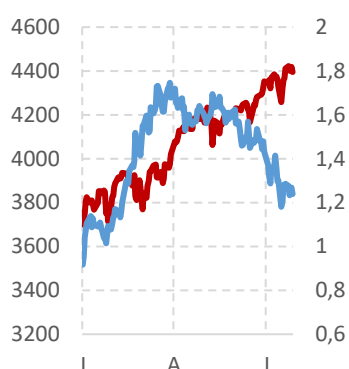


S&amp;P 500 (лев.шк.) и UST-10 (прав.шк.)


**Долговые рынки**

UST, YTM %	Июль '21	% 1M
UST-2	0.19	(6)
UST-5	0.69	(18)
UST-10	1.24	(21)
UST-30	1.89	(17)
Обл. инд.	Июль '21	% 1M
ICE US Treas. 7-10	122.9	1.8%
US Corp. IG	220.5	1.4%
US Corp. HY	2 432	0.4%
Еврозона, %	Июль '21	% 1M
Germany-10	(0.46)	(25)
France-10	(0.11)	(33)
Spain-10	0.27	(14)
Italy-10	0.62	(20)

**Рынки акций**

	Июль '21	% 1M
S&P 500	4 395	2.3%
NASDAQ	14 673	1.2%
VIX	18,2	15.2%
DAX	15 544	0.1%
CAC	6 613	1.6%
SHCOMP	3 397	-5.4%
SENSEX	52 587	0.2%

**Россия**

	Июль '21	% 1M
USDRUB	73.15	0%
Russia-29	2.42	(11)
OFZ-10	6.84	(36)
RTSI\$	1 625.8	-1.7%
MOEX	3 771.6	-1.8%

**Товарные рынки**

	Июль '21	% 1M
Brent, USD	76.3	1.6%
Золото, USD	1 814	2.5%

Июль оказался позитивным месяцем для рынков акций и облигаций. Несмотря на появление очередной волны коронавируса, аналитики продолжили улучшать прогнозы по динамике ВВП, прибылям компаний, а в глазах инвесторов уменьшились риски, связанные с инфляцией, что привело к небольшому снижению доходностей длинных гособлигаций США. Прогнозы роста ВВП США в 2021 г. упали за месяц с 6.7% до 6.5%, что тем не менее является самыми высокими темпами роста за последние 37 лет, однако темп сформирован исключительно низкой базой прошлого года.

Уровень CPI в США в третьем квартале, согласно консенсус-прогнозу, составляет 4.4%, однако публикуемые данные уже показали его рост до 5.4% в июне, и по результатам июля инфляция может еще подрасти. Это существенно выше таргета ФРС США (2%), поэтому с мая в прессе стало активно обсуждаться сворачивание QE и дата первого подъема ставки ФРС. Высокая инфляция связана как с низкой базой в аналогичные месяцы прошлого года, так и с ускорением инфляции из-за существенного роста цен практически на все сырьевые товары и логистику.

Такая ситуация наряду с продолжением QE и высокими объемами банковского обратного репо с ФРС в США пока не привели к росту уровня доходности американских казначейских обязательств. Доходность десятилетних бумаг снизилась до 1.2–1.4%. В результате все ключевые облигационные индексы за месяц показали рост. В фокусе рынка в ближайший месяц останутся данные по уровню инфляции в Соединенных Штатах за июль (ближайшая публикация 11 августа, квартальный прогноз +4.4%), а также комментарии представителей Фрезерва в отношении сроков нормализации денежно-кредитной политики, что предполагает повышение ставки. В случае, если риторика представителей ФРС окажется ястребиной, мы ожидаем роста доходностей длинного долга, и пиковых значений доходности мы пока не видели.

В июле в фокусе участников рынка оставалась ситуация с COVID-19. По состоянию на конец месяца число зарегистрированных случаев коронавируса в мире достигло отметки 199 млн (+15,9 млн за мес.). На начало месяца число ежедневно выявляемых заражений составляло около 391 тыс., а к его концу выросло до 578 тыс., что указывает на формирование новой волны коронавируса. Тем не менее динамика выявленных случаев заболевания разнится по странам. Так, в РФ, Великобритании, Испании, Нидерландах, Иране, Индонезии наблюдался пик заболеваемости коронавирусом в июле. В США, Франции, Италии, Португалии, Турции, Израиле, Японии, Австралии, Мексике в июле начался рост количества новых случаев, однако количество заболевших в этих странах, кроме Японии и Мексики, остается существенно ниже, чем в предыдущую волну.

На фоне вакцинации и запуска новой программы экономического стимулирования рынок сформировал достаточно агрессивные ожидания по темпам восстановления экономики США в 2021 г. Консенсус-прогноз предполагает, что темпы роста ВВП в 2021 г. составят 6.5% против ожидавшихся 6.7% месяцем ранее. Важно отметить, что такие темпы роста являются самыми высокими за последние 37 лет, но только за счет эффекта низкой базы. Бюджетное управление Конгресса США ожидает роста ВВП на 6.7% в 2021 г. и 5.0% в 2022 г.

Благодаря улучшению прогнозов по прибылям компаний и прогнозов роста экономики США в 2021–2022 гг., американские фондовые индексы в июле подросли. Индекс S&P 500 за месяц прибавил 2.3%, а индекс NASDAQ Composite вырос на 1.2%. Волатильность S&P 500 составила 18%, что выше исторических значений при спокойном росте рынка (8–10%). В лидерах роста по итогам месяца были сектор здравоохранения (+18.2% за месяц) и недвижимости (+12.5% за месяц).

На фоне существенного ускорения экономики за счет запуска программ экономического стимулирования, взлета цен на сырьевые ресурсы из-за разрывов поставок и низкой базы аналогичных месяцев 2020 г. рынок сформировал достаточно агрессивные ожидания по темпам роста инфляции в США. Консенсус-прогноз по текущей инфляции в США составляет 5.3%, что существенно выше таргета ФРС в 2.0%. Модели УК ИИ указывают на снижение инфляции с осени, тенденция будет медленной и продлится более года. Текущие котировки TIPS закладывают инфляцию на уровне 3.6% (ближайший год), 2.7% (следующий год), 2.6% (средняя на 5-лет), 2.44% (средняя на 10+ лет).

Тем не менее рынок правильно оценивает причины таких высоких значений инфляции как временные, и поэтому динамика доходности казначейских обязательств США в июле оказалась нисходящей. Снижению доходностей также способствует наличие избыточной ликвидности в системе: объем обратного репо с ФРС превысил USD 1 трлн в июле. Доходность десятилетних обязательств США за июль снизилась до 1.24%. Это не соответствует ожиданиям рынка, который закладывает на конец года значение 1.8%.

На фоне снижения доходности казначейских обязательств США большинство облигационных индексов в июле показали положительную динамику. Индекс ICE US Treasury 7-10 Year Bond Index за месяц вырос на 1.8%, уменьшив отрицательный результат с начала года до минус 1.5%. В свою очередь, индекс корпоративных облигаций инвестиционного уровня США за месяц поднялся на 1.4% от своей стоимости. Положительная динамика также была зафиксирована по индексам Bloomberg Barclays EM USD TR Index (+0.2%) и Bloomberg Barclays Global High Yield TR Index (+0.1%).

ФРС на заседании в июле ожидаемо сохранила процентные ставки без изменений. Одновременно с этим Федрезерв решил открыть дополнительные кредитные линии для первичных дилеров в USD 500 млрд и по USD 60 млрд для международных институтов. При этом размеры избыточной ликвидности в системе остаются на максимальных уровнях, превысив USD 1 трлн.

Макроэкономическая статистика США была позитивной. Данные по рынку труда показывают рост числа рабочих мест – на 330 тыс. за месяц. Уровень безработицы снизился с 6.1% до 5.9%. ФРС ожидает ее снижения до 5.5% к концу года и до 4.1% к концу 2022 г. (полная занятость). Этот прогноз почти совпадает с ожиданиями УК ИИ, разница в том, что мы ожидаем безработицу выше 4.5% к концу 2022 г. В то же время личные доходы населения за месяц сократились на 0.5% в реальном выражении.

Динамика промышленного производства оказалась положительной (загрузка мощностей составила 75.4%, прибавив 0.2% за месяц).

ЕЦБ на июльском заседании сохранил процентные ставки без изменений. При этом инфляция в Германии/ЕС составила 3.8%/2.2%, что уже выше таргета в 2% (но ниже, если учесть эффект низкой базы, добавляющий в пределах 1%). В то же время европейский регулятор сообщил, что продолжит покупки облигаций на открытом рынке в рамках программы REPP до суммы EUR 1 850 млрд до марта 2022 г. По заявлению Кристин Лагард, в ЕЭС остается еще 3.3 млн безработных из-за пандемии, поэтому преждевременно сворачивать стимулирование.

EM-рынки акций в июле снизились. Индекс MSCI EM (MXEF) в июле снизился на 7%, уменьшив результат с начала года до -1%. Это стало следствием распродаж в Китае после введения ограничений на деятельность образовательных сервисов. Власти обязали преобразовать компании в непубличные, а также, по сообщению агентства Bloomberg, они готовят ограничения для иностранных инвестиций в другие образовательные компании. Тем не менее мы ожидаем сохранения позитивной

динамики на других рынках EM на фоне более низких оценок по ключевым мультипликаторам.

**Котировки нефти в июле выросли на 1.6%.** Ближайшие фьючерсы на нефть марки Brent за месяц поднялись до USD 76.3/барр. благодаря усилиям ОПЕК по сдерживанию роста предложения на фоне восстановления спроса. С начала года Brent показывает рост на 47.3%. ОПЕК+ приняла решение о постепенном увеличении своей добычи на 0.4 млн барр./сутки каждый месяц и увеличит добычу в общей сложности на 5.8 млн барр. к сентябрю 2022 г. Картель заместит также снизившуюся добычу в США: она остается в районе 11.2–11.4 млн барр./сутки вместо 13.1 млн барр./сутки, которые были до пандемии, а объем спроса на нефть в 4 кв. 2021 г. планируется уже на допандемийном уровне. В 2016–2018 гг. потребовалось 2.5 года, чтобы объемы добычи в Соединенных Штатах вернулись к прошлым максимумам, сейчас темпы роста добычи в США еще медленнее, поэтому рост до 13 млн барр. откладывается по крайней мере до 2023 г.

**Котировки золота выросли в июле на 2.5%.** С начала года котировки золота опустились на 4.4%. Благодаря снижению доходностей длинных государственных облигаций в США и других развитых странах инвестиционный спрос на золото возрос и позволил отыграть часть падения с начала года.

**Позитивные ожидания по результатам американских компаний позволяют рассчитывать на продолжение роста рынка в 2021 г.** Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что EPS американских компаний, входящих в индекс S&P 500, покажет рост до USD 204 на горизонте 12 месяцев. Текущие ожидания по индексу S&P 500 на горизонте 12 месяцев составляют 4 915, что предполагает рост на 11.8% с уровнем конца июля 2021 г. При этом коэффициент P/E по нормализованным значениям поднялся уже выше 30, что говорит о серьезной переоценке акций и создает риски сильной коррекции до нормального уровня P/E в 20.

## **Календарь событий на мировых рынках в августе**

6 августа – данные по уровню безработицы и новым рабочим местам за июль

11 августа – статистика по потребительской инфляции и базовой инфляции в США за июль

12 августа – данные по инфляции цен производителей в США за июль

17 августа – индекс загрузки мощностей (Capacity Utilization) и розничные продажи за июль

18, 23, 24 августа – строительство и продажи домов в США за июль

25 августа – заказы на товары длительного пользования за июль

27 августа – личные доходы и расходы за июль

## **Россия**

Июль оказался позитивным месяцем для российского облигационного рынка. Несмотря на повышение ЦБ РФ ключевой процентной ставки сразу на 1% до 6.5% и рост инфляции до 6.5%, доходности 10-летних ОФЗ снизились до 6.84%. В свою очередь, индекс рублевых корпоративных облигаций RUCBITR за месяц вырос на 0.3%. Из-за разнонаправленной динамики инфляции, облигационного рынка и нефти рубль остался на прежнем уровне по итогам месяца. В то же время российский

**рынок акций в июле снизился на фоне распродаж на рынках стран EM. Так, индекс RTS за месяц потерял 1.7%, а индекс Московской биржи зафиксировал падение на 1.8%. В фокусе участников рынка в августе будут данные по инфляции за июль, которые могут показать пик CPI в 2021 г.**

**ЦБ РФ на заседании в июле принял решение о повышении ключевой ставки сразу на 100 б.п. до 6.50%.** Решение российского регулятора совпало с ожиданиями рынка по повышению ставки на 1 п.п. В пресс-релизе Банк России сообщил, что причиной изменения траектории развития процентной ставки является усиление проинфляционных факторов в экономике, причем инфляция за июнь превысила ожидания ЦБР, поэтому он поднял прогноз на конец года на 1% до 5.7–6.2%. Регулятор изменил свою риторику и сообщил, что в дальнейшем будет принимать решения по ставке в зависимости от новых фактов и изменения ожиданий. Банк России обозначил коридор для среднего значения ставки до конца года, равный 6.5–7.1%. Это предполагает, что до конца 2021 г. ставка может остаться на достигнутом уровне или немного вырасти. Возврат инфляции к таргету ЦБ РФ (4%) ожидается не ранее конца 2022 г. На пресс-конференции Эльвира Набиуллина сообщила, что после стабилизации инфляции у целевых уровней ключевая ставка вернется в нейтральный диапазон (5–6%). Это успокоило рынки, и доходность долгосрочных ОФЗ снизилась, несмотря на повышение ключевой ставки.

**Данные по инфляции в России за июнь показали быстрый рост потребительских цен.** По данным Росстата, CPI за июнь составил 6.5% против консенсус-прогноза, равного 6.4%. Такой уровень инфляции находится существенно выше долгосрочного таргета ЦБ РФ в 4.0%. Мы ожидаем, что пик инфляции в 2021 г. будет пройден летом. Данные по инфляции за июль будут опубликованы 5 августа. Консенсус-прогноз предполагает, что CPI составит 6.6% (на 3 кв. – 6.8%). Июль, август и сентябрь традиционно являются месяцами снижения помесечной инфляции вследствие активной реализации урожая текущего года, что способствует замедлению продовольственной инфляции. Однако инфляция год к году может оставаться высокой.

**В июле санкционная риторика США в отношении России ослабла.** Санкции, введенные против ОФЗ, запрещают покупать госбумаги с начала июня, что приводит к некоторому сокращению доли нерезидентов в ОФЗ, однако это не скажется на рынке в целом ввиду малого объема госдолга, его дюрации и отсутствия потребности Минфина в заимствованиях. В то же время по мере приближения сентябрьских выборов в России можно ожидать ужесточения санкционной риторики США.

**Несмотря на повышение ключевой ставки ЦБ РФ, индексы рублевых облигаций в июле показали позитивную динамику.** Индекс однолетних ОФЗ за месяц поднялся на 0.3%, так как рост ключевой ставки не превысил ожиданий, а риторика стала более мягкой. Индекс рублевых корпоративных облигаций прибавил 0.3%. Принимая во внимание, что пик инфляции в России в 2021 г. должен быть пройден летом, мы считаем, что текущие уровни дают привлекательную возможность для увеличения инвестиционных позиций в рублевых облигациях. Так, бескупонная доходность десятилетних ОФЗ на конец июля составила 6.84%, что существенно выше долгосрочного значения инфляции в России, равного 4.0%.

**Минфин на фоне снижения доходностей облигаций вернулся на рынок.** Объем размещения ОФЗ на аукционах в июле составил RUB 154.9 млрд при спросе в RUB 271 млрд. Мы отмечаем отсутствие у Минфина существенной потребности в размещении облигаций. Объем размещений сейчас соответствует размеру погашений облигаций и объему выкупа золотовалютных резервов в ФНБ.

**Котировки USD/RUB в июле оказались разнонаправленными.** Национальная валюта завершила месяц без изменений на уровне 73.15, укрепившись на 1.3 руб. с начала года. Стабильности курса при негативном развитии ситуации с инфляцией способствовала сохранению котировок нефти марки Brent в районе USD 70/барр. и

высоких цен на другие товары российского экспорта. Тем не менее консенсус-прогноз Bloomberg по USD/RUB на конец 2021 г. немного ослаб (72,1 руб. за доллар США). Мы ожидаем продолжения укрепления рубля до 67 руб. только в 2022 г.

**Индексы российских долларовых еврооблигаций в июле показали положительную динамику на фоне снижения доходностей по всей кривой казначейских обязательств США.** Индекс суверенных бондов России за месяц вырос на 1.3%, уменьшив отрицательный результат с начала года до -1.5%. В свою очередь, индекс Bloomberg Barclays EM Tradable Russian Bond за месяц вырос на 0.2%. Мы сохраняем негативный взгляд на сегмент долларовых еврооблигаций российских заемщиков на фоне ожиданий продолжения роста YTM по казначейским обязательствам США.

**Несмотря на позитивную динамику на облигационном рынке, российские индексы акций в июле показали отрицательный результат вместе с другими рынками акций.** Индекс РТС за месяц потерял 1.7%, рублевый индекс Московской биржи в июле опустился на 1.8%. Многие акции снизились в течение июля после дивидендных отсечек. В лидерах роста по итогам месяца оказались акции металлургического сектора, пострадавшего от введения экспортных пошлин на стальную продукцию: ММК, НЛМК, Распадская, Северсталь и ТМК. Акции ТМК выросли на 47.6% на фоне объявления о рекордных дивидендах. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский фондовый рынок в 2021 г. благодаря высоким ценам на нефть, низким оценкам по мультипликаторам и высоким показателям дивидендной доходности, которая по индексу РТС в 2021 г. должна превысить 7%.

## Календарь событий в России на август

5 августа – данные по инфляции в России за июль

18 августа – статистика по инфляции цен производителей за июль

31 августа – данные по безработице и розничным продажам в РФ за июль

### Важная информация

АО УК "Ингосстрах-Инвестиции"

Информация, подлежащая раскрытию в соответствии с федеральным законом, раскрывается на сайте в сети Интернет по адресу [www.ingosinvest.ru](http://www.ingosinvest.ru).

До заключения соответствующего договора заинтересованные лица могут ознакомиться с условиями управления активами, получить сведения о лице, осуществляющем управление активами, и иную информацию, которая должна быть предоставлена в соответствии с федеральным законом и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации по адресу: 115035, г. Москва, ул. Пятницкая, д.12, стр.2 или по телефону +7 (495) 720-48-98.

Результаты деятельности управляющей компании по управлению ценными бумагами в прошлом не определяют доходы учредителя управления в будущем.

Настоящее заключение подготовлено специалистами компании АО УК «Ингосстрах-Инвестиции».

Информация и мнения, представленные в настоящем отчете, получены из публичных источников, которые рассматриваются как надежные. Однако мы не предоставляем гарантий в отношении достоверности или точности представленной информации. Прогнозы и мнения, представленные в настоящем материале, являются актуальными на дату направления отчета и могут быть изменены без уведомления.