



Долговые рынки

UST, YTM %	Авг '21	% 1M
UST-2	0.20	1
UST-5	0.77	8
UST-10	1.30	6
UST-30	1.92	3

Обл. инд.	Авг '21	% 1M
ICE US Treas. 7-10	122.55	-0.3%
US Corp. IG	219.81	-0.3%
US Corp. HY	2 444	0.5%

Еврозона, %	Авг '21	% 1M
Germany-10	(0.39)	8
France-10	(0.03)	8
Spain-10	0.34	7
Italy-10	0.71	9

Рынки акций

	Авг '21	% 1M
S&P 500	4 523	2.9%
NASDAQ	15 259	4.0%
VIX	16.5	-9.6%
DAX	15 835	1.9%
CAC	6 680	1.0%
SHCOMP	3 544	4.3%
SENSEX	57 552	9.4%

Россия

	Авг '21	% 1M
USDRUB	73.24	0.1%
Russia-29	2.28	(14)
OFZ-10	6.98	(14)
RTSI\$	1 684.2	3.6%
MOEX	3 919.0	3.9%

Товарные рынки

	Авг '21	% 1M
Brent, USD	73.0	-4.4%
Золото, USD	1 814	0.0%

Август оказался позитивным месяцем для рынков акций. Государственные облигации незначительно снизились в цене на фоне приближающегося сворачивания QE в Соединенных Штатах. Прогнозы роста ВВП США в 2021 г. упали за месяц с 6.5% до 6.2%, что тем не менее является высокими темпами за последние 37 лет, впрочем, они исключительно обусловлены низкой базой прошлого года.

CPI в США в третьем квартале, согласно консенсус-прогнозу, составит 5.1%, однако публикуемые данные уже показали его рост до 5.4% в июле, и по результатам августа-сентября инфляция может еще подрасти. Это существенно выше таргета Федрезерва (2%), поэтому на заседаниях ФРС активно обсуждается сворачивание QE. Высокая инфляция вызвана как низкой базой в аналогичные месяцы прошлого года, так и существенным ростом цен практически на все сырьевые товары и логистику.

Такая ситуация наряду с продолжением QE и крупными объемами банковского обратного репо с ФРС в США пока не привели к росту доходности американских казначейских обязательств из-за неопределенности с временными рамками сворачивания QE. Доходность десятилетних бумаг остается на уровне 1.3–1.4%. Тренд на снижение завершился, но разворота к росту пока не видно. В результате ключевые облигационные индексы за месяц показали неоднозначную динамику. В фокусе рынка в ближайший месяц останутся данные по уровню инфляции в Соединенных Штатах за август (ближайшая публикация – 14 сентября, квартальный прогноз равен +5.1%), а также комментарии представителей Федрезерва относительно сроков нормализации денежно-кредитной политики и решение ФРС 22 сентября. В случае если регулятор объявит о сворачивании QE с октября, мы ожидаем роста доходностей длинного долга, пиковых значений доходности мы пока не видели.

В августе в фокусе участников рынка оставалась ситуация с COVID-19. По состоянию на конец месяца число зарегистрированных случаев коронавируса в мире достигло отметки 218 млн (+19 млн за мес.). На начало месяца число ежедневно выявляемых заражений составляло около 578 тыс., а к его концу выросло до 658 тыс., однако прирост к концу месяца перешел в отрицательную зону. Динамика выявленных случаев заболевания разнится по странам. В Германии и Канаде волна только сформировалась в августе. В Турции и Италии увеличилось число заболевших, но оно существенно ниже пиков предыдущей волны. В США, Великобритании, Израиле количество заболевших приближается к зимнему максимуму, а на Филиппинах, в Мексике и Японии уже превысило его. В РФ, Казахстане, Франции, Испании, Индонезии, Иране, ЮАР, Таиланде пик заболеваемости коронавирусом наблюдался в июле, а в августе волна пошла на спад. На Украине, в Швеции, Индии, Бразилии, Аргентине и Чили уровень заболеваемости низкий.

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 6.2% против ожидавшихся 6.5% 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 увеличения ВВП на 6.7% в 2021 г. и 5.0% в 2022 г.

Благодаря улучшению прогнозов по прибылям компаний и росту экономики США в 2021–2022 гг., американские фондовые индексы в августе подросли. Индекс S&P 500 за месяц прибавил 2.9%, индекс NASDAQ Composite вырос на 4.0%. Волатильность S&P 500 составила 17%, что выше исторических значений при спокойном росте рынка (8–10%). EPS, согласно консенсус-прогнозу, повысится за ближайшие 12 месяцев на 24% до USD 207.6 (в расчете на единицу индекса S&P 500). В лидерах роста по итогам месяца был сектор металлургии (+19.5% за месяц). Целый ряд других секторов подрос

на 11–12%: ритейл, строительство, стальной сектор, производители электроники, индустрия развлечений и международное страхование.

На фоне существенного ускорения экономики за счет запуска программ экономического стимулирования, взлета цен на сырьевые ресурсы, вызванного разрывами 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 Соединенных Штатах составляет 5.5%, что существенно выше таргета ФРС (2.0%). Модели УК ИИ указывают на снижение инфляции с осени, тенденция будет медленной и сохранится более года. Текущие котировки TIPS закладывают инфляцию на уровне 3.2% (ближайший год), 2.6% (следующий год), 2.6% (средняя на пять лет), 2.4% (средняя на 10+ лет). Эти ожидания немного улучшились в части инфляции на горизонте 1–2 лет по сравнению с июлем.

Тем не менее рынок правильно оценивает причины таких высоких значений инфляции как временные, и поэтому динамика доходности казначейских обязательств США в августе оказалась почти нейтральной. Сдерживанию роста доходностей также способствует наличие избыточной ликвидности в системе: объем обратного репо с ФРС превысил USD 1.1 трлн в августе. Доходность десятилетних обязательств США за август выросла на 0.06 п.п. до 1.3%. Это не соответствует ожиданиям рынка, который закладывает на конец года значение 1.64% (ожидания снизились на 0.16% за месяц).

На фоне почти не меняющейся доходности казначейских обязательств США большинство облигационных индексов в августе показали неоднозначную динамику. Индекс ICE US Treasury 7-10 Year Bond Index за месяц снизился на 0.3%, увеличив отрицательный результат с начала года до минус 1.8%. В свою очередь, индекс корпоративных облигаций инвестиционного уровня США за месяц снизился на 0.3% от своей стоимости. Положительная динамика зафиксирована по индексам Bloomberg Barclays EM USD TR Index (+0.5%) и Bloomberg Barclays Global High Yield TR Index (+0.6%).

ФРС на заседании в Джексон-Хоуле не приняла новых решений по монетарной политике. При этом размеры избыточной ликвидности в системе остаются на максимальных уровнях, превысив USD 1.1 трлн.

Макроэкономическая статистика США была позитивной. Данные по рынку труда показывают рост числа рабочих мест – на 1 053 тыс. в июле и 235 тыс. в августе. Уровень безработицы снизился с 5.9% до 5.4% в июле, 5.2% в августе. Ожидания ФРС относительно ее снижения до 5.5% к концу года теперь стали нереалистичными, рынок прогнозирует 4.8% к концу года. Уровень недозанятости (underemployment) также быстро снизился – с 9.8% до 9.2% в июле и 8.8% в августе, до кризиса он составлял 6.8%, минимум за все время наблюдений. Количество людей с частичной занятостью таким образом снизилось до 3.6%, тогда как до кризиса минимальные значения были 2.9% в 2000 г. и 3.2% в декабре 2019 г. Этот факт явно указывает на близость рынка труда к полной занятости. Большое число безработных исчезнет вместе с повышенными пособиями по безработице (вероятно, часть из них отправится на пенсию).

Динамика промышленного производства оказалась положительной (загрузка мощностей составила 76.1%, прибавив 0.7% за месяц).

ЕЦБ на июльском заседании сохранил процентные ставки без изменений. При этом инфляция в Германии и ЕС составила 3.8% и 2.2% соответственно, что уже выше таргета в 2% (но ниже, если учесть эффект низкой базы, добавляющий в пределах 1%).

EM-рынки акций в августе снизились. Индекс MSCI EM (MXEF) в августе вырос на 2.4%, несмотря на провал в середине месяца, улучшив результат с начала года до +1.3%. Мы

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

Котировки нефти в августе снизились на 4.4%. Ближайшие фьючерсы на нефть марки Brent за месяц снизились до USD 73.0/барр., причем в течение месяца цены падали ниже USD 65. Такая динамика цен на нефть связана с реализацией решения ОПЕК+ по увеличению добычи на 0.4 млн барр./сутки каждый месяц. При этом распространение новой волны COVID-19 угрожает экономическому росту в 3 кв., что может привести к меньшему объему спроса на нефть. По расчетам ОПЕК, увеличение добычи в этом году не приведет к ребалансировке рынка, так как рост добычи будет отставать от спроса до конца года, но в следующем году добыча значительно превысит уровень потребления, что угрожает ценовой стабильности.

Котировки золота не изменились за месяц. С начала года котировки золота опустились на 4.5%. Почти нейтральная динамика доходностей длинных государственных облигаций в США не дала повода для изменения цен на золото за месяц.

Позитивные ожидания относительно результатов 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 207.6 (+2.6 за месяц) на горизонте 12 месяцев. Текущие ожидания по индексу S&P 500 на горизонте 12 месяцев составляют 4 944, что предполагает рост на 9.3% с уровнем конца августа 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 сентябре

- 3 сентября – данные по уровню безработицы и новым рабочим местам за август
- 10 сентября – данные по инфляции цен производителей в США за август
- 14 сентября – статистика по потребительской инфляции и базовой инфляции в США за август
- 15 сентября – индекс загрузки мощностей (Capacity Utilization) за август
- 16 сентября – розничные продажи за август
- 21, 24 сентября – строительство и продажи домов в США за август
- 22 сентября – заседание FOMC ФРС
- 27 сентября – заказы на товары длительного пользования за август
- 30 сентября – личные доходы и расходы за август

Россия

Август оказался благоприятным месяцем для российского облигационного рынка. Несмотря на рост инфляции до 6.8%, доходности 10-летних ОФЗ незначительно выросли – до 6.98%. В свою очередь, индекс рублевых корпоративных облигаций RUCBITR за месяц поднялся на 0.5%. 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 августе вырос вопреки снижению цены на нефть. Так, индекс РТС за месяц прибавил 3.6%, а индекс Московской биржи вырос на 3.9%. В фокусе участников рынка в сентябре будут данные по инфляции за август, которые могут показать ускорение до 6.8%, и решение по ключевой ставке Банка России.

Данные по инфляции в России за июль показали сохранение инфляционной динамики. Несмотря на сезонную дефляцию, связанную с реализацией нового урожая, CPI за июль остался на уровне 6.5% против консенсус-прогноза, равного 6.6%. Тем не менее еженедельная статистика по инфляции показывает рост за август до 6.8%. При этом Президент России подписал указ о единовременных выплатах пенсионерам в размере RUB 10 000 в сентябре нынешнего года. Это создаст дополнительный спрос в экономике: при сумме выплат не менее 433 млрд руб. траты в сентябре-октябре могут составить 200–250 млрд руб. (около 2% ВВП), но структура потребления пенсионеров сконцентрирована на товарах, входящих в расчет инфляционной базы. Поэтому давление на инфляцию может превысить 0.2%.

Нынешний уровень инфляции находится существенно выше долгосрочного таргета ЦБ РФ в 4.0%. Мы ожидаем, что пик инфляции в 2021 г. будет пройден ближе к зиме. Данные по росту цен за август будут опубликованы 8 сентября. Консенсус-прогноз рынка на август отсутствует (на 3 кв. – 6.5%), хотя анализ недельной инфляции указывает на значение 6.8%. Инфляция год к году остается высокой из-за роста цен на сырьевые товары, полуфабрикаты и транспортные услуги, они разгоняют цены на потребительские товары и товары длительного пользования.

Рост ключевой ставки почти неизбежен из-за разгона инфляции. Текущий консенсус-прогноз на 4 кв. составляет 6.95%, то есть предполагается повышение ставки на 0.5% до конца года. Консенсус-прогноз по ключевой ставке на заседании 10 сентября составляет 6.75%. Ключевая ставка таким образом окажется на уровне инфляции.

В августе санкционная риторика США в отношении России почти не проявлялась. За прошедший месяц Соединенные Штаты ввели санкции против сотрудников ФСБ, якобы отравивших Навального, и ЦНИИ Минобороны России. Это никак не скажется на экономике.

Индексы рублевых облигаций в августе показали позитивную динамику. Индекс однолетних ОФЗ за месяц не изменился, так как рост инфляции незначительно изменил ожидания по ключевой ставке. Индекс рублевых корпоративных облигаций прибавил 0.5%. Принимая во внимание, что пик инфляции в России в 2021 г. должен быть пройден осенью, мы считаем, что текущие уровни дают привлекательную возможность для увеличения инвестиционных позиций в среднесрочных рублевых облигациях. Так, бескупонная доходность десятилетних ОФЗ на конец августа составила 6.98%, что существенно выше долгосрочного значения инфляции в России, равного 4.0%.

Минфин использовал улучшение ситуации на рынке для активных заимствований. Объем размещения ОФЗ на аукционах в августе составил RUB 417.4 млрд при спросе в RUB 735.4 млрд. Минфин размещал облигации с дисконтом к рынку. Мы отмечаем отсутствие у ведомства существенной потребности в привлечении средств. Объем

размещений сейчас соответствует размеру погашений облигаций и объему выкупа золотовалютных резервов в ФНБ.

Макроэкономическая статистика России была позитивной. Данные по рынку труда показывают снижение уровня безработицы с 4.8% до 4.5%.

Котировки USD/RUB в августе почти не изменились. Национальная валюта завершила месяц почти без изменений на уровне 73.24, укрепившись на RUB 1.2 с начала года. Стабильности курса при негативном развитии ситуации с инфляцией и нефтью способствовали сохранение высоких цен на другие товары российского экспорта и в целом благоприятная конъюнктура на мировых рынках капитала. Тем не менее консенсус-прогноз Bloomberg по USD/RUB на конец 2021 г. немного снизился (72,0 руб. за доллар США). Мы ожидаем продолжения укрепления рубля до 68 только в 2022 г. при условии сохранения нефтяных цен на относительно высоких уровнях (USD 66/барр. по шестимесячному фьючерсу летом следующего года).

Индексы российских долларовых еврооблигаций в августе показали положительную динамику на фоне сужения спредов обязательств инвестиционного уровня. Индекс суверенных бондов России за месяц вырос на 1.3%, уменьшив отрицательный результат с начала года до -0.2%. В свою очередь, индекс Bloomberg Barclays EM Tradable Russian Bond за месяц поднялся на 0.4%. Мы сохраняем негативный взгляд на сегмент долларовых еврооблигаций российских заемщиков на фоне ожиданий продолжения роста YTM по казначейским обязательствам США и одновременного расширения спредов.

Благодаря позитивной динамике на облигационном рынке российские индексы акций в августе показали положительный результат вместе с другими рынками акций. Индекс РТС за месяц прибавил 3.6%, рублевый индекс Московской биржи в августе вырос на 3.9%. В лидерах роста по итогам месяца оказались бумаги строительного сектора (+15%), химического (+11%) и ИТ-секторов (+10%): ИСКЧ, Распадская, Мечел. Акции КАМАЗа подорожали на 62% на фоне объявления о рекордных дивидендах. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский фондовый рынок в 2021 г. благодаря все еще высоким ценам на нефть, низким оценкам по мультипликаторам и быстрому росту прибыли.

Календарь событий в России на сентябрь

8 сентября – данные по инфляции в России за август

10 сентября – заседание Банка России по монетарной политике

22 сентября – статистика по инфляции цен производителей за август

30 сентября – данные по безработице и розничным продажам в РФ за август

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.