



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 прибавил почти 2% и вернулся к максимумам.** Неделя началась с болезненного падения, однако уже во вторник рынки прилично отскочили, а под конец недели S&P 500 вышел на максимумы.
- **Российский рынок потерял 1%, сильно уступив мировым площадкам.** Продолжающийся глобальный risk-off привел к падению развивающихся рынков, а вот развитые рынки по большей части закрылись в плюсе. Рубль и нефть при этом завершили неделю в нейтральной зоне. Из корпоративных новостей отметим достигнутую договоренность между США и Германией касательно «Северного потока-2», что было позитивно для Газпрома, сильные финансовые результаты сталелитейщиков за 1K21, позитивные операционные данные девелоперов (ПИК, Эталон) за тот же период, продажу QIWI 40% в «Точка Банк» банку Открытие и положительно принятый инвесторами день стратегии TCS Group по эквайрингу.
- **Нефть вернула 0,7% после падения недель ранее.** Стремительное распространение нового штамма коронавируса «Дельта+», вызывавшее опасения у инвесторов, отходит на второй план на фоне высоких темпов вакцинации, что вселяет надежду в нефтетрейдеров. После обновления договоренностей ОПЕК+ внимание инвесторов переключилось на переговоры по новой ядерной сделке с Ираном, которые пока что зашли в тупик и, вероятно, возобновятся уже после инаугурации новоизбранного президента страны в августе. По данным Wall Street Journal, США не исключают новые санкции в случае провала переговоров, и, согласно WSJ, под удары могут попасть продажи нефти Ирана в Китай (правда, эффективность таких санкций вызывает большие сомнения). Еженедельная статистика в США была негативной: запасы нефти в стране выросли на 2,1 млн бар. (ожидали падение на 3,9 млн бар.), добыча не изменилась и осталась на уровне 11,4 млн бар. в сутки, а количество вышек увеличилось на 7 до 387 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

	16.июл		23.июл
S&P 500	4327,2	→	4411,8
MMVB	3770,2	→	3734,5
Brent \$	73,6	→	74,1
₽/\$	74,1	→	73,8

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg



Инструменты с фиксированной доходностью

Глобальные евробонды почти не изменились в цене при росте волатильности ставок US Treasuries. Ухудшение настроений инвесторов, связанного с рисками замедления экономики при распространении штаммов коронавируса, продолжилось и в начале прошлой недели. Дополнительным (спекулятивным) триггером понижения инфляционных ожиданий стала 7%-я коррекция цены на нефть после продления соглашения ОПЕК+. На таком risk-off волатильность безрисковых ставок резко возросла, а доходности UST 10Y изменялись в диапазоне 1,15-1,30%, закрывшись по итогам недели на отметке 1,28%. Избыточная ликвидность в системе при смягченной риторике Федрезерва определяет позиционирование инвесторов в казначейских облигациях США, которое является нетрадиционным при росте экономики и инфляции опережающими темпами. Отметим, что текущие ставки UST находятся вблизи уровней февраля, когда не было начато рассмотрение членами ФРС вопроса сворачивания программы выкупа активов, а прежние оценки роста ВВП и инфляции были значительно ниже существующих пересмотренных прогнозов.

ОФЗ прервали понижительную тенденцию предыдущих недель, прибавив в цене ~0,5-1,5%. ЦБ РФ повысил ключевую ставку на 100 б.п. до 6,5%, не исключая дальнейшего ужесточения ДКП. При возросшей турбулентности на рынках рублевые облигации показали устойчивость. 10-летние ОФЗ выросли в цене на 1,5%, что было значительно лучше локальных долговых рынков развивающихся стран. Возможно, в преддверии заседания ЦБ рынок рассчитывал на сигналы о завершении/близости цикла повышения ставки и начал учитывать это в ценах заранее. Мы также допускаем, что переговоры Д.Байдена и А.Меркель по проекту Северный поток-2 могли способствовать дальнейшему ослаблению санкционных рисков. На наш взгляд, резкий рост цен ОФЗ за короткий срок при укреплении курса рубля присущ периодам притоков средств нерезидентов. Дополнительную поддержку оказали успешные итоги аукциона Минфина: спрос на 10-летние ОФЗ превысил предложение 20 млрд руб почти в 3 раза, а премия ко вторичному рынку отсутствовала. Недельная инфляция осталась неизменной, хотя замедление роста потребительских цен в июле-августе носит сезонный характер и ожидается рынком.

Ключевым же событием стало заседание ЦБ РФ, на котором ключевая ставка была повышена с 5,5 до 6,5%. Хотя шаг в 100 б.п. не стал большим «сюрпризом», важнее были риторика/ожидания регулятора, «мягкости» в которых не прослеживалось. Во-первых, баланс рисков сместился в сторону проинфляционных, а прогноз инфляции на 2021г был повышен еще на 1% до 5,7-6,2%. Во-вторых, по оценкам ЦБ, средний уровень ставки с 26 июля до конца года будет находиться в диапазоне 6,5-7,1%, т.е. не исключен дальнейший подъем ставки осенью-зимой. «Ястребиный» настрой ЦБ продиктован необходимостью сдерживания инфляции и ее возвращения к 4,0-4,5% к концу 2022г. Это является позитивным моментом для длинных ОФЗ с доходностью ~7% в более долгосрочной перспективе.

Сегмент/география	УТВ	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,8%	0,2%	1,2%	-2,7%	-1,5%
EM IG	2,4%	0,1%	0,8%	2,0%	-0,7%
EM HY	6,3%	-0,4%	-0,4%	8,1%	0,6%
Россия	2,5%	0,1%	0,6%	3,0%	0,1%
Азия	3,3%	-0,2%	0,1%	2,0%	-0,3%
Бразилия	3,6%	-0,1%	0,0%	9,4%	0,0%
Мексика	4,1%	-0,1%	0,8%	9,4%	-0,2%
Турция	5,1%	-0,2%	0,8%	10,5%	0,8%
Рублевые облигации					
ОФЗ	6,8%	0,8%	0,9%	-2,6%	-3,6%
Муниципальные	7,3%	0,1%	-0,3%	0,9%	-1,3%
Корпоративные	7,6%	0,1%	-0,4%	1,0%	-1,9%

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

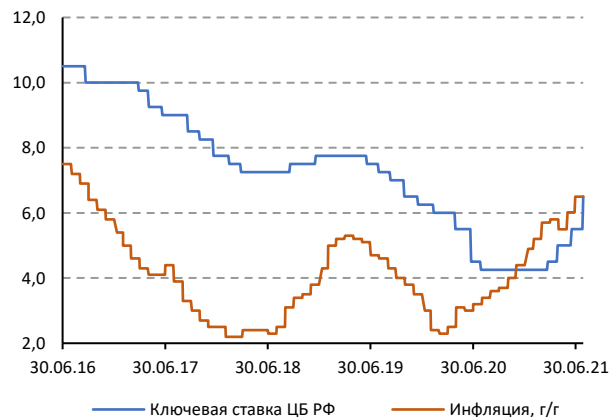
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Ужесточение политики ЦБ РФ при растущей инфляции, %



Источник: ЦБ РФ, Росстат, Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	28 июля	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	9 сентября	-0,50%
ЦБ РФ	6,50%	10 сентября	6,50%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



Комментарий по глобальному рынку акций

Все риски для рынка акций можно разделить на 2 категории: события, приводящие к понижению EPS и события, приводящие к понижению мультипликаторов, и до конца 2021 года мы можем увидеть частичную реализацию обоих.

Во-первых, высокая инфляция, окончательная победа над вирусом и постепенный переход к более жесткой монетарной политике могут привести к новому витку повышения доходностей US Treasuries. Последние 40 лет доходности на долговых рынках преимущественно снижались, но до этого, во второй половине 70х доходности по 10-летним US Treasuries выросли с 7% до 16% (в том числе на фоне высокой инфляции). Это привело к существенному снижению мультипликаторов на рынке акций, а коэффициент P/E для индекса S&P 500 держался в районе 10 несколько лет.

Но не обязательно отматывать 45 лет назад, чтобы посмотреть как рост доходностей может повлиять на рынок акций. Самое сильное снижение мультипликаторов в промежутке между двумя последними рецессиями случилось в 2018 году. Тогда P/E для индекса S&P 500 снизился с 18 до 14. Ответственность за такой существенный дерейтинг могут разделить рост доходностей и торговые войны. При этом рост доходностей (на фоне повышения процентных ставок) оказал большее влияние на снижение мультипликаторов. За полгода с ноября 2017 по май 2018 доходность по 10-летним UST выросла на 0,7%, коэффициент P/E упал с 18,5 до 16. Мы считаем, что рост доходностей до «предковидных» уровней в 2% вполне реален в ближайшие 6-12 месяцев, а это как раз +0,7% к текущему уровню. Если на этом фоне мультипликаторы вернуться к уровню начала 2020 года, то по масштабу это будет движение, аналогичное 2018 году (-2,5 пункта по P/E).

Во-вторых, повышение налогов в 2022 году может привести к понижению прогнозов по EPS на 5%. Правда, мы считаем, что прогнозы на следующий год перед этим все же несколько вырастут, так что с текущих уровней понижение будет не таким сильным. Тем не менее, налоговая реформа, необходимость повышать зарплату и увеличение стоимости комплектующих и сырья могут привести к длительному периоду стагнирующей EPS.

На графике ниже видно, что необходимым условием для существенного падения рынка акций является понижение прогнозов по EPS. Сопутствующий рост доходностей может усугубить картину (нечто подобное мы видели в 2018 году), однако эти два события все-таки редко происходят одновременно. В связи с этим мы не считаем, что в ближайшее время возможна коррекция рынка на 15-20%, однако падение в 5-10% мы считаем весьма вероятным до конца этого года.

Рисунок 2. S&P 500 и ожидаемый EPS на следующие 12 месяцев



Источник: Bloomberg



Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была в целом нейтральной. ЕЦБ оставил основные ставки без изменений, а в риторике регулятора не было существенных изменений. В США подскочило количество первичных обращений за пособиями, хотя рынок ожидал сохранения понижательного тренда. Приятно удивили продажи в ритейле Великобритании и индекс деловой активности в промышленности США от агентства Markit.

Строительство новых домов в США превысило ожидания рынка, а продажи на вторичном рынке немного не дотянули до прогноза. Хотя в последнее время могло сложиться ощущение замедления на рынке, на более длинном горизонте хорошо видно, что мы всё ещё находимся на довольно высоких уровнях.

На этой неделе выйдет большой объём статистики. В центре внимания будет заседание ФРС в эту среду, мы не ждём изменений по ставке или риторике, но для рынков будет важно ещё раз услышать заверение по сохранению текущего курса. Также в США и европейских странах выйдут первые оценки по росту ВВП за 2 квартал. Ожидания довольно оптимистичные, при этом более низкие значения по США могут быть восприняты с большим позитивом, так как это повлияет на ожидания по ставкам. Также Европа отчитается по инфляции за июль, ожидания дефляционные. Китай отчитается по индексу деловой активности в промышленности за июль, консенсус ждёт замедления показателей. В целом неделя будет довольно волатильной, в дополнение к статистике выйдет большой объём квартальных результатов.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
20 июл	USA	Housing Starts	Июнь	1590K	1643K	1572K	1546K
22 июл	USA	Initial Jobless Claims	17 Июля	350K	419K	360K	368K
22 июл	USA	Leading Index	Июнь	0,8%	0,7%	1,3%	1,2%
22 июл	USA	Existing Home Sales	Июнь	5,90m	5,86m	5,80m	5,78m
22 июл	USA	Markit US Manufacturing PMI	Июль P	62,0	63,1	62,1	--
22 июл	EU	ECB Main Refinancing Rate	22 Июля	0,00%	0,00%	0,00%	--
22 июл	EU	ECB Deposit Facility Rate	22 Июля	-0,50%	-0,50%	-0,50%	--
23 июл	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Июнь	-0,1%	0,5%	-1,4%	-1,3%

Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
26 июл	USA	New Home Sales	Июнь	800K	--	769K	--
27 июл	USA	Durable Goods Ord.	Июнь P	2,0%	--	2,3%	--
28 июл	USA	Wholesale Inventories	Июнь P	1,1%	--	1,3%	--
28 июл	USA	FOMC Rate Decision	28 Июля	0,25%	--	0,25%	--
29 июл	USA	Initial Jobless Claims	24 Июля	380K	--	419K	--
29 июл	USA	GDP Annualized QoQ	2Q A	8,5%	--	6,4%	--
29 июл	Germany	Unemployment Change	Июль	-29K	--	-38K	--
29 июл	Germany	CPI MoM	Июль P	0,6%	--	0,4%	--
30 июл	USA	Personal Income	Июнь	-0,4%	--	-2,0%	--
30 июл	USA	Personal Spending	Июнь	0,7%	--	0,0%	--
30 июл	China	Manufacturing PMI	Июль	50,8	--	50,9	--
30 июл	Italy	GDP WDA QoQ	2Q P	1,3%	--	0,1%	--
30 июл	France	GDP QoQ	2Q P	0,8%	--	-0,1%	--
30 июл	France	CPI MoM	Июль P	-0,1%	--	0,1%	--
30 июл	Germany	GDP SA QoQ	2Q P	2,0%	--	-1,8%	--
30 июл	EU	GDP SA QoQ	2Q A	1,5%	--	-0,3%	--
30 июл	EU	CPI MoM	Июль P	-0,3%	--	0,3%	--
2 авг	China	Caixin China PMI	Июль	51,0	--	51,3	--

Источник: Bloomberg



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.