



Июнь оказался позитивным месяцем для рынков акций и облигаций. Несмотря на появление очередной волны заболеваемости коронавирусом, аналитики продолжили улучшать прогнозы по динамике ВВП, прибылям компаний, а также в глазах инвесторов уменьшились риски, связанные с инфляцией, что привело к небольшому снижению доходностей длинных гособлигаций США. Индекс Nasdaq, опять стал фаворитом рынка. Прогнозы роста ВВП США в 2021 году выросли за месяц с 6.6% до 6.7%, что является самыми высокими темпами роста за последние 37 лет, однако темп сформирован исключительно низкой базой прошлого года.

Уровень CPI в США во втором квартале по 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 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.

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% |

Данная ситуация наряду с продолжением QE и высокими объемами банковского обратного РЕПО с ФРС в США пока не привели к росту уровня доходности казначейских обязательств США. Доходность десятилетних бумаг снизилась до уровне 1.45-1.5%. Как результат, 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 +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 мы ожидаем медленный рост 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 кейсов по коронавирусу достигло отметки 183,1 млн (+12,1 млн за мес.). На начало месяца число ежедневно выявляемых кейсов по коронавирусу составляло около 478 тыс., а к концу 391 тыс., что указывает на завершение очередной (весенней) волны коронавируса в мире. Тем не менее динамика выявленных случаев коронавируса разнится по странам. Так, в РФ, Великобритании и ЮАР начались новые волны коронавируса, это связывают с наступлением лета: активизировались встречи людей после снятия ограничений. В России это также связано с жаркой погодой, которая привела людей толпами к водоемам, где не соблюдается масочный режим и социальная дистанция. Остаются высокими показатели заболеваемости в Бразилии, Аргентине, Чили и на Филиппинах. Вызывает беспокойство вскрывшийся факт о вакцинах от ковид: многие вакцинированные болеют ковидом, 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, который связан прежде всего с вакцинацией. Рынки рассчитывают, что прогресс по вакцинации позволит странам снять оставшиеся ограничения к концу 2021 года.

На фоне вакцинации и запуска новой программы экономического стимулирования рынок сформировал достаточно агрессивные ожидания по темпам восстановления экономики США в 2021 году. Так консенсус-прогноз предполагает, что темпы роста ВВП в 2021 году составят 6.7% против ожиданий 6.6% месяцем ранее. Важно отметить, что данные 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 2021-22 годах, 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 прогнозов роста экономики США в 2021-22 годам, американские фондовые индексы в июне подросли. Так индекс S&P 500 за месяц прибавил 2.2%, а индекс NASDAQ Composite вырос на 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% YTD) и Oil & Gas (+58.8% YTD).

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. Так 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 ФРС США будет вынужден повысить процентные ставки уже в 2022 году. Модели УК ИИ 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 5-лет), 2.3% (средняя на 10+ лет).

Тем не менее рынок правильно оценивает причины таких высоких значений инфляции как временные, и поэтому динамика казначейских обязательств США в июне оказалась нисходящей. Так доходность десятилетних обязательств США за июнь снизилась до 1.45%. Это не соответствует ожиданиям 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. Так 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 грейда США за месяц поднялся на 1.6% от своей стоимости. Положительная динамика также была зафиксирована по индексам 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%. ФРС также приняла решение по ставке в 0.1% по обратному РЕПО. Это позволяет оценить размеры избыточной ликвидности в системе, подпитывающие финансовые рынки: 991 млрд долл. сдали банки в обратное РЕПО в последний день месяца. Предыдущий рекорд был 475 млрд долл. в последний день 2015г., год спустя начался тренд на повышение процентной ставки.

Макроэкономическая статистика по 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 ИИ, разница в том, что к концу 2022 года безработица вряд ли снизится ниже 4.5%. А личные доходы населения за месяц не изменились. По ожиданиям 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 +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 тоже время европейский регулятор сообщил, что продолжит покупки облигаций на открытом рынке в рамках программы REPP до суммы 1 850 млрд евро до марта 2022 г.

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

Котировки нефти в июне выросли на 7.5%. Так ближайшие фьючерсы на нефть марки Brent за месяц выросли до 74.7\$/brl., благодаря усилиям ОПЕК по сдерживанию роста предложения на фоне восстановления спроса. С начала года Brent показывает рост на 44.5%. Основным риском для рынка остается возвращение Ирана на мировой рынок нефти, что приведет к росту предложения на 2 млн брл. в сутки (с 4 до 6 млн брл. в 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 брл. Поскольку добыча в США остается на уровне 11,1 млн брл. вместо 13,1 млн брл, 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 допандемийного уровня, если Иран не заместит выпадающий объем США. В 2016-2018 гг. потребовалось 2.5 года, чтобы объемы добычи в США вернулись к прошлым максимумам, сейчас темпы роста добычи в США еще медленнее, поэтому рост до 13 млн брл. откладывается по крайней мере до 2023 года.

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 биткойна. 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 высоко.

С 15 апреля стартовал сезон отчетности американских компаний, который подтверждает наш позитивный взгляд на показатели американских компаний и сдержанные ожидания по фондовому рынку в 2021 году. Так консенсус-прогноз Bloomberg ожидает, что EPS американских компаний, индекса S&P 500 покажет рост до 190\$ с 95\$ в 2020 г. что маловероятно, т.к. нормализованное значение EPS составит ~140\$. Текущие ожидания по индексу S&P 500 на горизонте 12 месяцев составляют 4727, что предполагает рост на 10% с уровней конца июня 2021 года. 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 192-210\$ в 2021-23 гг. вряд ли могут оправдаться, т.к. 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 по мировым рынкам на июль

- 13 июля – публикация данных по потребительской инфляции и базовой инфляции в США за июнь
- 14 июля – публикация данных по инфляции цен производителей в США за июнь
- 15 июля – индекс загрузки мощностей за май (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 FRS
- 29 июля – данные по ВВП за 2 квартал 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 концу месяца растерял свой рост и укрепился за месяц всего на 0.4%. В тоже время российский рынок акций в июне показал уверенный рост на фоне высоких цен на нефть. Так индекс РТС за месяц прибавил 3.5%, а индекс Московской биржи зафиксировал рост на 3.2%. В фокусе участников рынка в июле будут данные по инфляции за июнь, которые должны показать пик CPI в 2021 году, а также заседание ЦБ РФ.

ЦБ РФ на заседании в июне принял решение о повышении ключевой ставки на 50 бп до 5.50%. Решение российского регулятора совпало с ожиданиями рынка по повышению ставки на 0.5 проц. пункта. В пресс-релизе ЦБ РФ сообщил, что причиной изменения траектории развития процентной ставки является усиление проинфляционных факторов в экономике и регулятор будет и в дальнейшем повышать ключевую ставку. Регулятор сообщил, что российская экономика вернулась к допандемийным уровням уже в этом квартале. В отношении инфляции ЦБ РФ сообщал 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 года, что хуже ожиданий рынка (рынок ожидает инфляцию на уровне 3.8% в среднем по 2022 г.). Ожидания ЦБ РФ по сохранению инфляции выше целевого уровня в 4% в течение 2021 года 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 в ближнем конце уже закладывает повышение ставки до уровня 6.00-6.25%, что соответствует нашим ожиданиям. Также ЦБ РФ обращает внимание на то, что инфляция имеет не только временный характер, 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. Так по данным Росстата CPI за май составил 6.0% против консенсус-прогноза 5.8%. Данный уровень инфляции находится существенно выше долгосрочного таргета ЦБ РФ в 4.0%. Мы ожидаем, что пик по инфляции в 2021 году будет пройден летом. Данные по инфляции за следующий месяц (июнь) будут опубликованы 7 июля. Консенсус-прогноз предполагает, что CPI составит 6.4%.

Июнь ознаменовался спадом в санкционной риторике США против России. Как и следовало ожидать, встреча Президента США Джо Байдена в Владимиром Путиным, не принесла значимых результатов. Санкции, введенные против ОФЗ, запрещают покупать ОФЗ 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 дюрациии и отсутствии потребности Минфина в заимствованиях (последние аукционы Минфин признал несостоявшимися). В то же время по мере приближения сентябрьских выборов в России можно ожидать ужесточения риторики США по санкциям.

На фоне роста инфляции и повышения ключевой ставки ЦБ РФ индексы рублевых облигаций в июне показали разнонаправленную динамику. Так индекс 1-летних ОФЗ за месяц вырос на 0.1%, т.к. рост ключевой ставки не превысил ожиданий. Индекс рублевых корпоративных облигаций снизился на 0.2%. Принимая во внимание, что пик по инфляции в России в 2021 году должен быть пройден летом, мы считаем, что текущие уровни предоставляют 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 из-за высоких цен на нефть начал сворачивать свои заимствования. Объем размещения ОФЗ на аукционах в июне составил 185,5 млрд руб. при спросе в 386,5 млрд руб. Последний аукцион Минфин отменил (признал несостоявшимся). Мы отмечаем отсутствие у Минфина существенной потребности в размещении облигаций. Объем размещений сейчас соответствует объему погашений облигаций и объему выкупу золотовалютных резервов в ФНБ.

Котировки USDRUB в июне показали 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 за баррель и высоких цен на другие товары российского экспорта. В течении месяца курс доходил до 71.55 руб., однако пока не смог там закрепиться. Тем не менее, консенсус-прогноз Bloomberg по USDRUB на конец 2021 года фактически не изменился (71,0 руб. за доллар США). Мы ожидаем продолжения укрепления рубля до 67 руб. к осени.

Индексы российских долларовых еврооблигаций в июне показали отрицательную динамику на фоне роста доходностей по всей кривой казначейских обязательств США. Так 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 вырос на 0.7%. Мы сохраняем негативный взгляд на сегмент долларовых еврооблигаций российских заемщиков на фоне ожиданий продолжения роста YTM по казначейским обязательствам США.

Несмотря на слабую динамику на облигационном рынке российские индексы акций в июне показали положительную динамику. Так индекс РТС за месяц прибавил 3.5%, рублевый индекс Московской биржи в марте вырос на 3.2%. В лидерах роста по итогам месяца оказались Лензолото, Транснефть и Русская Аквакультура. Лучшую динамику за июнь показали акции Лензолото, которые прибавили почти 50% на фоне неадекватной оценки рынком ликвидационного дивиденда. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский фондовый рынок в 2021 году на фоне высоких цен

на нефть, низких оценок по мультипликаторам и высоким показателям по дивидендной доходности, которая по индексу РТС в 2021 году должна превысить 7%.

Календарь событий по 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