



## Еженедельный обзор рынков: 19.05 – 26.05.2023г

### АКЦИИ

**Искусственный интеллект поддержал американский рынок.** Благодаря оптимистичным прогнозам NVIDIA по спросу на свою продукцию со стороны рынка ИИ Nasdaq прибавил 2,5%, а S&P 500 сумел удержаться на плаву.

**Российский рынок акций вновь в фаворе.** Несмотря на разнонаправленные новости, индекс все же смог закрыть неделю в зеленой зоне. Отметим отсутствие дивидендов Газпрома и новости по реструктуризации Яндекса как самые громкие за прошедшую неделю.

**Западные инвесторы выводят деньги из китайских акций.** Shanghai composite и Hang Seng потеряли 2,2 и 3,6% на снижении прогнозов по экономике поднебесной со стороны западных банков, а также роста опасений касательно новых санкций.

### ОБЛИГАЦИИ

**Ставки UST продолжили рост на 10-25 б.п. вдоль кривой.** Вероятность подъема процентной ставки ФРС в июне с 5,25 до 5,50% резко выросла с 17 до 64% при улучшении макропоказателей США и сохранении повышенной базовой инфляции PCE в апреле на уровне 4,7% г/г.

**Цены рублевых корпоративных облигаций повысились на 0,6%.** Недельная инфляция в РФ остается низкой 0,04% н/н, с начала мая 0,13%.

### ВАЛЮТЫ

**Рубль укрепился к корзине мировых валют.** Лидерами недели стали американский доллар, который укреплялся на обещаниях в кратчайшие сроки заключить сделку по потолку госдолга США, а также российский рубль, чья динамика хоть и совпала с ростом нефти, но в последнее время перестала иметь такую привязку.

### ТОВАРНЫЙ РЫНОК

**Нефть растет на сильной статистике в США, а природный газ в Европе продолжает обновлять локальные минимумы.** Кроме того, продолжается падение цен металлов, причем как промышленных, так и драгоценных. Особняком стоит литий и его производные, которые продолжают инерционно расти на китайских биржах на высокой спросе.

### ТЕМА НЕДЕЛИ

**Коммерческая недвижимость.** Рынок коммерческой недвижимости испытал шок в 2020 году, но массовых банкротств удалось избежать. Проблемы никуда не делись и сейчас это одна из основных угроз не только в американской экономике, но также в Китае и ряде других стран.

### РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Класс активов	Значение	Изменение за период		
		неделя	месяц	с начала 2023г
<b>Индексы акций</b>				
S&P 500	4 205,5	0,3%	3,7%	9,5%
Nasdaq Comp	12 975,7	2,5%	9,5%	24,0%
Euro Stoxx 600	461,4	-1,6%	-0,4%	8,6%
Shanghai Comp	3 212,5	-2,2%	-1,6%	4,0%
Мосбиржи	2 682,0	2,1%	2,4%	24,5%
<b>Ставки долга 10Y (Δ, б.п.)</b>				
US Treasuries	3,8%	10	27	-8
Germany Bunds	2,5%	12	16	-2
UK Gilts	4,3%	34	64	67
China Bonds	2,7%	0	-9	-16
Russia OFZ	10,5%	0	-9	38
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,07	-0,7%	-2,9%	0,2%
GBP/USD	1,23	-0,8%	-1,0%	2,0%
USD/RUB	80,1	-0,1%	1,6%	-12,7%
EUR/RUB	85,7	1,0%	4,7%	-13,3%
CNY/RUB	11,3	0,6%	3,6%	-12,3%
<b>Товарный рынок</b>				
Нефть Brent, \$/барр.	77,0	1,8%	-1,6%	-10,4%
Нефть Urals, \$/барр.	57,4	1,6%	-7,2%	1,9%
Медь, \$/т	8 066,5	-1,7%	-5,3%	-3,9%
Алюминий, \$/т	2 249,0	-1,5%	-3,4%	-5,4%
Золото, \$/унц.	1 946,3	-1,5%	-2,1%	6,7%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

**Костин Антон** (Руководитель инвестиционного блока)  
akostin@sistema-capital.com

**Ушаков Андрей** (Старший аналитик)  
aushakov@sistema-capital.com

**Асатуров Константин** (Управляющий директор)  
kasaturov@sistema-capital.com

**Терпелов Дмитрий** (Портфельный управляющий)  
dterpelov@sistema-capital.com

**Митрофанов Павел** (Портфельный управляющий)  
pmitrofanov@sistema-capital.com



## Глобальные рынки акций и сырья

- На американском рынке образуется новый пузырь.** Акции компании NVIDIA прибавили почти 25% за неделю на оптимистичных прогнозах менеджмента относительно спроса на продукцию от развития рынка искусственного интеллекта. Компания стоимостью почти 1 триллион долларов торгуется по мультипликаторам стартапа, соотношение капитализации к выручке около 36. Основную часть доходов компании сейчас приносят дата центры, на них приходится 60%, но он растёт всего на 14%. На этом же драйвере выросли и другие компании сектора, в том числе AMD. Ситуация напоминает бум электрокаров. Также среди лидеров недели Broadcom, компания выросла на новом контракте с Apple по поставке комплектующих для 5G. Уже в выходные появилась информация по заключению сделки по потолку гос. долга США, но параметры пока неизвестны.
- Российский рынок прибавил еще 2%, приблизившись к уровням апреля 2022.** При этом пара рубль-доллар практически не изменилась, а нефть выросла на 2%. Главными новостями прошлой недели стали рекомендация СД Газпрома не выплачивать дивиденды за 2022, что сильно огорчило акционеров компании, а также обновленная информация по реструктуризации Яндекса, которая, напротив, была позитивно воспринята инвесторами, владеющими бумагами группы на Мосбирже. В корпоративном мире выделим сильную отчетность у Мосбиржи, Ozon, QIWI, Совкомфлота и TCS Group, нейтральную у Газпрома и слабую у Сегежи за 1К23. Отдельно стоит отметить рекомендации СД Газпром нефти о выплате довольно скромных дивидендов в размере 12,16 рублей на акцию (2,4% дивидендная доходность) за 2022, СД АФК Системы о выплате 0,41 руб. на акцию (2,6% дивидендная доходность) за тот же период и СД Фосагро о выплате 264 рубля на акцию (3,5% дивидендная доходность) за 1К23, а также перевод акций Магнита из первого в третий котировальный список Мосбиржи из-за неустранения нарушения по корпоративному управлению в срок.
- Китайский рынок продолжает находиться под давлением.** Иностранцы выводят средства из гонконгских акций на опасениях роста эскалации после санкций со стороны Китая на Micron. Не добавили оптимизма и пересмотры прогнозов по экономике со стороны JPMorgan и Barclays. Также из негатива отметим новую волну Covid и рост просрочек платежей по долгам государственных компаний.
- Нефть выросла на 2% на фоне сильной статистики в США и заключении сделки по госдолгу страны.** Решение вопроса с государственным долгом США вкупе с сильной статистикой внутри страны помогли нефтяным котировкам отыграть часть потерь и приблизиться к 80 долл за баррель. Из других новостей отметим статью WSJ о разногласиях между Саудовской Аравией и Россией из-за того, что последняя слишком медленно сокращает добычу в рамках последних договоренностей. Впрочем, партнеры, вероятно смогут это обсудить на очередной встрече ОПЕК+ 4го июня. Ежедневная статистика в США была позитивной: запасы нефти снизились на 12,5 млн баррелей (ожидали роста на 0,8 млн баррелей), добыча увеличилась на 100 тыс баррелей в сутки до 12,3 млн баррелей в сутки, а количество вышек сократилось на 5 до 570 единиц.

Лидеры роста/падения	Значение	Изменение за неделю	
		рост	падение
<b>Акции США</b>			
NVIDIA	389.5	24.9%	
Broadcom	812.7	19.8%	
AMD	127.0	17.6%	
Dollar Tree	142.5		-11.0%
Ultra Beauty	420.3		-12.6%
First Republic Bank	0.3		-16.7%
<b>Российские акции</b>			
HeadHunter	1973	17.6%	
Лукойл	5276.0	8.0%	
Сбербанк	248.4	7.9%	
ФСК ЭЭС	0.1104		-3.6%
Газпром	164.2		-4.5%
Магнит	4123.5		-12.2%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

Динамика индекса Мосбиржи



Динамика индекса S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

Цены глобальных евробондов снизились в среднем в пределах 0,5%. Ставки UST выросли на 10-25 б.п. вдоль кривой при улучшении макропоказателей США и сохранении повышенной инфляции PCE. На фоне публикации пересмотренных данных о росте ВВП США в 1-м квартале на 1,3% vs. 1,1% ранее, заметном снижении количества заявок по безработице с 240-260 до 225-230 тыс и оживлении деловой активности в сфере услуг до уровней годичной давности шансы на очередной подъем ставки ФРС снова начали возрастать. Вместе с сохранением повышенной инфляции PCE (рост с 4,2 до 4,4% г/г в апреле vs. 3,9% консенсус) вероятность подъема ставки с 5,25 до 5,50% на июньском FOMC выросла с 17 до 64%. Более того, рынок фьючерсов указывает на 27%-ую вероятность ее дальнейшего повышения до 5,75% в июле, тогда как ранее инвесторы этого вовсе не учитывали. На ожиданиях ужесточения ДКП ставки UST продолжили рост на 10-25 б.п. до 3,8-4,5% на участке 2-10 лет. С учетом достижения предварительного соглашения между Белым домом и Палатой представителей о повышении потолка гос.долга США мы полагаем, что факторы увеличения объемов размещения гос.бумаг со стороны Минфина США и ухудшения ликвидности в банковском секторе окажут нейтральное влияние на ставки UST.

**ЕЦБ и Банк Англии, вероятно, продолжат подъем процентных ставок, несмотря на риски рецессии.** Поскольку позиция Федрезерва, по-видимому, останется умеренно-жесткой, на фоне повышенной инфляции в еврозоне и Великобритании монетарные власти продолжат действовать синхронно с американским регулятором. Несмотря на вступление крупнейшей экономики ЕС в рецессию (ВВП Германии снизился на 0,3% после -0,4% в 4Q'22), повышение ставки ЕЦБ на 25 б.п. до 4,0% весьма вероятно на ближайшем заседании. В Великобритании базовая инфляция CPI в апреле ускорилась с 6,2 до 6,8% г/г, а месячная инфляция превысила 1%, достигнув максимальной отметки с ноября прошлого года. Опубликованные данные вкупе с риторикой главы Минфина Великобритании о поддержке курса по дальнейшему ужесточению монетарной политики даже с учетом рисков рецессии привело к заметному росту ставок UK Gilts 10Y на 35 б.п. В целом мы оставляем неизменным наш тезис о сохранении «перестраховочной» позиции ведущих Центробанков, что отразится в более продолжительном периоде удержания повышенных терминальных ставок в 2023г.

**Корпоративные облигации подросли на 0,6%, цены ОФЗ не изменились. Инфляция в РФ остается низкой 0,04% н/н, с начала мая 0,13%.** Повторение тактики Минфина РФ о предоставлении умеренной премии к рынку при размещении 6-летнего выпуска на 59,6 млрд руб. в 7 б.п. способствовало стабилизации доходностей ОФЗ. Хотя текущая инфляция остается низкой, наблюдающийся в марте-апреле активный рост кредитования на 1,7-1,8% м/м, что соответствует докризисным темпам, и некоторое повышение инфляционных ожиданий в мае с 10,4 до 10,8% указывают на возможное повышение инфляции в будущем. Тем не менее мы полагаем, что ЦБ РФ на заседании в июне сохранит ставку в 7,5%.

Сегмент/география	УТW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2023г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	3,7%	-0,7%	-2,2%	-3,8%	1,2%
US IG	5,3%	-0,3%	-2,6%	-1,6%	1,6%
US HY	7,3%	-0,4%	-1,2%	2,8%	3,3%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	9,2%	0,0%	1,0%	13,2%	3,4%
Муниципальные	8,9%	0,4%	1,2%	14,5%	2,5%
Корпоративные	9,8%	0,6%	1,3%	17,4%	2,2%

УТW - доходность к погашению/опциону-колл(пут)

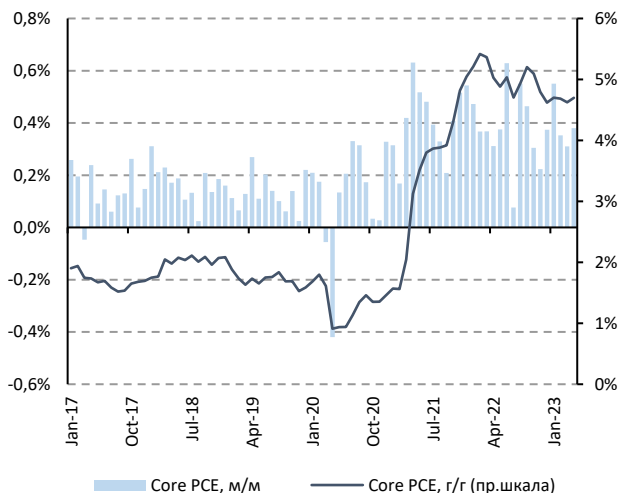
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская биржа, УК Система Капитал

### Базовая инфляция PCE в США остается повышенной



Источник: U.S. Bureau of Economic Analysis, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	5,25%	14 июня	5,25-5,5%
ЕЦБ	3,75%	15 июня	3,75-4,0%
ЦБ РФ	7,50%	9 июня	7,5-8,0%

Источник: Центробанки, УК Система Капитал



## Тема недели: Коммерческая недвижимость

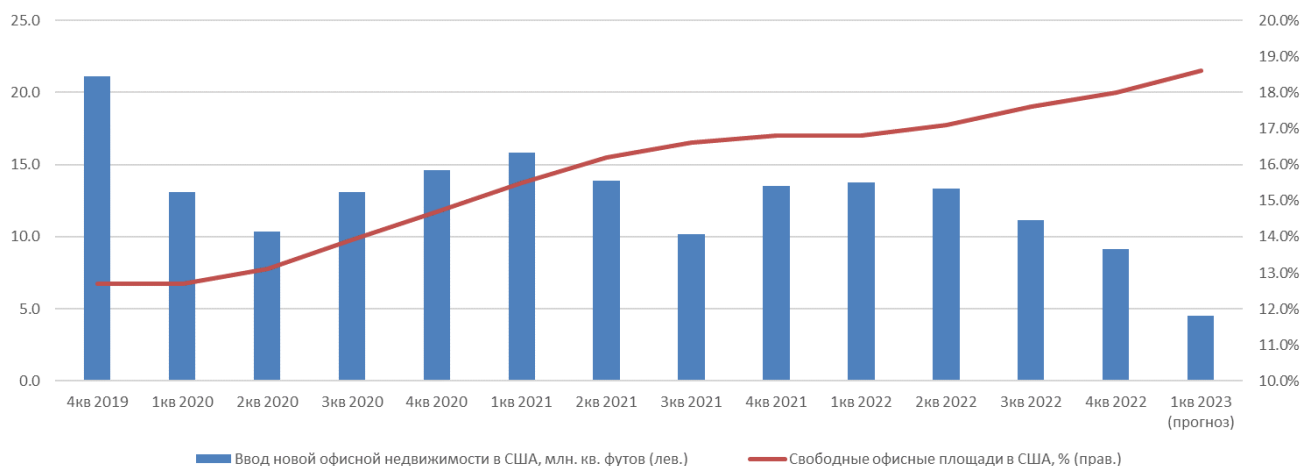
Партнёр Уоррена Баффета по Berkshire и один из самых опытных инвесторов в мире Чарли Мангер в недавнем интервью заявил, что американские банки держат очень много проблемных долгов в области коммерческой недвижимости и следующий удар для отрасли следует ждать именно оттуда. Хотя проблемы наблюдаются и в сегменте торговых центров, основное внимание всё же сосредоточено на офисной недвижимости. В пандемию большинство компаний было вынуждено перейти к модели удалённой работы сотрудников, и хотя многие уже ушли от этой практики, в целом этот опыт изменил рынки труда.

На текущий момент количество свободных площадей в офисной коммерческой недвижимости (CRE) находится на максимумах за последние 30 лет, последний раз такие уровни наблюдались в конце 80-ых, причём резкий всплеск всегда следовал за кризисами (2001 и 2008 годы). В ближайший год около 25% долгов по CRE необходимо будет рефинансировать по текущим ставкам, причём за ликвидность придётся бороться с казначейством США, которое будет пополнять свой баланс после повышения порога госдолга. За последние 3 месяца американские REIT потеряли около 11% капитализации, но офисные REIT потеряли более 30%. В той же жилой недвижимости таких проблем пока нет, вакантными остаются всего 6,4% объектов, что ниже средних исторических уровней.

В случае реализации негативного сценария основной урон на себя примут региональные и общинные банки, в чьих портфелях доля коммерческой недвижимости в среднем составляет около 30%. Из 4,5 триллионов долгов по коммерческой недвижимости на топ 25 крупнейших банков приходится 12,1%, на 135 региональных 13,8%, на 829 общинных банка 9,6% и на 3726 малых банков 3,2%. На долю ипотечных ценных бумаг приходится 549 млрд. \$, связанных с офисной недвижимостью – около 185 млрд. \$. По базовому прогнозу аналитиков JPMorgan около 21% из них ждёт дефолт, с поправкой на возврат средств ожидаются убытки в 8,6%, что выльется в убытки на 38 млрд. \$ для банков и 16 млрд. \$ для страховых компаний. Если сравнивать с колебаниями капитализаций крупнейших компаний – суммы не выглядят критично.

Из крупных банков основным антибенефициаром является Wells Fargo, с сильным отрывом позади идёт Bank of America. Из банков поменьше M&T Bank, Valley National Bancorp, Signature Bank (уже обанкротился), East West Bancorp, PacWest Bancorp, Synovus Financial, Webster Financial, Western Alliance Bancorp, Zions Bancorp. Инвестиций в эти компании пока стоит избегать. В целом для финансовой системы это не должно стать тем эффектом домино, чем являлись мусорные ипотечные бумаги в кризис 2008 года, хотя бы из-за гораздо меньшего объёма и более качественных и диверсифицированных балансов банков. И если счета физических лиц государство предпочло спасти в предвыборный год, то на фоне исчерпания возможностей по вливанию ликвидности в рынок небольшие банки продолжают банкротиться.

Рисунок 1. Динамика ввода офисной недвижимости в США и количество свободных площадей





## Макроэкономическая статистика

**Статистика на прошедшей неделе** на первый взгляд была позитивной. Тем не менее снова отметим пересмотры данных за прошлые периоды, которые помогают текущей статистике выглядеть лучше ожиданий. Например, на этот раз так произошло с продажами на первичном рынке недвижимости в США и продажами в ритейле Великобритании. Финальная оценка индекса деловой активности в промышленности от S&P вновь ушла в красную зону, но в противовес этому немного улучшился индекс уверенности потребителей от университета Мичигана. Финальный пересмотр ВВП Германии за 1 квартал увёл показатель в красную зону, а так как это второй отрицательный квартал подряд, то можно констатировать техническую рецессию. В США пересмотр ВВП добавил 20 б.п. к предыдущей оценке. Также в США существенно выросли частные расходы при умеренном росте доходов, что поддержало заказы на товары длительного пользования и привело к сокращению оптовых заказов.

**На этой неделе** выйдет большой объём статистики, не смотря на то, что в США неделя короткая из-за празднования дня памяти. Европейские страны отчитаются по инфляции за май, а также сделают финальные уточнения по ВВП в 1 квартале. Китай отчитается по деловой активности в промышленности. Россия и Япония предоставят данные по промышленности, продажам в ритейле и уровням безработицы, по первой рынок ждёт хороший рост, но он скорее объясняется эффектом низкой базы. Основное внимание будет вновь приковано американскому рынку труда. По оценкам аналитиков хорошие данные по новым рабочим местам могут не соответствовать действительности, даже с учётом того, что в статистику попадают неполные ставки.

**Что есть что в статистике.** Change in Nonfarm – прирост рабочих мест в несельскохозяйственных секторах. Состоит из рабочих мест от частных предприятий и государственного сектора. Представляет из себя опрос около 141 тысячи работодателей касательно рабочих мест и зарплат. Так как в США многие люди работают на 2-3 работах, показатель довольно размытый, но всё же дополняет данные по уровням безработицы и экономически активному населению. Является одним из основных показателей, на которые ориентируется ФРС при определении своей политики по ставке.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Пред.	Пересм.
23 май	USA	S&P US Manufacturing PMI	Май F	50.0	48.5	50.2	--
23 май	USA	New Home Sales	Апрель	665K	683K	683K	656K
24 май	UK	CPI MoM	Апрель	0.8%	1.2%	0.8%	--
24 май	Russia	PPI YoY	Апрель	-14.2%	-12.7%	-10.7%	--
25 май	Germany	GDP QoQ	1Q F	0.0%	-0.3%	-0.5%	--
25 май	USA	Initial Jobless Claims	20 Мая	245K	229K	242K	225K
25 май	USA	GDP Annualized QoQ	1Q E	1.1%	1.3%	2.6%	--
26 май	UK	Retail Sales MoM	Апрель	0.3%	0.5%	-0.9%	-1.2%
26 май	USA	Durable Goods Ord.	Апрель	-1.0%	1.1%	3.2%	3.3%
26 май	USA	Personal Income	Апрель	0.4%	0.4%	0.3%	--
26 май	USA	Personal Spending	Апрель	0.4%	0.8%	0.0%	0.1%
26 май	USA	Wholesale Inventories	Апрель A	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.3%
26 май	USA	U. of Mich. Sentiment	Май F	57.7	59.2	63.5	--

Данные из открытых источников

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Пред.	Пересм.
30 май	Japan	Unemployment Rate	Апрель	2.7%	--	2.8%	--
31 май	Japan	Retail Sales YoY	Апрель	7.0%	--	7.2%	--
31 май	Japan	Industrial Production MoM	Апрель P	1.5%	--	1.1%	--
31 май	China	Manufacturing PMI	Май	49.4	--	49.2	--
31 май	France	CPI MoM	Май P	0.3%	--	0.6%	--
31 май	France	GDP QoQ	1Q F	0.2%	--	0.0%	--
31 май	Germany	Unemployment Rate	Май	5.6%	--	5.6%	--
31 май	Italy	GDP QoQ	1Q F	0.5%	--	-0.1%	--
31 май	Italy	CPI MoM	Май P	0.3%	--	0.4%	--
31 май	Germany	CPI MoM	Май P	0.2%	--	0.4%	--
31 май	India	GDP YoY	1Q	5.0%	--	4.4%	--
31 май	Russia	Unemployment Rate	Апрель	3.6%	--	3.5%	--
31 май	Russia	Retail Sales YoY	Апрель	5.8%	--	-5.1%	--
31 май	Russia	Industrial Production YoY	Апрель	5.3%	--	1.2%	--
1 июн	China	Caixin China PMI	Май	49.5	--	49.5	--
1 июн	Germany	Retail Sales MoM	Апрель	1.0%	--	-2.4%	--
1 июн	EU	CPI MoM	Май F	0.4%	--	0.6%	--
1 июн	EU	Unemployment Rate	Апрель	6.5%	--	6.5%	--
1 июн	USA	ADP Employment	Май	170K	--	296K	--
1 июн	USA	Initial Jobless Claims	27 Мая	235K	--	229K	--
1 июн	USA	ISM Manufacturing PMI	Май	47.0	--	47.1	--
1 июн	USA	Construction Spending	Апрель	0.2%	--	0.3%	--
2 июн	France	Industrial Production MoM	Апрель	0.3%	--	-1.1%	--
2 июн	USA	Unemployment Rate	Май	3.5%	--	3.4%	--
2 июн	USA	Change in Nonfarm	Май	195K	--	253K	--

Данные из открытых источников



ООО УК «Система Капитал». Российская Федерация, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Даниловский, пр-кт Андропова д.18 к.1., телефон: +7 (495) 228-15-05, +7 (800) 737-77-00, [www.sistema-capital.com](http://www.sistema-capital.com). Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13853-001000 выдана Центральным Банком Российской Федерации (Банк России) 13.03.2014 г., лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00041, выдана ФКЦБ России 17.01.2001 г. Представленные материалы и информация (далее - материал) не являются предложением финансовых инструментов, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО УК «Система Капитал» (далее – Компания) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленных материалах и информации.

Настоящий материал подготовлен работниками Компании исключительно в информационных целях, содержит исключительно личное мнение работников и не направлен на побуждение Вас к приобретению финансовых инструментов, упомянутых в нем. Содержащиеся в материале информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, по мнению работников, являются надежными и достоверными. В настоящем материале не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, полноты обзора ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в настоящем материале. Любое мнение, выраженное в настоящем материале, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, изложенному в других материалах Компании. Любые суждения или мнения, представленные в настоящем материале, актуальны на момент публикации настоящего материала. Если дата настоящего материала неактуальна, его содержание может не отражать текущее мнение работников Компании и текущую ситуацию на рынке. Цены, указанные в настоящем материале представлены исключительно для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Компания не гарантирует, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Настоящий материал не следует рассматривать в качестве предложения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по указанной в материале цене. Инвесторам следует самим принимать решения об обоснованности инвестиций в каждый финансовый инструмент или инвестиционных стратегий, упомянутых в настоящем материале.

Настоящий материал является собственностью Компании. Использование и распространение настоящего материала (полностью или частично) разрешено только с указанием активной ссылки на конкретный материал. Компания не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого использования и распространения.