

- **Завершилось худшее** с 1970 года полугодие для S&P 500
- **Экономика США** – пока неплохая макростатистика, но рецессия очень вероятна
- **Что делать российским инвесторам в условиях «дивидендной неопределенности»?**
- **Россия – нулевая инфляция** после двух недель дефляции
- **Ресурсы вновь дорожают.** Сможет ли Европа добиться ограничений цен?
- **Курс евро к доллару вновь под давлением.** Куда приведет ухудшение торгового баланса?
- **Рубль отскочил от 50.** Где ждать равновесия?
- **Запрет на продажи российского золота пока не влияет на цены**

#### Сравнение стоимости газа в Европе и США

На фоне плановых остановок действующих газопроводов в Европу спотовая цена на сырье вновь стремительно приближается к мартовским максимумам. Очевидно, что европейские цены сейчас почти полностью зависят от объемов поставок трубопроводного газа из РФ. По факту уже сейчас из-за санкций полностью остановлен газопровод «Ямал – Европа», а поставки через Украину и «Северный поток – 1» снизились более чем в половину. Несмотря на сложившуюся ситуацию, мы бы не ждали обновления исторических рекордов в ближайшее время. Если проблемы с поставками оборудования для «Северного потока – 1» будут решены, при прочих равных можно было бы ожидать возвращения цен к уровням месячной давности, однако деградация спроса со стороны Европы может способствовать даже большему охлаждению цен. Обращаем внимание на сильнейшее расхождение между ценами на газ в Европе и США, по результатам мая ставшего крупнейшим поставщиком газа в ЕС. Рынок очевидно в стадии тектонического сдвига, проигравшими сторонами в котором с большой долей вероятности станут Россия и ЕС.

01.07.2022	Значение	За неделю	За месяц	За 3 месяца	За год
<b>S&amp;P500</b>	3825	-2,2%	-6,7%	-15,9%	-11,4%
<b>Dow Jones</b>	31 097	-1,3%	-5,2%	-10,7%	-10,2%
<b>Nasdaq</b>	11 128	-4,1%	-7,2%	-22,0%	-23,4%
<b>EuroSTOXX 600</b>	407	-1,4%	-7,2%	-11,2%	-10,6%
<b>CSI-300</b>	4467	+1,6%	+9,4%	+4,5%	-14,6%
<b>Индекс МосБиржи</b>	2207	-7,7%	-7,1%	-20,0%	-42,8%
<b>UST10 YTM</b>	2,88	-8 б.п.	-1 б.п.	+21 б.п.	+98 б.п.
<b>UST30 YTM</b>	3,10	-5 б.п.	+2 б.п.	+28 б.п.	+51 б.п.
<b>ОФЗ 26207 YTM</b>	15,99	+0 б.п.	+0 б.п.	+0 б.п.	+122 б.п.
<b>EUR/USD</b>	1,04	-1,3%	-2,2%	-5,7%	-12,1%
<b>Brent</b>	111,63	-1,3%	-4,0%	+6,9%	+47,2%
<b>Gold</b>	1811,43	-0,8%	-1,9%	-5,9%	+1,9%

Источник данных: Bloomberg

## АКЦИИ

### Худшее с 1970 года полугодие для S&P 500

Основные американские индексы растеряли весь рост предыдущей недели. На рынке усиливаются опасения, что борьба Федеральной резервной системы с инфляцией приведет к рецессии. Индекс S&P 500 завершил первое полугодие 2022 с худшими с 1970 года показателями.

На неделе помимо Нефти и газа (+1,3%) лучше рынка держались защитные субиндексы. В плюсе закрылись Коммунальные услуги (+4,1%), Здравоохранение (+0,4%) и Потребительские товары (+0,3%). Самые слабые результаты мы наблюдали в субиндексах Товары длительного потребления (-4,7%), Телекоммуникации (-4,5%) и Информационные технологии (-4,5%).

В понедельник, 4 июля, рынки будут закрыты в связи с празднованием Дня независимости.

### Американская макростатистика и ожидания рецессии

В среду были опубликованы данные по расходам на личное потребление (PCE) за май, которые показали, что потребители в США сбавили обороты. С поправкой на инфляцию объем покупок в мае снизился на 0,4%, что стало первым снижением за 2022 год. Покупки товаров снизились на 1,6%, объем покупок услуг вырос на 0,3%, при этом значительная часть роста была вызвана расходами на жилье и здравоохранение. Скорректированный на инфляцию располагаемый доход, данные по которому были опубликованы в четверг, снизился за месяц на 0,1%.

Данных по PCE оказалось достаточно, чтобы модель ФРС Атланты GDPNow снизила оценку годового роста во втором квартале до -1,0%. Если данные подтвердятся, это будет соответствовать общепринятому определению рецессии – два квартала подряд отрицательного роста, учитывая сокращение на 1,6% в первом квартале.

Тем не менее большая часть данных за неделю свидетельствовала о продолжении, хотя и не таком стремительном, роста экономики. Майские заказы на товары длительного пользования удивили ростом. Данные по заводской активности указывали на продолжение роста, но самыми медленными темпами с лета 2020 года. В то время как сообщения о разрозненных замораживаниях найма и увольнений продолжали усиливаться, еженедельные заявки на пособие по безработице вышли примерно в соответствии с ожиданиями на уровне 231 000. Показатель находится в узком диапазоне уже четыре недели подряд.

### Кому нужен российский рынок без дивидендов?

Настоящим потрясением для российского рынка можно назвать отмену ранее утвержденных советом директоров Газпрома дивидендов за 2021 год. Вследствии снижения индекса Мосбиржи превысило 7% за день. Доля капитализации российского газового гиганта в индексе Мосбиржи в определенный момент достигала 20%, и 30%-ное дневное снижение оказало соответствующее влияние на динамику индекса. Не остались в стороне и другие бумаги внутри индекса. Негативные настроения были в некоторой степени ограничены утверждением дивидендов со стороны акционеров Сургутнефтегаза и Роснефти. Сегодня новый удар уверенности инвесторов нанесли ПИК и Фосагро, также отказавшиеся от выплаты дивидендов. Особенно удивило решение акционеров производителя удобрений, показавшего рекордную прибыль и практически не затронутого санкционными мерами.

Несмотря на кейс Газпрома, на наш взгляд, фактор дивидендной доходности пока рано списывать в качестве фактора инвестиционной привлекательности российского рынка. На сегодняшний день больше 20 компаний, входящих в индекс Мосбиржи, несмотря на неопределенность, все-таки будут делиться прибылью с акционерами. В сложившейся ситуации особенно важно избирательно подходить к формированию дивидендного портфеля. В этом смысле мы бы обратили

внимание на компании, ориентированные на внутренний спрос.

## ОБЛИГАЦИИ

### Медленно, но верно российский долг дорожает

На прошлой неделе цены рублевых облигаций снова немного подросли. Основные движения были в коротких выпусках. Доходности в суверенных долгах соответствующей дюрации снизились до ~8,5%. Более длинные выпуски, наоборот, слегка скорректировались, тут доходности в конце недели доходили до 9%.

Несмотря на лето, наблюдаем неплохую ликвидность. Благоприятные условия способствуют активизации первички – на неделе четыре эмитента объявили планы размещений.

### Нулевая инфляция после двух недель дефляции

После двух недель дефляции российская экономика показала нулевой рост цен. При этом продолжилось уверенное снижение в продовольственных товарах (-0,3%). Продолжается постепенное снижение стоимости бензина – эта динамика наблюдается почти четыре месяца без перерывов. В целом уверенная дефляция продолжается по широкому кругу товаров – электро- и бытовые приборы, медикаменты, строительные материалы и легковые автомобили. Полагаем, тут продолжает работать фактор сильного рубля.

В секторе услуг картину подпортил рост цен на туристические поездки (+0,8%) – ожидаемо с учетом разгара сезона отпусков.

### Инвесторы вновь бегут в UST

Доходности казначейских облигаций США продемонстрировали довольно значительное снижение на фоне слабой динамики фондового рынка – инвесторы снижают риски в портфелях и, похоже, не сильно верят в длительный характер инфляции. Доходность UST 10 вновь оказалась ниже 3%.

На этой неделе ожидается публикация протоколов заседания ФРС (июньское заседание), из которых можно будет судить о причинах принятого решения о повышении ставки и сделать выводы о дальнейших шагах регулятора.

### Корпоративные евробонды российских эмитентов ждет дальнейший рост

Московский кредитный банк выплатил купоны по еврооблигациям через НРД в рублях. Разрешение на такие действия были ранее даны банку ЦБ.

Отмечаем, что пока только банки воспользовались возможностями соответствующего указа президента от 5 марта. Мы ожидаем, что до конца года к оплате в рублях перейдет большинство российских эмитентов еврооблигаций. В этом свете, даже несмотря на относительно низкие доходности, в таких бумагах остается значительный потенциал роста, особенно в длинных выпусках.

## СЫРЬЕ И ВАЛЮТЫ

### Энергоресурсы снова растут в цене

Спотовая цена газа в Европе снова превысила отметку 1700 долл. за тыс. кубометров. Поводом стало сокращение прокачки газа по трубопроводам из России, объясняемое ремонтными работами, а также беспокойство по поводу заполненности европейских хранилищ. Помимо роста цен на природный газ стоит отметить также и сильное удорожание угля, вызванное в том числе расконсервацией угольных электростанций.

Рост цен энергоносителей для Европы привел, в частности, к тому, что торговый баланс Германии впервые с 1991 года стал отрицательным. И это несмотря на рост экспорта.

Есть риск, что счет текущих операций еврозоны уйдет в минус. В этом случае евро лишится основного фактора поддержки, в результате чего курс EUR/USD может опуститься существенно ниже паритета.

### Последствия ценовых ограничений

В последнее время довольно много обсуждений возможных последствий установления Европой ценового ограничения на российскую нефть. Речь идет, как мы понимаем, о договоренности не платить за российскую нефть выше определенной цены, то есть, по сути, это попытка создать монополию (рыночная структура с одним покупателем, диктующим цену). Вопросов к такой конструкции два: как обеспечить отсутствие возможности России продавать нефть в другие страны по рыночной цене (или даже с дисконтом) и как добиться от России согласия продавать нефть по объявленной цене.

В любом случае, дополнительные барьеры с доступом на глобальный рынок для крупнейшего поставщика – это однозначный сигнал, что цены будут расти. Вряд ли мы увидим 380 долл. за баррель, растражируемые СМИ, но общее представление о последствиях такого шага довольно очевидно.

### Новая волна ослабления евро

Курс евро снова приблизился к многолетним минимумам, в пятницу он опускался ниже EUR/USD 1,04. Стоит отметить, что чем ближе курс к паритету, тем сильнее сопротивление рынка. Его не удалось достичь ни в 2015 году, когда пошло сильнейшее расхождение политик ФРС и ЕЦБ, ни в 2017-м, когда евро находился под давлением итогов голосования по выходу Великобритании из ЕС.

Тем не менее тогда не было другого мощного фактора – ухудшения показателей торгового баланса. Наоборот, ослабление евро подстегивало экспорт, что приводило к увеличению спроса на европейскую валюту. Сейчас же на евро давит не только отставание ЕЦБ в ужесточении денежно-кредитной политики от ФРС, но и сильнейший шок платежного баланса, выражающийся в росте стоимости импорта. Причем если не решить вопрос с поставками газа, на это наложится еще и проблема с производством для экспорта.

### Рубль отскочил от USD/RUB 50

Уровень USD/RUB 50 оказался очень сильным для рубля, пробить его он на прошлой неделе так и не смог. К тому же усиливались и словесные интервенции, и ожидания рынка, что правительство и ЦБ РФ будут что-то предпринимать для сдерживания укрепления национальной валюты. Сегодня курс поднялся до USD/RUB 56,5. Ослаблению рубля помогло не только окончание налогового периода, но, возможно, и отказ Газпрома, а затем и Сбербанка от выплаты дивидендов. Это привело к резкому снижению котировок акций, а также создало общий негативный фон для рублевых активов.

Было бы очень желательным, чтобы рубль наконец нашупал равновесие. Но пока со стороны правительства и ЦБ РФ не прозвучали ясные планы по исправлению дисбаланса спроса и предложения валюты. А значит, то, что мы наблюдали в рубле, с высокой вероятностью, всего лишь отскок.

### Золото: пока не реагирует на возможный развод рынков

Цена золота пока визуально никак не реагирует на сообщения о планах по запрету покупок его из России. Это, с одной стороны, логично, так как основные покупатели находятся среди европейских стран, а азиатских. С другой стороны, сокращение поставок золота на биржу может привести к локальному дефициту и росту цены. Например, использование цены на LME в качестве бенчмарка может для покупателей оказаться не слишком хорошей идеей.