



Июнь оказался позитивным месяцем для рынков акций и облигаций. Несмотря на формирование очередной волны коронавируса, аналитики продолжили улучшать прогнозы по динамике ВВП и прибылям компаний, кроме того, в глазах инвесторов уменьшились риски, связанные с инфляцией, что привело к небольшому снижению доходностей длинных гособлигаций США. Индекс Nasdaq вновь стал фаворитом рынка. Прогнозы роста ВВП США в 2021 г. повысились за месяц с 6.6% до 6.7%, это самые высокие темпы роста за последние 37 лет, однако обусловлены они исключительно низкой базой прошлого года.

Уровень CPI в США во втором квартале, согласно консенсус-прогнозу, составлял 2.9%, однако публикуемые данные уже показали его рост до 5% в мае, и по результатам июня инфляция может еще подрасти. Это существенно выше таргета ФРС США (2%), поэтому с мая в прессе стали активно обсуждаться сворачивание QE и дата первого подъема ставки Федрезервом. 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 1.45–1.5%. В результате все ключевые облигационные индексы за месяц показали рост. В фокусе рынка в ближайший месяц останутся данные по уровню инфляции в США за июнь (ближайшая публикация 13 июля, квартальный прогноз равен +3.8%), а также комментарии представителей ФРС 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 2021 г. мы ожидаем медленного роста доходностей длинных долговых обязательств на фоне усиления риторики представителей ФРС о сворачивании QE.

В июне в фокусе участников рынка оставалась ситуация с COVID-19. По состоянию на конец месяца число зарегистрированных случаев коронавируса достигло отметки 183,1 млн (+12,1 млн за мес.). На начало месяца число ежедневно выявляемых случаев коронавируса составляло около 478 тыс., а к концу – 391 тыс., что указывает на завершение очередной (весенней) волны COVID-19 в мире. Тем не менее динамика новых случаев заболевания рознится по странам. Так, в РФ, Великобритании и ЮАР сформировались новые волны коронавируса, это связывают с наступлением лета: активизировались встречи людей после снятия ограничений. В России это также обусловлено жаркой погодой, вызвавшей скопления людей у водоемов, где не соблюдаются масочный режим и социальная дистанция. Остаются высокими показатели заболеваемости в Бразилии, Аргентине, Чили и на Филиппинах. Вызывает беспокойство вскрывшийся факт о вакцинах: многие вакцинированные заражаются COVID-19, то есть вакцина не защитила их от болезни (но, видимо, облегчила ее течение).

Несмотря на ухудшение ситуации с коронавирусом в мире в июне, рынки сохраняют оптимизм в отношении дальнейшего развития ситуации с эпидемией, и оптимизм этот связан прежде всего с вакцинацией. Инвесторы рассчитывают, что прогресс с вакцинацией позволит странам снять оставшиеся ограничения к концу 2021 г.

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 6.7% против ожидавшихся месяцем ранее 6.6%. Важно отметить, что такие

Долговые рынки

UST, YTM %	Июнь '21	% 1М
UST-2	0,25	11
UST-5	0,87	8
UST-10	1,44	(14)
UST-30	2,07	(19)
Обл. инд.	Июнь '21	% 1М
ICE US Treas. 7-10	120,7	1,1%
US Corp. IG	217,5	1,6%
US Corp. HY	2 423	1,4%
Еврозона, %	Июнь '21	% 1М
Germany-10	(0,21)	(2)
France-10	0,12	(5)
Spain-10	0,41	(5)
Italy-10	0,82	(9)

Рынки акций

	Июнь '21	% 1М
S&P 500	4 297	2,2%
NASDAQ	14 504	5,5%
VIX	15,83	-5,5%
DAX	15 563	0,9%
CAC	6 508	0,9%
SHCOMP	3 591	-0,7%
SENSEX	52 483	1,1%

Россия

	Июнь '21	% 1М
USDRUB	73,14	-0,4%
Russia-29	2,53	-7
OFZ-10	7,20	2
RTSI\$	1 653,8	3,5%
MOEX	3 841,9	3,2%

Товарные рынки

	Июнь '21	% 1М
Brent, USD	74,7	7,5%
Золото, USD	1 769	-7,2%

темпы роста являются самыми высокими за последние 37 лет, но только за счет эффекта низкой базы.

Несмотря на это, Бюджетное управление Конгресса США пока ожидает роста ВВП на 3.6% в 2021 г. и 2.2% в 2022 г. Дефлятор ВВП составляет примерно 2%/год в 2021–2022 гг., несмотря на высокую фактическую инфляцию. ФРС ожидает роста экономики на 5% в 2021 г. и 3.5% в 2022 г.

Благодаря улучшению прогнозов по прибылям компаний и росту экономики США в 2021–2022 гг., американские фондовые индексы в июне подросли. Индекс S&P 500 за месяц прибавил 2.2%, а NASDAQ Composite – 5.5%. Волатильность снизилась до 15–16%, что, однако, выше исторических значений при спокойном росте рынка (8–10%). В лидерах роста по итогам месяца были сырьевые циклические сектора Steel (+80.3% с начала года) и Oil & Gas (+58.8% с начала года).

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 4.9%, что существенно выше таргета ФРС в 2.0%. Кроме того, ряд экономистов указывают на риски выхода инфляции из-под контроля, предполагая, что Федрезерв будет вынужден повысить процентные ставки уже в 2022 г. Модели УК «Ингосстрах-Инвестиции» указывают на снижение инфляции с осени, тенденция будет медленной и продлится более года. Текущие котировки TIPS закладывают инфляцию на уровне 3.4% (ближайший год), 2.2% (следующий год), 2.5% (средняя на пять лет), 2.3% (средняя на 10+ лет).

Тем не менее рынок правильно считает причины таких высоких значений инфляции временными, и поэтому динамика доходности казначейских обязательств США в июне оказалась нисходящей. Доходность десятилетних обязательств США за июнь снизилась до 1.45%. Это не соответствует прогнозам рынка по изменению ставки ФРС, поэтому вскоре значение должно подняться до 1.9%, чтобы совпасть с существующими ожиданиями.

На фоне снижения доходности казначейских обязательств США большинство облигационных индексов в июне показали положительную динамику. Индекс ICE US Treasury 7-10 Year Bond Index за месяц вырос на 1.1%, уменьшив отрицательный результат с начала года до минус 3.3%. В свою очередь, индекс корпоративных облигаций инвестиционного уровня США за месяц поднялся на 1.6%. Положительная динамика также была зафиксирована в индексах Bloomberg Barclays EM USD TR Index (+0.7%) и Bloomberg Barclays Global High Yield TR Index (+0.2%).

ФРС США на заседании в июне ожидаемо сохранила процентные ставки без изменений. Была опубликована таблица с ожиданиями членов Комитета по открытым рынкам (FOMC), откуда можно сделать вывод о готовящемся сворачивании QE перед первым повышением ставки в 2023 г. Ожидания членов FOMC предполагают, что в 2022 г. ставку все еще не поднимут (по рыночным оценкам, ее повысят к концу 2022 г.), а долгосрочные ожидания по ставке ФРС составляют 2.5%. Федрезерв также принял решение по ставке в 0.1% по обратному репо. Это позволяет оценить размеры избыточной ликвидности в системе, подпитывающие финансовые рынки: USD 991 млрд банки перевели в обратное репо в последний день месяца. Предыдущий рекорд был равен USD 475 млрд в последний день 2015 г., год спустя начался тренд на повышение процентной ставки.

Макроэкономическая статистика США была позитивной. Данные по рынку труда показывают уверенный рост числа рабочих мест – на 659 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 "Ингосстрах-Инвестиции", разница в том, что к концу 2022 г. безработица вряд ли опустится ниже 4.5%.

Личные доходы населения за месяц не изменились. Как предполагает ФРС, они вырастут в 2021 г. на 1.6%, хотя с начала года они уже прибавили 8.3%, что означает ожидания их снижения во второй половине года.

Динамика промышленного производства оказалась положительной (75.2% по Capacity utilization, то есть +0.6% за месяц).

ЕЦБ на апрельском заседании сохранил процентные ставки без изменений. При этом инфляция в Германии/ЕС составила 2.3%, 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.

Несмотря на негативную динамику на долговых ранках развивающихся стран, EM-рынки акций в июне показали уверенный рост. Индекс MSCI EM (MXEF) в июне вырос на 1.1%, увеличив позитивный результат с начала года до +7.5%. Мы ожидаем сохранения позитивной динамики на рынках EM-стран на фоне более низких оценок по ключевым мультипликаторам.

Котировки нефти в июне поднялись на 7.5%. Ближайшие фьючерсы на нефть марки Brent за месяц выросли до USD 74.7/барр. благодаря усилиям ОПЕК по сдерживанию роста предложения на фоне восстановления спроса. С начала года Brent прибавляет 44.5%. Основным риском для рынка остается возвращение Ирана на мировой рынок нефти, что приведет к росту предложения на 2 млн барр./сутки (с 4 до 6 млн барр./сутки). Переговоры с Ираном по ядерной сделке до сих пор продолжаются, и их итог не известен. ОПЕК также обсуждает рост своей добычи на 0,4–2,0 млн барр./сутки. Поскольку добыча в США остается на уровне 11,1 млн 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, то ОПЕК и Россия должны увеличить добычу выше допандемийной отметки, если Иран не заместит выпадающий объем США. В 2016–2018 гг. потребовалось 2.5 года, чтобы объемы добычи в Соединенных Штатах вернулись к прошлым максимумам, сейчас темпы роста добычи в стране еще медленнее, поэтому рост до 13 млн барр./сутки откладывается по крайней мере до 2023 г.

Котировки золота в июне упали на 7.2% после роста в мае. С начала года котировки золота снизились на 7%. Несмотря на стагнацию доходностей длинных государственных облигаций в США на невысоких уровнях, спрос на золото ослаб. Это может быть связано с окончанием перетока средств из биткоина. Одновременно снизились цены на серебро, платину и в какой-то момент даже на палладий. Подешевела медь, что может быть признаком окончания роста цен на сырье или просто коррекцией. Цены на другие промышленные металлы остались высокими.

15 апреля стартовал сезон отчетности американских компаний, который подтверждает наш позитивный взгляд на их показатели и сдержанные ожидания по фондовому рынку в 2021 г. Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что EPS американских компаний индекса S&P 500 покажет рост до USD 190 с USD 95 в 2020 г., что маловероятно, так как нормализованное значение EPS составит ~ USD 140. Текущие ожидания по индексу S&P 500 на горизонте 12 месяцев составляют 4 727, что предполагает рост на 10% с уровней конца июня 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. Существующие ожидания по бурному росту EPS до USD 192–210 в 2021–2023 гг. вряд ли могут оправдаться, так как прибыль компаний из индекса S&P 500 с момента его создания не поднималась выше 5.4% ВВП, а такие ожидания предполагают

внезапный рост прибыли компаний из S&P 500 до 7% ВВП (прибыли во всей американской экономике составляют 9–11% ВВП, и S&P в норме забирает половину из них).

Календарь событий на мировых рынках в июле

13 июля – данные по потребительской инфляции и базовой инфляции в США за июнь

14 июля – данные по инфляции цен производителей в США за июнь

15 июля – индекс загрузки мощностей за июнь (Capacity Utilization)

16 июля – данные по розничным продажам в США за июнь

22, 26 июля – продажи домов в США за июнь

27 июля – заказы на товары длительного пользования за июнь

28 июля – заседание FOMC ФРС

29 июля – данные по ВВП за 2 кв. 2021 г.

30 июля – личные доходы и расходы за июнь

Россия

Июнь оказался негативным месяцем для российского облигационного рынка. Повышение ЦБ РФ ключевой процентной ставки на 0.5% и дальнейший рост инфляции при снижении доходности американских облигаций стали причиной стагнации индекса 10-летних ОФЗ на одном уровне в июне. В свою очередь, индекс рублевых корпоративных облигаций RUCBITR за месяц упал на 0.8%. Благодаря высоким ценам на сырье рубль укреплялся в течение месяца, но к его завершению растерял свой рост и подорожал за месяц всего на 0.4%. В то же время российский рынок акций в июне показал уверенный рост на фоне высоких нефтяных цен. Так, индекс РТС за месяц прибавил 3.5%, а индекс Московской биржи – 3.2%. В фокусе участников рынка в июле будут данные по инфляции за июнь, а также заседание ЦБ РФ.

Банк России на заседании в июне принял решение повысить ключевую ставку на 50 б.п. до 5.50%. Решение российского регулятора совпало с ожиданиями рынка по повышению ставки на 0.5 п.п. В пресс-релизе ЦБР сообщил, что причиной изменения траектории развития процентной ставки является усиление проинфляционных факторов в экономике и регулятор будет и в дальнейшем повышать ключевую ставку. Центробанк указал, что российская экономика вернулась к допандемийным уровням уже в этом квартале. В отношении инфляции ЦБ РФ информировал ранее, что динамика роста потребительских цен в России ожидается на уровне 4,7–5,2% по итогам года. Возврат инфляции к таргету ЦБ РФ (4%) ожидается не ранее второй половины 2022 г., что хуже оценок рынка (рынок ожидает инфляцию 3.8% в среднем за 2022 г.). Ожидания Банка России по сохранению инфляции выше целевого уровня в 4% в течение 2021 г. в условиях восстановления экономики фактически означают, что на горизонте 12 месяцев ключевая ставка останется в диапазоне 5–6%, что соответствует нейтральной денежно-кредитной политике. По нашим оценкам, текущая форма кривой ОФЗ на ближнем конце уже закладывает повышение ставки до 6.00–6.25%, что соответствует нашим ожиданиям. Также регулятор обращает внимание на то, что инфляция имеет не только временный, но и более устойчивый характер, что предполагает повышенный уровень инфляции за пределами 2021 г. Однако это не подтверждается инфляционной моделью.

Данные по инфляции в России за май показали высокий рост потребительских цен. Согласно данным Росстата, CPI за май составил 6.0% против консенсус-прогноза, равного 5.8%. Такой уровень инфляции находится существенно выше долгосрочного таргета ЦБ РФ в 4.0%. Мы ожидаем, что пик инфляции в 2021 г. будет пройден летом. Статистика по инфляции за следующий месяц (июнь) будет опубликована 7 июля. Консенсус-прогноз предполагает, что CPI составит 6.4%.

В июне санкционная риторика США по отношению к России ослабла. Как и следовало ожидать, встреча президента США Джо Байдена с Владимиром Путиным не принесла значимых результатов. 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 из-за малого объема госдолга, его дюрация и отсутствия потребности Минфина в заимствованиях (последние аукционы министерство признало несостоявшимися). В то же время по мере приближения сентябрьских выборов в России можно ожидать ужесточения санкционной риторики США.

На фоне роста инфляции и повышения ключевой ставки ЦБ РФ индексы рублевых облигаций в июне показали разнонаправленную динамику. Индекс однолетних ОФЗ за месяц поднялся на 0.1%, поскольку рост ключевой ставки не превысил ожиданий. Индекс рублевых корпоративных облигаций снизился на 0.2%. 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 июня составила 7.2%, что существенно выше долгосрочного уровня инфляции в России в 4.0%.

Минфин на фоне роста бюджетных доходов благодаря высоким ценам на нефть начал сокращать привлечения. Объем размещения ОФЗ на аукционах в июне составил RUB 185,5 млрд при спросе RUB 386,5 млрд. Последний аукцион ведомство отменило (признало несостоявшимся). Мы отмечаем отсутствие у Минфина существенной потребности в размещении облигаций. Объем привлечений сейчас соответствует объему погашений облигаций и объему выкупа золотовалютных резервов в ФНБ.

Котировки USD/RUB в июне отразили укрепление рубля. Национальная валюта завершила месяц на уровне 73.14 против 73.43 месяцем ранее и 74.42 на конец прошлого года благодаря сохранению котировок нефти марки Brent выше USD 70/барр. и высоких цен на другие товары российского экспорта. В течение месяца курс доходил до RUB/USD 71.55, однако пока не смог там закрепиться. Тем не менее консенсус-прогноз Bloomberg по курсу рубля к доллару на конец 2021 г. фактически не изменился (RUB 71,0). Мы ожидаем продолжения укрепления рубля до RUB/USD 67 к осени.

Индексы российских долларовых еврооблигаций в июне показали отрицательную динамику на фоне роста доходностей по всей кривой казначейских обязательств США. Индекс суверенных бондов России за месяц вырос на 0.8%, уменьшив отрицательный результат с начала года до -2.8%. В свою очередь, индекс Bloomberg Barclays EM Tradable Russian Bond за месяц прибавил 0.7%. Мы сохраняем негативный взгляд на сегмент долларовых еврооблигаций российских заемщиков на фоне ожиданий продолжения роста YTM казначейских обязательств США.

Несмотря на слабую динамику на облигационном рынке, российские индексы акций в июне показали положительный результат. Индекс РТС за месяц прибавил 3.5%, рублевый индекс Московской биржи в июне вырос на 3.2%. В лидерах роста по итогам месяца оказались Лензолото, Транснефть и Русская Аквакультура. Лучшую динамику за июнь показали акции Лензолота, которые прибавили почти 50% на фоне неадекватной оценки рынком ликвидационного дивиденда. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский фондовый рынок в 2021 г. на фоне высоких цен на нефть, низких оценок по мультипликаторам и высоких показателей дивидендной доходности, которая по индексу РТС в текущем году должна превысить 7%.

Календарь событий в России на июль

7 июля – данные по инфляции в России за июнь

16 июля – данные по инфляции цен производителей за июнь

23 июля – заседание ЦБ РФ и решение по ключевой ставке

30 июля – данные по безработице в России за июнь

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.

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.