



Еженедельный обзор рынков

- За прошедшую неделю индекс S&P 500 почти не изменился, несмотря на исключительно сильные финансовые результаты крупнейших компаний.** Сезон отчетности перевалил за экватор и на прошедшей неделе отчитались все 6 крупнейших американских компаний. Однако, несмотря на хорошие результаты и повышение прогнозов, индекс S&P 500 так и остался в районе отметки в 4200 пунктов. Более того, многие акции технологических компаний завершили неделю в минусе.
- Российский рынок потерял 1,5% на фоне усиления санкционных рисков.** Российский индекс вновь стал жертвой негативного политического фона: на этот раз решение посольства США прекратить выдачу виз больно ударило по настрою инвесторов. Среди корпоративных новостей самой громкой новостью стало IPO Сегежа, которая привлекла 30 млрд рублей на размещении. Кроме того, на прошлой неделе сильные результаты показали Сбербанк, Яндекс и Мосбиржа за 1K21 и Газпром за 4K20, Mail.ru Group, X5, Магнит и VEON отчитались в нейтральном ключе, а результаты Ленты оказались довольно слабыми. Стоит также отметить новое дело ФАС против сталелитейщиков (НЛМК, Северсталь и ММК) из-за аномального роста цен на плоский прокат, а также анонс обратного выкупа акций Норникелем на 2 млрд долл.
- Нефть выросла на 2%, все еще удерживаясь у локальных максимумов.** Несмотря на сложную ситуацию с коронавирусом в азиатском регионе, сдерживающая стратегия ОПЕК+ и восстанавливающийся спрос в Северной Америке и Европе продолжают удерживать нефтяные котировки у высоких значений. Еженедельная статистика в США была нейтральной: запасы нефти в стране выросли на 0,1 млн бар. (ожидали падение на 0,1 млн бар.), добыча снизилась на 100 тыс бар. в сутки до 10,9 млн бар. в сутки, а количество вышек сократилось на 1 до 343 единиц.

Емельянов Никита

nemelyanov@sistema-capital.com
 Директор департамента по работе с акциями

Ушаков Андрей

aushakov@sistema-capital.com
 Старший аналитик

Асатуров Константин

kasaturov@sistema-capital.com
 Управляющий директор

Костин Антон

akostin@sistema-capital.com
 Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
 Портфельный управляющий

	23.апр		30.апр
S&P 500	4180,2	→	4181,2
MMVB	3597,2	→	3544,0
Brent \$	66,1	→	67,3
₽/\$	75,0	→	75,2

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Евробонды развивающихся стран показали скромное снижение на 0,1% при росте ставок US Treasuries 5-10Y на 3-7 б.п. В отсутствие выраженной динамики безрисковых ставок стабилизация на глобальном рынке евробондов продолжилась. Отметим, что селективные идеи в качественном HY-сегменте показали опережающий ценовой прирост по сравнению с широким индексом. Так, евробонды индонезийского производителя энергетического угля *Bayan Resources-23 (BB-)* на фоне повышенных цен подросли на 1,4%, а доходность к погашению снизилась за месяц с 4,9 до 3,3%. Один из крупнейших в Бразилии производителей стали и железной руды *CSN (8-летний выпуск +0,4%)* продемонстрировал сильные финансовые результаты за 1кв2021г, а чистый долг снизился за год почти в 2 раза. Позитивные ожидания агентств по улучшению кредитного профиля *CSN* обусловили повышение кредитного рейтинга *CSN* с В до BB- за последние полгода. Из российских евробондов опережающую динамику показал субординированный выпуск *Alfa-Bank-30 (+0,8%)*.

По итогам заседания FOMC смягченная риторика сохранилась: параметры программы выкупа активов остаются прежними (\$120 млрд в месяц), регулятор по-прежнему заявил о преждевременности сворачивания ее объемов. Несмотря на повышенную рыночную оценку инфляционных ожиданий на горизонте 2-5 лет (2,60-2,75%), ФРС считает, что рост потребительских цен выше целевого ориентира в 2% будет носить временный характер. Ожидания относительно экономического роста остаются оптимистичными (рост ВВП США в 2021г может составить около 7% vs. оценка в марте 6,5% и 4,2% в декабре прошлого года). С учетом продолжения ценового ралли на сырьевых рынках мы считаем, что в среднесрочной перспективе в отсутствие «шоков» ставка *UST 10Y* повысится с текущего уровня 1,6 до 2,0% на конец 2021г и >2,0% в 2022г.

Стабилизация на рынке рублевого долга, корпоративные выпуски подросли в цене на 0,2%, а снижение коротких ОФЗ составило 0,6%. В начале прошедшей недели рынок продолжил переоценивать более стремительное повышение ключевой ставки ЦБ РФ. В первую очередь, это отразилось на выпусках гос.долга с погашением через 1-3 года, индекс которых скорректировался на 0,6%. В целом торговая активность в сегменте ОФЗ была достаточно низкой (дневной оборот был в 1,6 раза ниже, чем в среднем за месяц). На этом фоне Минфин привлек умеренный объем 30,7 млрд руб на 2-х лимитных аукционах (классические выпуски ОФЗ с погашением в 2031 и 2035гг). При этом премия составила 4-7 б.п. к уровням закрытия вторника, что во многом способствовало снижению цен долгосрочных ОФЗ в пределах 0,4-0,7% по итогам недели. Из блока макростатистики отметим сохранение недельной инфляции в России +0,2%, причем рост цен наблюдается во всех сегментах (сектор услуг, продукты питания, непродовольственные товары). Мы считаем, что повышательная инфляционная траектория побудит ЦБ к дальнейшей нормализации монетарной политики, ожидая подъема ключевой ставки на ближайшем заседании.

Сегмент/география	УТВ	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,9%	-0,2%	0,6%	-4,4%	-3,5%
EM IG	2,6%	-0,2%	0,6%	7,9%	-3,1%
EM HY	6,2%	0,1%	2,9%	22,7%	-0,6%
Рублевые облигации					
ОФЗ	6,5%	0,0%	0,6%	2,7%	-2,3%
Муниципальные	6,9%	0,1%	-0,3%	4,6%	-0,8%
Корпоративные	7,0%	0,2%	0,3%	5,3%	-1,0%

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

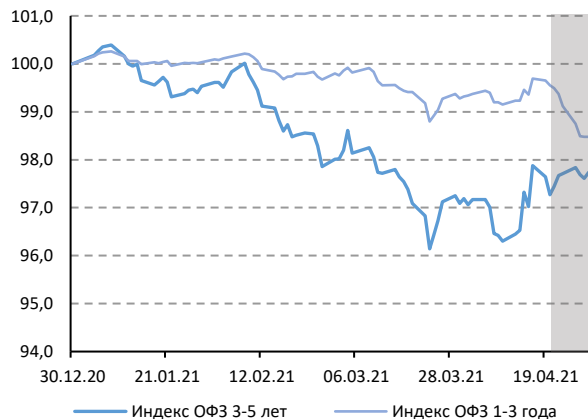
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Снижение цен коротких ОФЗ после заседания ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	16 июня	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	10 июня	-0,50%
ЦБ РФ	5,00%	11 июня	5,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



Комментарий по глобальному рынку акций

Сезон отчетностей в США перевалил за экватор, а значит можно подвести промежуточные итоги. В целом уже понятно, что он стал одним из самых успешных в истории (если не самым успешным).

Во-первых, 87% компаний отчитались лучше ожиданий. Это лучший результат за всю историю наблюдений. До пандемии было всего 2 квартала, когда более 80% компаний отчитывалось лучше ожиданий: III квартал 2009 года и II квартал 2018 года. Однако в обоих случаях результат был в районе 81%. Начиная с II квартала 2020 года в США стабильно больше 80% компаний отчитываются лучше ожиданий, но выше 87% пока не было.

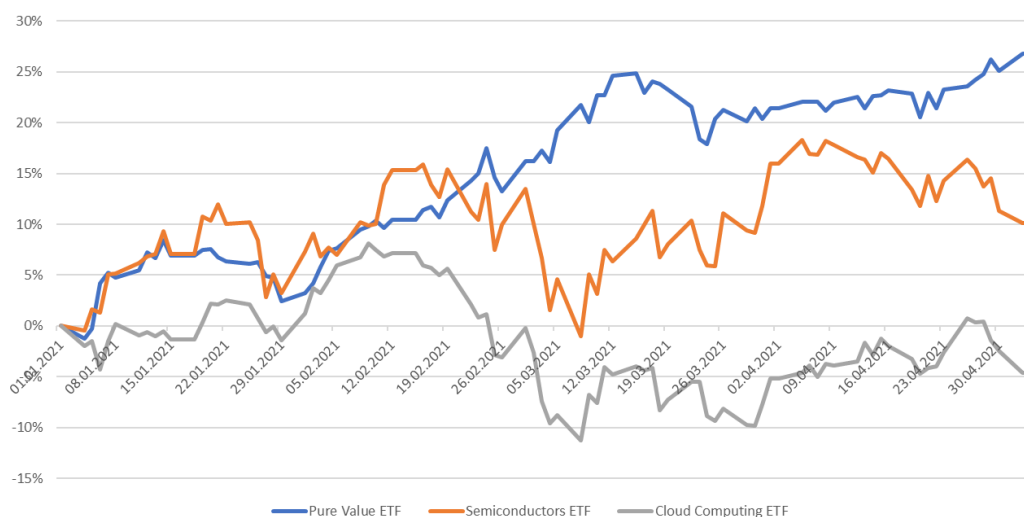
Во-вторых, ожидаемый EPS на следующий год (т.е. на 2022) за месяц с начала сезона отчетностей вырос на 3,3%. Это тоже один из лучших результатов в истории и лучший за последние 10 лет, если не считать I квартал 2018 года, когда аналитики закладывали в модели позитивный эффект от понижения налогов.

Интересно отметить, что такие позитивные прогнозы связаны не только с перспективами открытия экономики. Более того, повышение прогнозов по индексу NASDAQ было даже более сильным, чем по индексу S&P 500 Pure Value. Мы связываем это с тем, что в начале года менеджмент технологических компаний задал очень низкую планку на этот год из-за неопределенности, связанной с пандемией, а также из-за эффекта высокой базы 2020 года.

Однако отличные результаты технологических компаний не привели к росту их акций. Более того, за 5 дней с момента выхода первых результатов, индекс NASDAQ Composite проиграл индексу Pure Value 4,5%. При этом в отдельных сегментах технологического сектора отставание было ещё более значительным. Например, акции производителей микрочипов и облачных компаний проиграли индексу Pure Value около 8% за последние 5 торговых дней. Мы связываем такое драматичное отставание с новым витком ротации из Growth в Value на фоне ожидаемого выхода экономик развитых стран из локдаунов и повышения прогнозов по инфляции. Однако стоит отметить, что настолько сильное движение плохо обосновано фундаментально, тем более, что скорое окончание эпидемии в США и Великобритании уже давно не является новостью.

Отсутствие фундаментального обоснования хорошо заметно в том, как различные классы активов реагируют на новости. На прошлой неделе стоимость одной унции палладия превысила \$3000 на опасениях, что рост спроса на автомобили превысит возможное предложение. Одновременно с этим акции производителей автомобилей сильно просели из-за опасений, что дефицит полупроводников негативно скажется на продажах автомобилей. Интересно, что на этих же новостях сильно подешевели акции производителей электрокаров, в том числе и тех, кто пока не запустил производство. Это хороший пример, который показывает, что рынком сейчас движет идея ротации без оглядки на фундаментальную картину. В такой ситуации инвесторы в компании роста могут чувствовать себя некомфортно, но вместе с этим они получают возможность зайти в перспективные компании относительно дешево.

Рисунок 2. Pure Value ETF, Semiconductors ETF и Cloud Computing ETF с начала года.





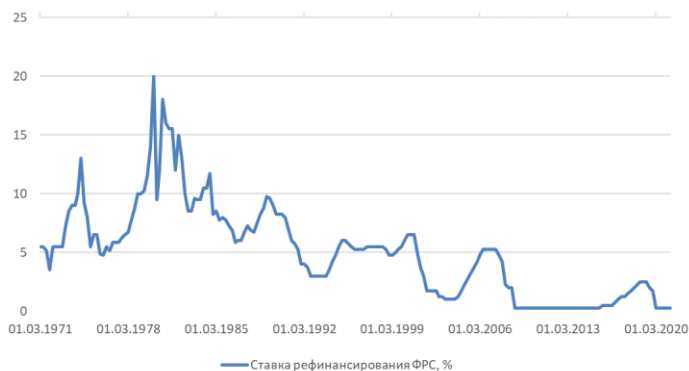
Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была скорее негативной. В США немного выросли первичные обращения за пособиями, рост заказов на товары длительного пользования не оправдал ожидания консенсуса, также немного хуже оказалась первичная оценка роста ВВП в 1 квартале. Негативную динамику продемонстрировали индексы деловой активности в промышленности от ISM и Markit, причём у первых падение произошло сразу на 4 пункта. В Китае всё было не так однозначно, PMI по данным агентства Caixin показал хороший рост, но по государственной оценке он снизился, в итоге мы вернулись к прежней истории, когда частная оценка более оптимистична. Европейские страны также отчитались по росту ВВП в 1 квартале, положительное значение зафиксировано только во Франции, а немецкая экономика потеряла около 1,7%. В Европе продолжает снижаться безработица, несмотря на не самые хорошие данные по пандемии. С точки зрения рынков труда европейские страны довольно хорошо преодолевают текущие трудности, это особенно важно в свете проблем в этой сфере в последние десятилетия.

На заседании ФРС не было никаких неожиданностей, регулятор не собирается повышать ставку в этом году. Но если мы посмотрим на историческую динамику, то увидим, что сохранение пониженной ставки обычно было краткосрочной мерой и лишь после кризиса 2008 года ставка оставалась низкой много лет. Учитывая отсутствие структурного ущерба экономике и её быстрое восстановление, вполне вероятен пересмотр позиции.

На этой неделе США отчитаются по рынкам труда за апрель. Ожидается существенный прирост рабочих мест, а также сохранение динамики на сокращение уровня безработицы. Китай отчитается по внешней торговле за апрель, консенсус ждёт существенного роста импорта при сокращении темпов роста экспорта, при этом по профициту торгового баланса прогнозируется обратная динамика, что выглядит нелогично. США отчитаются по торговому балансу за март, с учётом мартовских данных по Китаю логично было бы предположить сокращение дефицита. Тем не менее консенсус ждёт роста дефицита. Европейские страны начинают отчитываться по промышленному производству за март, ожидания позитивные. Учитывая неопределённость на фондовом рынке, макроэкономическая статистика может стать триггером для начала коррекционного движения.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
26 апр	USA	Durable Goods Ord.	Март P	2,3%	0,5%	-1,2%	-0,9%
28 апр	USA	Wholesale Inventories	Март P	0,5%	1,4%	0,6%	0,9%
28 апр	USA	FOMC Rate Decision	28 Апреля	0,25%	0,25%	0,25%	--
29 апр	USA	Initial Jobless Claims	24 Апреля	540K	553K	547K	566K
29 апр	USA	GDP Annualized QoQ	1Q A	6,7%	6,4%	4,3%	--
29 апр	Germany	Unemployment Change	Апрель	-10K	9K	-8K	-6K
29 апр	Germany	CPI MoM	Апрель P	0,5%	0,7%	0,5%	--
30 апр	USA	Personal Income	Март	20,3%	21,1%	-7,1%	-7,0%
30 апр	USA	Personal Spending	Март	4,1%	4,2%	-1,0%	--
30 апр	USA	U. of Mich. Sentiment	Апрель F	87,5	88,3	86,5	--
30 апр	China	Manufacturing PMI	Апрель	51,8	51,1	51,9	--
30 апр	China	Caixin China PMI	Апрель	50,9	51,9	50,6	--
30 апр	EU	GDP SA QoQ	1Q A	-0,8%	-0,6%	-0,7%	--
30 апр	EU	CPI MoM	Апрель P	0,5%	0,6%	0,9%	--
30 апр	EU	Unemployment Rate	Март	8,3%	8,1%	8,3%	8,2%
30 апр	Italy	GDP WDA QoQ	1Q P	-0,5%	-0,4%	-1,9%	-1,8%
30 апр	Germany	GDP SA QoQ	1Q P	-1,5%	-1,7%	0,3%	0,5%
30 апр	France	GDP QoQ	1Q P	0,0%	0,4%	-1,4%	--
30 апр	France	CPI MoM	Апрель P	0,2%	0,2%	0,6%	--
3 май	Germany	Retail Sales MoM	Март	3,0%	7,7%	1,2%	2,7%
3 май	USA	Markit US Manufacturing PMI	Апрель F	60,7	60,5	60,6	--
3 май	USA	Construction Spending	Март	1,6%	0,2%	-0,8%	-0,6%
3 май	USA	ISM Manufacturing PMI	Апрель	65,0	60,7	64,7	--



Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
4 май	USA	Trade Balance	Март	-\$74,3b	--	-\$71,1b	--
4 май	USA	Factory Orders	Март	1,3%	--	-0,8%	--
5 май	USA	ADP Employment	Апрель	873K	--	517K	--
6 май	USA	Initial Jobless Claims	1 Мая	540K	--	553K	--
6 май	UK	Bank of England Bank Rate	6 Мая	0,10%	--	0,10%	--
7 май	USA	Change in Nonfarm	Апрель	995K	--	916K	--
7 май	USA	Unemployment Rate	Апрель	5,8%	--	6,0%	--
7 май	Germany	Industrial Production MoM	Март	2,2%	--	-1,6%	--
7 май	France	Industrial Production MoM	Март	2,0%	--	-4,7%	--
7 май	Italy	Retail Sales MoM	Март	-0,6%	--	6,6%	--
7 май	China	Trade Balance	Апрель	\$27,8b	--	\$13,8b	--
7 май	China	Exports YoY	Апрель	24,6%	--	30,6%	--
7 май	China	Imports YoY	Апрель	44,0%	--	38,1%	--



ООО УК «Система Капитал». Российская Федерация, г. Москва, ул. Пречистенка, д. 17/9, телефон: +7 (495) 228-15-05, +7 (800) 737-77-00, 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.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов "Система Капитал – Высокие технологии" (в настоящем материале – ПИФ «Высокие технологии»). Регистрационный номер — 3417, дата регистрации — 09 Ноября 2017 года, регистрирующий орган — Банк России.