рынка торговались акции защитных секторов, таких как здравоохранение и телекомы.

В первой половине июля российский фондовый рынок находился под давлением на фоне ожиданий седьмого пакета санкций со стороны ЕС и укрепления курса рубля, однако смог развернуться и восстановиться во второй половине месяца после снижения ключевой ставки и выхода квартальных отчетов компаний. Наибольший рост продемонстрировали акции технологического сектора, а также акции компаний потребительского сектора, которые опубликовали сильные операционные результаты. В лидерах роста были преимущественно депозитарные расписки. Ликвидность на российском рынке остается низкой, однако с 8 августа Московская биржа предоставит доступ к фондовому рынку нерезидентам из дружественных стран, что может несколько увеличить ее.