



Май оказался нейтральным месяцем для рынка акций и для облигационного рынка. Продолжение активной вакцинации в США и европейских странах позволило участникам рынка сформировать положительные ожидания в отношении прибылей компаний и восстановления отраслей, сильно пострадавших от пандемии (гостиничный бизнес, авиакомпании, развлечения). Индекс Nasdaq, бывший фаворитом рынка до марта, немного снизился на фоне ослабления интереса к высококапитализированным компаниям хайтека. Прогнозы роста ВВП США в 2021 г. выросли за месяц с 5.7% до 6.6%, что является самыми высокими темпами 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 предполагают его значение на уровне 4.6% к концу квартала, что существенно выше таргета ФРС США (2%). Это связано 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.

Данная ситуация наряду с продолжением QE пока не привела к росту уровня доходности казначейских обязательств США. Доходность десятилетних бумаг осталась на уровне 1.6%. Как результат все ключевые облигационные индексы за месяц показали сдержанную динамику. В фокусе рынка в ближайший месяц будут данные по уровню инфляции в США за май и июнь (ближайшая публикация 10 июля, квартальный прогноз +3.8%), а также комментарии представителей ФРС в отношении сроков нормализации денежно-кредитной политики, что предполагает повышение ставки. В случае если фактические данные по инфляции в США за май окажутся на уровне прогнозов, мы ожидаем временного снижения доходностей длинного долга, хотя пиковых значений доходности мы пока не видели. В июне 2021 г. мы прогнозируем медленный рост доходностей длинных долговых обязательств на фоне усиления риторики представителей ФРС о сворачивании QE.

В мае в фокусе участников рынка оставалась ситуация с COVID-19. По состоянию на конец месяца число зарегистрированных случаев коронавируса достигло отметки 171 млн. На начало месяца количество ежедневно выявляемых заражений составляло около 850 тыс., а к концу – уже 450 тыс., что указывало на завершение очередной (весенней) волны коронавируса в мире. В Индии, Франции, Турции, Италии, Германии, Иране, Польше, Украине и на Филиппинах волна новых заболеваний пошла вниз после весеннего всплеска, только в Бразилии и Аргентине заболеваемость остается высокой. В результате страны ослабляют карантинные меры. Несмотря на ухудшение ситуации с коронавирусом в мире в апреле, рынки сохраняют оптимизм в отношении дальнейшего развития ситуации с эпидемией, этот оптимизм связан прежде всего с вакцинацией. Рынки рассчитывают, что прогресс по вакцинации 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 6.6% против ожиданий 5.7% двумя месяцами ранее. Важно отметить, что данные темы роста являются самыми высокими за последние 37 лет, но только за счет эффекта низкой базы.

Несмотря на дальнейшее улучшение прогнозов по прибылям компаний и прогнозов роста экономики США в 2021 г., американские фондовые индексы в мае остались на том же уровне, а Nasdaq незначительно снизился. Индекс S&P 500 за месяц показал нулевой результат, а NASDAQ Composite упал на 1.5%. В лидерах роста по итогам месяца были сырьевые сектора (Materials +5.0%, Energy +4.9%), а также циклический сектор Financials (+4.7%).

Долговые рынки

UST, УТМ %	Май '20	% 1М
UST-2	0,14	(2)
UST-5	0,79	(7)
UST-10	1,58	(7)
UST-30	2,26	(4)

Обл. инд.	Май '20	% 1М
ICE US Treas. 7-10	119.34	0,4%
US Corp. IG	3459	0,8%
US Corp. HY	2 390	0,3%

Еврозона, %	Май '20	% 1М
Germany-10	(0,19)	1
France-10	0,17	1
Spain-10	0,46	(1)
Italy-10	0,91	1

Рынки акций

	Май '20	% 1М
S&P 500	4 204	0,5%
NASDAQ	13 749	-1,5%
VIX	16,76	-10,0%
DAX	15 421	1,9%
CAC	6 447	2,8%
SHCOMP	3 615	4,9%
SENSEX	51 937	6,5%

Россия

	Май '20	% 1М
USDRUB	73,43	-2,4%
Russia-29	2,6	-7
OFZ-10	7,18	8
RTSI\$	1 597,5	7,6%
MOEX	3 721,6	5,0%

Товарные рынки

	Май '20	% 1М
Brent, USD	69,5	4,5%
Золото, USD	1 907	7,8%

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 CPI за 2 кв. 2021 г. в США вырос с 2.9% до 3.8%, 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.

Тем не менее рынок правильно оценивает причины таких высоких значений инфляции как временные, и поэтому динамика казначейских обязательств США в мае оказалась нейтральной. Доходность десятилетних обязательств США за май осталась на уровне 1.6%.

На фоне стагнации доходности казначейских обязательств США большинство облигационных индексов в мае показали слабopоложительную динамику. Индекс ICE US Treasury 7-10 Year Bond Index за месяц вырос на 0.4%, уменьшив отрицательный результат с начала года до минус 4.4%. В свою очередь, индекс корпоративных облигаций инвестиционного уровня США за месяц поднялся на 1.0% от своей стоимости. Положительная динамика также была зафиксирована по индексам Bloomberg Barclays EM USD TR Index (+0.9%) и Bloomberg Barclays Global High Yield TR Index (+0.9%).

ФРС на заседании в мае ожидаемо сохранила процентные ставки без изменений, но приняла решение о продаже корпоративных облигаций из портфеля. Представители ФРС периодически заявляют о необходимости обсуждения сворачивания программы QE (Дж. Йеллен, Р. Каплан), но сама ФРС пока не принимает такого решения. По итогам последнего заседания Федрезерв подтвердил, что регулятор продолжит реализацию программы выкупа активов на сумму не менее USD 120 млрд в месяц. Ведомство также продолжает заявлять, что не ожидает длительного периода повышенной инфляции в США и прогнозирует возврат CPI на уровень 2.0% в долгосрочной перспективе. Прогнозы участников комитета по открытым рынкам также не предполагают, что процентные ставки будут повышены в 2021–2022 гг.

Стоит отметить, что Банк Канады, чья монетарная политика исторически тесно связана с монетарной политикой в США, 21.04.2021 принял решение о сворачивании программы QE и снизил объем выкупа активов с USD 4 до 3 млрд в неделю. При этом инфляция в Канаде ниже (3.4% за апрель) и безработица – средняя (7.5% в марте, что для Канады обычный уровень безработицы, в апреле – 8.1%), поэтому у Канады было меньше причин торопиться со сворачиванием стимулирования.

Макроэкономическая статистика по США, опубликованная в мае, была неоднозначной, но оценивается позитивно. Данные по рынку труда в целом оказались хуже ожиданий, а уровень безработицы внезапно вырос до 6.1% с 6.0%. Рост безработицы, скорее всего, носит случайный характер и связан с ошибками при подсчете (в США безработица считается опросным путем по выборке из 60.000 семей, что дает значение в 0.1% по наблюдениям примерно за 50–80 безработными, поэтому изменение числа безработных в выборке всего на несколько человек за счет округлений может смещать показатель на 0.1%), безработица за май снизилась до 5.8%. Изменение числа рабочих мест в несельскохозяйственном секторе составило плюс 266 тыс., оказавшись намного ниже ожиданий. За май значение улучшилось до 559 тыс. мест. В то же время динамика промышленного производства оказалась положительной (74.6% по Capacity utilization, +0.4% за месяц). Розничные продажи показали рост на 46% г-н-г (они значительно больше допандемийных значений, +20% если снять эффект низкой базы). Интернет-коммерция показала рост на 39% г-н-г (это +5.5% ко 2 кв. 2020 г.). А личные доходы населения показали отрицательную динамику,

снизившись на 4.4% г-н-г из-за эффекта высокой базы апреля 2020 г., +9% г/г, если убрать эффект высокой базы).

ЕЦБ на апрельском заседании сохранил процентные ставки без изменений. При этом инфляция в Германии и ЕС составила 2.5% и 2.0% соответственно, 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 PEPP до суммы EUR 1 850 млрд до марта 2022 г. Кроме того, ЕЦБ в марте повысил прогнозы по инфляции в еврозоне до 1.5% (ранее 1.0%), а также улучшил оценки темпов роста ВВП до 4,0%.

Несмотря на негативную динамику на долговых ранках развивающихся стран, EM-рынки акций в мае показали уверенный рост. Индекс MSCI EM (MXEF) в мае вырос на 1.9%, увеличив позитивный результат с начала года до +5.7%. Мы ожидаем сохранения позитивной динамики на EM-рынках на фоне более низких оценок по ключевым мультипликаторам, а также на фоне роста инфляции на развивающихся рынках, что позитивно для акций.

Котировки нефти в мае подросли на 4.5%. Ближайшие фьючерсы на нефть марки Brent за месяц поднялись до USD 69.5/барр. благодаря усилиям ОПЕК по сдерживанию роста предложения на фоне восстановления спроса. С начала года Brent дорожает на 34%. Основным риском для рынка нефти стало возвращение Ирана на мировой рынок нефти, что приведет к росту предложения на 2 млн барр./сутки (с 4 до 6 млн барр./сутки). Иран ожидает такого увеличения производства за три месяца после снятия санкций. Переговоры с Ираном по ядерной сделке до сих пор продолжаются, и их итог не известен.

Котировки золота в мае повысились на 8%. С начала года котировки золота не изменились, но до мая он снижались. Котировки в мае быстро двигались вверх на фоне падения цены Bitcoin, что привело к заявлениям о перетоке инвесторов из Bitcoin обратно в золото. Примечательно, что золото показывает позитивную динамику одновременно с ростом ожиданий по инфляции. Стагнация доходностей длинных государственных облигаций в США на невысоких уровнях также стимулировала спрос на золото.

15 апреля стартовал сезон отчетности американских компаний, который подтверждает наш позитивный взгляд на показатели компаний США и нейтральные ожидания по фондовому рынку в 2021 г. Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что EPS американских компаний индекса S&P 500 покажет рост на 35%. Текущие ожидания по индексу S&P 500 на горизонте 12 месяцев составляют 4 284, что предполагает рост на 2% с уровней конца мая 2021 г.

Календарь событий на мировых рынках на июнь 2021 г.

10 июня – публикация данных по потребительской инфляции и базовой инфляции в США за май

11 июня – предпринимательские ожидания (исследование Университета Мичигана)

15 июня – данные по розничным продажам в США за май

15 июня – публикация данных по инфляции цен производителей в США за май

15 июня – индекс загрузки мощностей за май (Capacity Utilization)

16 июня – разрешения на новые дома в США за май

22–23 июня – продажи домов в США за май

24 июня – заказы на товары длительного пользования за май

25 июня – личные доходы за май

Россия

Май оказался неоднозначным месяцем для российского облигационного рынка. Санкционная риторика США и повышение ЦБ РФ ключевой процентной ставки на фоне роста инфляции оказались причиной снижения индекса 10-летних ОФЗ на 1.3%. В свою очередь, индекс рублевых корпоративных облигаций RUCBITR за месяц вырос на 0.2%. Благодаря высоким ценам на сырье рубль укрепился в мае на 2.4%. В то же время российский рынок акций в мае показал уверенный рост на фоне высоких цен на нефть. Так, индекс РТС за месяц прибавил 7.6%, а индекс Московской биржи зафиксировал рост на 2.3%. В фокусе участников рынка в июне будут данные по инфляции за май, которые должны показать пик CPI в 2021 г., а также заседание ЦБ РФ.

ЦБ РФ на заседании 26 апреля принял решение о повышении ключевой ставки на 50 б.п. до 5.00%. Решение российского регулятора в целом совпало с ожиданиями рынка по повышению ставки на 0.25-0.5 п.п. В пресс-релизе Банк России сообщил, что причиной изменения траектории развития процентной ставки является усиление проинфляционных факторов в экономике. Так, регулятор сообщил, что внутренний спрос восстанавливается быстрее, чем ожидалось, и в ряде секторов рост спроса опережает темпы увеличения предложения. В отношении инфляции Центробанк сообщил, что динамика роста потребительских цен в России ожидается на уровне 4,7–5,2% по итогам года, а возврат инфляции к таргету ЦБ РФ (4%) ожидается не ранее середины 2022 г. ЦБ РФ будет оценивать возможность дальнейшего повышения ставки на следующих заседаниях. Ожидания Центробанка 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 вернется в диапазон 5–6%, что соответствует нейтральной денежно-кредитной политике. В свою очередь, комментарии ЦБ РФ указывают на высокую вероятность дальнейшего повышения процентных ставок уже на следующем заседании регулятора (11 июня). По нашим оценкам, текущая форма кривой ОФЗ на ближнем конце уже закладывает повышение ставки до 5.75%, что в целом близко к нашим ожиданиям в 6.0%. В свою очередь, форма кривой на дальнем и среднем участках наиболее соответствует ситуации марта 2020 г., когда ключевая ставка ЦБР находилась на уровне 6.0%.

Данные по инфляции в России за апрель показали высокие темпы роста потребительских цен. По данным Росстата, CPI за апрель составил 5.5% против консенсус-прогноза 5.6%. Данный 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 следующий месяц (май) будут опубликованы 6 июня. Консенсус-прогноз предполагает, что CPI составит 5.8%.

В мае санкционная риторика США в отношении России продолжилась. Хотя встреча Джо Байдена с Владимиром Путиным и готовится, чем закончатся эти переговоры не известно. Санкции против Беларуси в связи с задержанием самолета 23 мая и арестом Романа Протасевича в этой стране также усиливают санкционное давление на Россию. Все громче звучат призывы отключить Россию от Swift. При этом непонятно, как европейские компании будут оплачивать закупки российского газа, а другие потребители – нефти и иных товаров. Санкции, введенные против ОФЗ, запрещают покупать ОФЗ с начала июня, что приведет к некоторому сокращению доли нерезидентов в госбумагах, однако это не скажется на рынке в целом из-за малого объема госдолга и его дюрациии. 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 мае показали отрицательную динамику. Индекс однолетних ОФЗ за месяц потерял 0.2%, а индекс рублевых корпоративных облигаций вырос на 1.3%.

Принимая во внимание, что пик по 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 мая составила 7.3%, что существенно выше долгосрочного уровня инфляции в России в 4.0%.

Несмотря на сложную ситуацию на рынке, Минфин смог занять на рынке, выпустив очередные ОФЗ и еврооблигации. Объем размещения ОФЗ на аукционах составил 126,6 млрд руб. при спросе в 274 млрд руб., что вдвое превышает объем, предложенный к размещению (133,4 млрд руб.). Мы отмечаем отсутствие у Минфина существенной потребности в размещении облигаций на фоне бюджетного дефицита, стремящегося к нулю. Объем размещений сейчас соответствует объему погашений облигаций и объему выкупа золотовалютных резервов в ФНБ. Также ведомство доразместило 20 мая еврооблигации на EUR 1,5 млрд под 1.37% до 2027 г. и 2.65% до 2036 г., что предполагает спред к германским долгам в 1.9% и 2.5% соответственно. Такие спреды несколько шире, чем предполагает российский кредитный рейтинг (в среднем 10-летние CDS – 1.8% при рейтинге «BBB»).

Котировки USD/RUB в мае показали укрепление рубля. Национальная валюта завершила месяц на уровне 73.43 против 75.21 месяцем ранее и 74.42 на конец прошлого года благодаря сохранению котировок нефти марки Brent выше USD 60/барр. и высоких цен на другие товары российского экспорта. Тем не менее консенсус-прогноз Bloomberg по USD/RUB на конец 2021 г. фактически не изменился (71,5 руб./долл.). Мы ожидаем продолжения укрепления рубля против доллара до 67 к осени.

Индексы российских долларовых еврооблигаций в мае 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 -3.6%. В свою очередь, индекс Bloomberg Barclays EM Tradable Russian Bond за месяц вырос на 0.8%. 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 мае показали уверенный плюс. Индекс РТС за месяц прибавил 7.6%, рублевый индекс Московской биржи в мае вырос на 2.3%. В лидерах роста по итогам месяца оказались ТКС, Полюс, Газпром и Аэрофлот. Лучшую динамику за май показали акции ТКС, которые прибавили 26%. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский фондовый рынок в 2021 г. на фоне высоких цен на нефть, низких оценок по мультипликаторам и высоких показателей по дивидендной доходности, которая по индексу РТС в 2021 г. должна превысить 7%.

Календарь событий в России на июнь:

7 июня – данные по инфляции в России за май

11 июня – заседание ЦБ РФ и решение по ключевой ставке

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