

- **ИМОЕХ** +0,5% на фоне паузы ЦБ РФ
- **Мечел**: операционные результаты за 1К2024
- **Повышение НДПИ** на разные категории сырья
- Основные индексы США – в плюсе
- ЦБ РФ сохранил ключевую ставку на уровне 16%
- ЕЦБ снизил базовые ставки
- Боковик в нефти продолжается
- Золото: дефицит идей
- Политические риски ударили по евро
- Рубль держится ниже USD/RUB 90

*Дефицит бюджета накопленным и тогом с начала года, трлн руб.*

*По предварительной оценке Минфина, федеральный бюджет РФ за январь – май 2024 года исполнен с дефицитом 983 млрд руб. (0,5% ВВП). Это значительно ниже прошлогоднего показателя за аналогичный период в 3,03 трлн руб. (1,8% ВВП).*

*Основной причиной сужения дефицита стал рост доходной части бюджета. За пять месяцев доходы составили 14,3 трлн руб. (+45,5% г/г). Выросли как нефтегазовые (+34,1% г/г), так и нефтегазовые доходы (+73,5% г/г). При этом расходная часть выросла на 18,9%, достигнув 15,3 трлн руб.*

*Рост нефтегазовых доходов связан в первую очередь с ростом экономической активности. В частности, поступления оборотных налогов, включая НДС, по итогам января – мая выросли на 19,1%. Что касается нефтегазовых доходов, то их рост преимущественно обусловлен ростом цен на российскую нефть.*

## АКЦИИ

### Российский рынок

#### ИМОЕХ +0,5% на фоне паузы ЦБ РФ

Российский фондовый рынок отреагировал ростом на решение регулятора сохранить ключевую ставку на уровне 16%. В пятницу индекс Мосбиржи прибавил почти 1,2%. Опасения, что ЦБ дополнительно повысит ставку, были одной из причин коррекции рынка в последние недели. Так что когда регулятор решил продлить паузу, это привело к росту рынка акций.

Больше всех выросли акции компаний, которые являются наиболее чувствительными к высоким ставкам: это эмитенты с высокой долговой нагрузкой, банковский сектор (ставка влияет на спрос на кредиты) и IT (ставка сильно влияет на оценку таких компаний, поскольку существенная часть их стоимости формируется будущими доходами).

Тем не менее риторика ЦБ стала даже более «ястребиной» – регулятор допускает повышение ставки на следующем заседании. Так что дальнейшая динамика рынка будет зависеть от того, поднимет ли ЦБ в итоге ставку или все же ограничится жесткими комментариями. В целом до конца года рынок вполне может вырасти еще на 15% (с учетом дивидендов).

#### Мечел: операционные результаты за 1К2024

Мечел опубликовал операционные результаты за первый квартал 2024 года. Добыча угля выросла на 22% г/г, достигнув 2,6 млн тонн. Однако по сравнению с предыдущим кварталом добыча снизилась на 14% из-за роста издержек на добычу и логистику. Продажи угля увеличились на 22% г/г и 16% к/к благодаря росту реализации энергетического и коксующегося угля. Кроме того, совет директоров Мечела рекомендовал не выплачивать дивиденды за 2023 год.

#### Повышение НДПИ на разные категории сырья

Минфин РФ планирует повысить налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) для различных категорий сырья. С 2025 года может быть введена надбавка к НДПИ на золото в размере 10% от превышения мировой цены над уровнем 1900 долл. за унцию. По нашей оценке, это может снизить EBITDA золотодобывающих компаний на 3–5%. Также планируется повысить ставку налога на добычу алмазов и коксующегося и энергетического угля. Соответствующие поправки в Налоговый кодекс были внесены правительством в Госдуму.

### Глобальные рынки

#### Основные индексы США – в плюсе

Данные по рынку труда США в мае продемонстрировали устойчивость рынка труда. Количество рабочих мест в несельскохозяйственном секторе выросло на 272 тыс. против ожиданий в 185 тыс. рабочих мест. Также вырос и средний почасовой заработок: в мае он увеличился на 0,4% м/м против ожиданий в 0,3% м/м. В апреле этот показатель вырос на 0,2%. При этом уровень безработицы вырос на 0,1% и достиг 4,0%. Сильные данные по рынку труда снижают вероятность снижения ставки ФРС в ближайшее время.

Тем не менее рынок как будто бы проигнорировал эти данные. За неделю S&P 500 прибавил 1,3%, а Nasdaq – 2,4%.

## ОБЛИГАЦИИ

### Рублевые облигации

#### ЦБ РФ сохранил ключевую ставку на уровне 16%

Вопреки опасениям рынка, Центральный банк сохранил ставку на уровне 16%, однако дал очень жесткий комментарий. В релизе он указал, что допускает повышение ставки на ближайшем заседании, хотя длительное время избегал давать однозначный сигнал. Кроме того, ЦБ РФ пишет, что период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике может оказаться дольше даже по сравнению с его апрельским прогнозом.

По наблюдениям ЦБ РФ, баланс рисков еще больше сместился в пользу проинфляционных (при этом прогноза по инфляции в этот раз банк не привел). По итогам апреля инфляция с поправкой на сезонность составила 5,8% в пересчете на год после 5,7% в среднем за I квартал. При этом базовая инфляция с поправкой на сезонность в апреле возросла до 8,3% (после 7,1% в среднем за I квартал) – это довольно высокие темпы. Инфляционные ожидания населения и участников финансового рынка также выросли.

Однако при таком высоком уровне ставок разница между ставкой в размере 16% и 17% на самом деле не столь велика – она в любом случае очень высока. При этом сигнал ЦБ РФ даже без фактического повышения ставки может ужесточать денежно-кредитные условия. Это хорошо видно по динамике рыночных ставок в последние месяцы: хотя ЦБ держит паузу с декабря, доходности ОФЗ, ставки денежного рынка и депозитов с тех пор существенно выросли. Вероятно, регулятор решил подождать и понаблюдать, позволит ли ужесточение сигнала постепенно охладить экономику. Кроме того, он делает оговорку о том, что ускорение инфляции в апреле – мае в том числе связано с разовыми факторами (индексация тарифов на услуги связи и повышение цен на отечественные автомобили).

Будет ли ставка повышена на следующем заседании, зависит от данных, которые выйдут в течение ближайших полутора месяцев. Если, например, подтвердится, что инфляция устойчиво ускоряется и/или инфляционные ожидания населения продолжат расти, это станет поводом для повышения ставки. Если общая картина будет более позитивной, ЦБ может ограничиться и нынешним уровнем ставки в размере 16% (но о понижении ставки в ближайшие месяцы говорить рано).

Что касается реакции рынка на решение регулятора, то, с нашей точки зрения, в цены было заложено повышение ставки до 17% уже на этом заседании, поэтому доходности облигаций отреагировали падением на решение ЦБ РФ продлить паузу. Доходность наиболее длинных ОФЗ в моменте снижалась вплоть до 14,2% (с

14,5% до решения ЦБ РФ). Однако вскоре цены растеряли большую часть роста: по-видимому, инвесторы вчитались в релиз регулятора и, увидев жесткий сигнал, пересмотрели позиции.

## Еврооблигации

### ЕЦБ снизил базовые ставки

ЕЦБ ожидаемо снизил базовые ставки на 25 б.п. С 12 июля процентная ставка по основным операциям рефинансирования, а также процентные ставки по линии маржинального кредитования и депозитной линии будут снижены до 4,25%, 4,50% и 3,75% соответственно. Регулятор принял это решение, основываясь на обновленном прогнозе по инфляции и учитывая динамику базовой инфляции. С момента заседания регулятора в сентябре 2023 года инфляция снизилась более чем на 2,5%, а прогноз по инфляции заметно улучшился. Базовая инфляция также снизилась, что усилило признаки того, что ценовое давление ослабло. Снизились и инфляционные ожидания. Трансмиссионный механизм ДКП внес значительный вклад в снижение инфляции. Благодаря жесткой ДКП ужесточились условия кредитования, тем самым снизив совокупный спрос. Тем не менее регулятор отмечает, что, несмотря на прогресс последних кварталов, внутреннее ценовое давление остается высоким из-за роста заработных плат, и инфляция, вероятно, будет превышать целевой показатель до следующего года.

Доходности двух- и десятилетних облигаций стран еврозоны (Германия, Франция, Испания, Греция) отреагировали небольшим снижением (порядка 5–10 б.п.)

## СЫРЬЕ И ВАЛЮТЫ

### Сырьевые активы

#### Боковик в нефти продолжается

Небольшой заход вниз по ценам WTI и Brent и отскок вверх на прошлой неделе по большому счету не выходят за рамки обычной ценовой волатильности. Собственно, последний год цена барреля Brent колеблется в диапазоне 75–95 долл. за баррель, и все последние движения после заседания ОПЕК+ были с большим запасом внутри этого диапазона.

#### Золото: дефицит идей

Цена золота скорректировалась ниже 2300 долл. за унцию, поводом для чего стали сообщения из Китая, точнее – данные о том, что Народный банк приостановил покупки золота. Столь сильная коррекция, на «технической» новости, которая относится к событиям прошлого (данные об объемах покупок), а также на фоне заявлений, что Народный банк Китая не закончил покупки, говорит о том, что недавнее ралли в золоте имеет очень шаткие основания. Получается, что не покупки золота китайским ЦБ толкали цены вверх, а действия участников рынка, отыгрывающих эту идею. Поэтому разворот трейда может оказаться очень болезненным.

Если еще и ФРС не будет торопиться со снижением ставок на фоне хороших данных по экономике США, то для золота может сложиться очень неприятная ситуация.

### Валюты

#### Политические риски ударили по евро

Неделя началась с резкого ослабления евро. Курс по отношению к доллару США снизился до EUR/USD 1,075, хотя на прошлой неделе он поднимался до EUR/USD 1,09. По всей видимости, это обусловлено результатами выборов в Европарламент, в ходе которых партии, находящиеся у власти в Германии и Франции, потерпели серьезное поражение.

Политические изменения – это далеко не всегда плохо для экономики, но это риск изменения в экономической политике, принятия неэффективных решений. С учетом уже накопленных проблем в еврозоне, это создает дополнительные риски.

Впрочем, пока реакция участников валютного рынка выглядит излишне эмоциональной. Несмотря на усиление правых сил в Европарламенте, изменение текущего курса вряд ли произойдет. В том числе по вопросам, связанным с внешней политикой, а значит, и по антироссийским санкциям, которые сейчас являются главным источником проблем в экономике региона.

#### Рубль держится ниже USD/RUB 90

Курс рубля к доллару США продолжает держаться около нижней границы условного диапазона USD/RUB 88–93, сформировавшегося еще осенью прошлого года. Привычные ожидания ослабления рубля пока не сбываются, несмотря на повышенную инфляцию в России, сезон отпусков и окончание налогового периода.

На наш взгляд, основной фактор сейчас – это контроль движения капитала, в том числе выражающийся в обязательной продаже валюты экспортерами. В условиях хронического профицита чистого экспорта и счета текущих операций отток капитала – единственно возможная причина ослабления национальной валюты.

Да и слабый рубль как-то не вяжется с задачей снижения инфляции, и явный сигнал, что таким образом правительство не будет наполнять бюджет – решение о повышении НДФЛ и налога на прибыль.

Обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Альфа-Капитал» – лидер в сфере доверительного управления, строящий долгосрочные отношения с каждым клиентом