



Еженедельный обзор рынков

- Индекс S&P 500 вырос на 0,3% за неделю.** Основной вклад в рост индекса продолжают вносить акции нескольких крупнейших технологических компаний. Без Apple, Amazon, Microsoft и Nvidia индекс закрылся бы в красной зоне. Среди аутсайдеров акции финансового сектора и сырьевые компании. Такое движение может объясняться началом новой волны пандемии в Европе, хотя в США динамика по заболевшим сейчас нейтральная.
- Российский рынок потерял 2,5%.** На прошедшей неделе российский рынок отыгрывал падение цен на нефть, а также рост геополитической напряжённости, рубль подешевел относительно доллара на 0,6%. Из основных событий за неделю отметим успешное IPO СПБ биржи, сильную отчётность Русагро, Ozon и Headhunter, продажу ВТБ своей доли в Магните, а также замену с декабря в топ-4 индекса MSCI 10/40 акций Новатэк на Яндекс, что привело к распродаже в акциях первой.
- Нефть потеряла за неделю 4% на активных действиях США.** Администрация Байдена обратилась с предложением к Китаю, Индии, Японии и Южной Корее начать распродавать стратегические запасы нефти, чтобы снизить цены на ресурсы. Сами США планируют направить на рынок 18-45 млн. баррелей до конца года. Официального ответа пока не поступило, но Китай приступил к продаже части своих запасов. Еженедельная статистика в США была позитивной: запасы нефти в стране уменьшились на 2,1 млн бар. (ожидали рост на 1,2 млн бар.), добыча снизилась на 100 тыс. бар в сутки до 11,4 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 7 до 461 единиц.

Ушаков Андрей

aushakov@sistema-capital.com
Старший аналитик

Асатуров Константин

kasaturov@sistema-capital.com
Управляющий директор

Терпелов Дмитрий

dterpelov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

Костин Антон

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

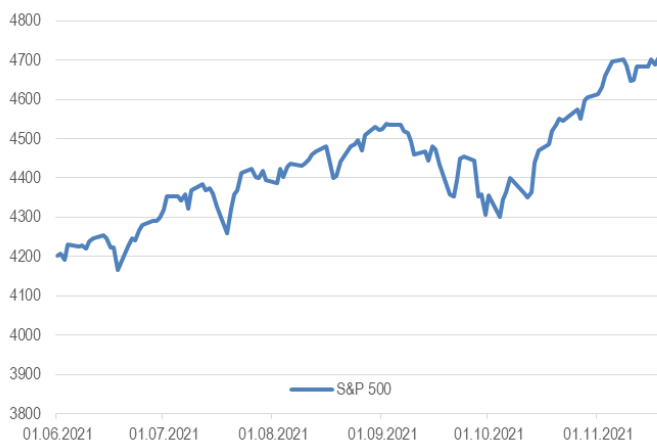
Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

	12.ноя		19.ноя
S&P 500	4682,9	→	4698,0
MMББ	4121,7	→	4016,5
Brent \$	82,2	→	78,9
₽/\$	72,9	→	73,4

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg



Инструменты с фиксированной доходностью

Глобальные евробонды почти не изменились в цене при стабилизации ставок UST по итогам волатильной недели. Улучшение ожиданий в потребительском секторе США после публикации данных по розничным продажам (рост в октябре на 1,7% м/м по сравнению с 0,8% месяцем ранее и прогнозом 1,4%) способствовало повышению ставок UST 10Y почти на 10 б.п. до 1,64%. Учитывая инфляционный импульс и дальнейшее восстановление рынка труда, рынок ожидает почти 3-кратный подъем ставки ФРС к фев'23. Об увеличении темпов сворачивания программы выкупа активов с текущего объема в \$15 млрд/месяц заявил зампред Федрезерва, а ряд представителей высказываются за повышение ставки со 2К'22. Однако риск введения lockdowns в странах ЕС при ухудшении ситуации с Covid-19 ограничивает рост безрисковых ставок, именно поэтому в конце недели наблюдалось их снижение на 5-7 б.п. до 1,55%.

Ценовое снижение на рынке рублевого долга возобновилось на фоне ужесточения тональности главы ЦБ РФ. «Ястребиная» риторика Э.Набиуллиной в отношении ускорения роста потребительских цен вызвала распродажи вдоль всей кривой доходностей ОФЗ. В большей степени под давлением оказались выпуски с погашением 2-6 лет (прирост ставок на 35-45 б.п.), что отражает ожидания по сохранению повышенной ключевой ставки на более длительный срок. Длинные выпуски с погашением 10-15 лет прибавили в доходности 25-30 б.п., потеряв в цене 2%.

Более жесткая позиция регулятора заключается в необходимости продолжения подъема ключевой ставки при растущей инфляции. Устойчивость ряда компонент инфляции порождает повышенные инфляционные ожидания. Возможно, что помимо повышения ставки в декабре может понадобиться дальнейшее ужесточение политики в 2022г. Мы считаем, что при решимости ЦБ сдерживать инфляцию высокочастотен подъем ключевой ставки на следующем заседании как минимум на 75 б.п. Между тем, недельная инфляция несколько повысилась с 0,09 до 0,18%, с начала года рост цен потребителей составляет 6,8%. Отметим, что говорить о значительном повышении инфляции после заседания ЦБ в октябре пока не приходится, по оценкам ЦБ прогнозный диапазон регулятора 7,4-7,9% остается без изменений. Вероятно, что ЦБ в большей степени обеспокоен повышенными ожиданиями. В текущих условиях мы сохраняем позиционирование портфелей консервативным с дюрацией 1-2 года.

В конце недели на рынке произошло весьма неожиданное событие – приостановление торгов облигациями Роснано на фоне сложного финансового положения. Компания провела встречу с кредиторами и крупнейшими держателями облигаций, на которой обсуждались сценарии реструктуризации долга. Объем облигационных рублевых выпусков составляет чуть более 70 млрд руб. Для гос.компании такое развитие событий является беспрецедентным. Ранее потребности в финансировании обеспечивались за счет гос.поддержки, поэтому рейтинг от Fitch “BBB”. В ходе торгов в понедельник цены облигаций снижались на 3-30%. При отсутствии дополнительной информации мы воздерживаемся от покупок в отношении облигаций Роснано.

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

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)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Изменение доходностей ОФЗ за неделю



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	15 декабря	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	16 декабря	-0,50%
ЦБ РФ	7,50%	17 декабря	8,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал

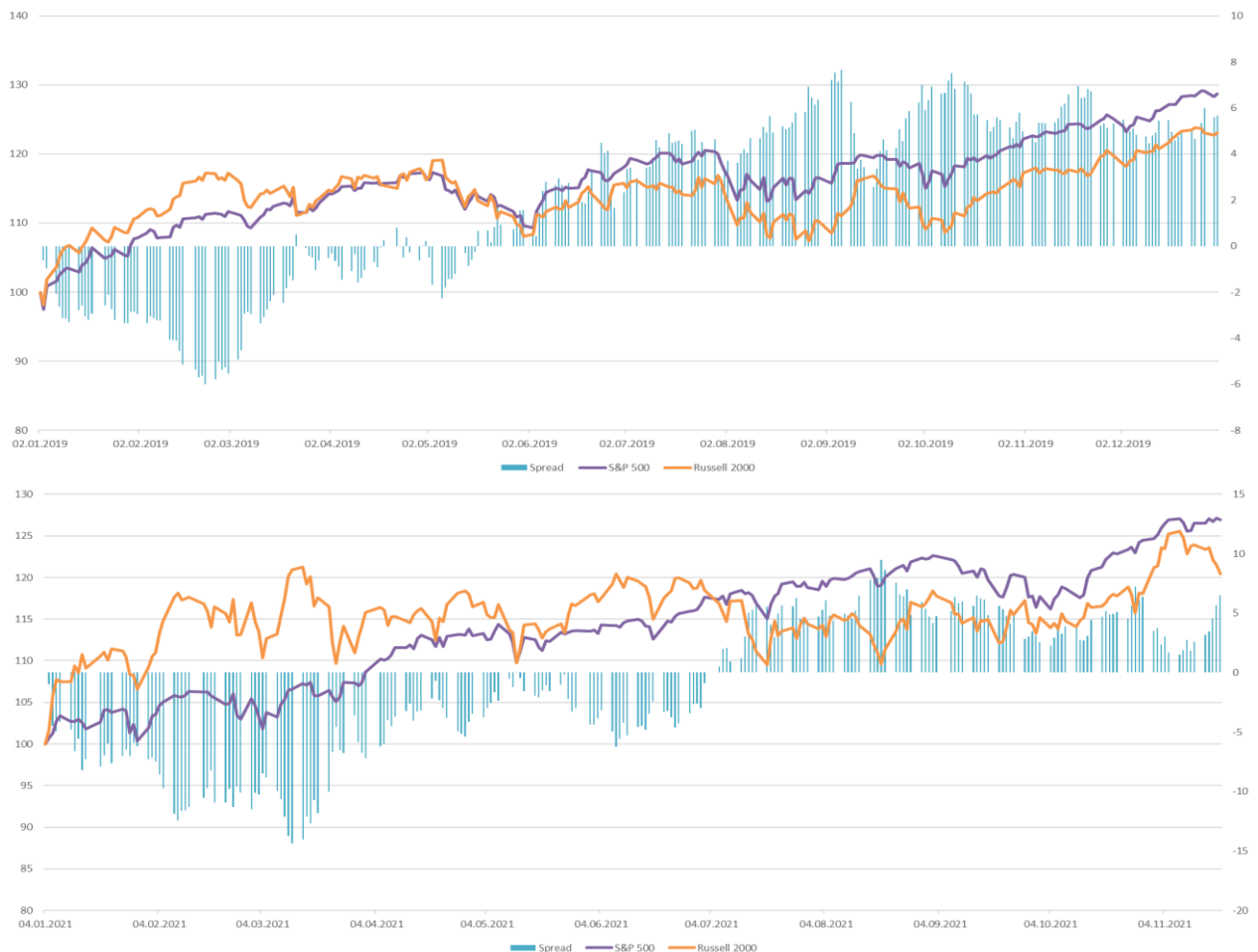


Комментарий по глобальному рынку акций

В предыдущем выпуске мы разобрали динамику рынка при разделении на компании роста и стоимостные акции, при этом отметив, что в этом году мы ориентируемся на другие факторы для аллокации активов. Во второй половине года мы начали увеличивать долю второго эшелона из-за его отстающей динамики относительно первого, но сейчас важно определить, когда может случиться разворот и как долго может продолжаться этот андерперформанс.

Если убрать подписи по временной шкале с первого графика, то не каждый управляющий определит, что речь идёт не о текущей ситуации на рынке. В 2019 году мы наблюдали крайне похожую картину, вызванную тогда инверсией кривой доходностей американских гос. облигаций. Инвесторы опасались возможной коррекции и переключались в более надёжные и защитные бумаги. Продолжалось это до самой коррекции на пандемии в начале 2020 года, а спред схлопнулся только к концу 2020 года. Получается, что рынок может пребывать довольно долго в таком выжидательном состоянии и ему не важно, чем именно будет вызвана коррекция, важно её наличие. При том, что во время коррекций второй эшелон всё равно падает сильнее, напрашивается решение также инвестировать только в голубые фишки. Но этот вывод скорее справедлив для индексного инвестирования и не учитывает альфу управляющего от селективного выбора отдельных идей.

Рисунок 2. Динамика индексов S&P 500 и Russell 2000 в 2019 и 2021 годах





Корпоративные истории

splunk® >

Одним из аутсайдеров последней недели стали акции компании Splunk, снижение составило порядка 21%. Причиной падения стал уход исполнительного директора Дугласа Мерритта, который занимал эту должность с 2015 года. Для рынка это стало сюрпризом, о неожиданности такого шага говорит назначение на роль временно исполняющего обязанности председателя совета директоров, ведь обычно преемника стараются найти заранее. В связи с этим возникает вопрос, как можно оценить вклад в успехи компании отдельно взятого человека, действительно ли Splunk с 6,5 тыс. сотрудников, выстроенной моделью работы, долгосрочными контрактами с контрагентами и клиентами без своего CEO стоит на 5 млрд. \$ дешевле?

На самом деле падение акций после ухода кого-то из ключевых топ-менеджеров обычная практика на рынке. И объясняется это скорее ростом неопределённости касательно будущей стратегии развития, чем сожалением по поводу ухода конкретного сотрудника. Чаще всего такое падение отыгрывается в момент прихода нового руководителя и оглашения его взгляда на развитие. Конечно, на рынке есть и незаменимые личности, без которых компания может потерять гораздо больше. Первым на ум приходит Илон Маск, которого инвесторы не рискнули отстранить от работы даже после череды скандалов и противостояния с комиссией по ценным бумагам. Хотя с операционной точки зрения давно всё выстроено и работает без него, его вклад в текущую оценку акций сложно переоценить.

Есть и обратный пример на рынке, когда акции растут на приходе специалиста с хорошим треком. В начале 2017 года акции железнодорожной компании CSX прибавили 25% на слухах, что компанию возглавит легенда отрасли Хантер Харрисон. В роли нового CEO он успел проработать менее года, за которое успел разработать и внедрить новую стратегию развития, благодаря которой компания существенно повысила маржинальность и вернулась к росту выручки. Несмотря на смерть Хантера, акции не потеряли полученный ранее рост, так как самое главное – долгосрочную стратегию развития, компания получила, а следовать ей мог и другой руководитель.

В случае со Splunk, Мерритт занимался трансформацией компании в облачный бизнес и успешно справился с задачей. Но в последний год, когда требовались уже компетенции по агрессивному росту, результаты были не такими хорошими, как ждал рынок. Поэтому мы не драматизируем текущую ситуацию, сохраняем позитивный взгляд на акции компании и ждём назначения нового CEO.



Макроэкономическая статистика

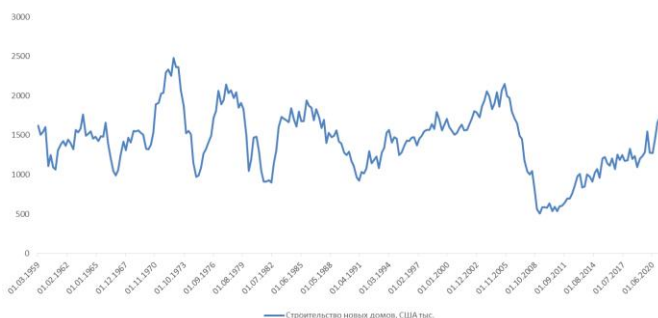
Статистика на прошедшей неделе была скорее позитивной. В США лучше ожиданий выросло промышленное производство и продажи в ритейле за октябрь. Также ускорился рост индекса опережающих индикаторов. В Великобритании сильнее ожиданий сократилась безработица, а также вышли хорошие цифры по ритейлу.

В США немного снизилось строительство новых домов, но текущие уровни исторически считаются скорее нейтральными и говорят о хорошем состоянии экономики.

На этой неделе вновь основная статистика поступит из США, которые продолжают публикацию октябрьских данных по рынкам недвижимости, консенсус нейтральный. Также выйдут цифры по росту частных доходов и расходов, динамика последних продолжает опережать, что не может продолжаться продолжительное время, а также косвенно сигнализирует о сохранении негативного момента по инфляции. США и Германия сделают очередные переоценки по росту ВВП за 3 квартал, по первым возможно небольшое улучшение. Предстоящая неделя будет короткой из-за празднования в США дня благодарения. Мы ожидаем сохранения высокой волатильности в акциях второго эшелона, при этом первый может вновь выступить островком стабильности.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
16 ноя	USA	Industrial Production MoM	Октябрь	0,9%	1,6%	-1,3%	--
16 ноя	USA	Retail Sales Advance	Октябрь	1,4%	1,7%	0,7%	0,8%
16 ноя	EU	GDP SA QoQ	3Q P	2,2%	2,2%	2,2%	--
16 ноя	UK	ILO Unemployment	Сентябрь	4,4%	4,3%	4,5%	--
17 ноя	UK	CPI MoM	Октябрь	0,8%	1,1%	0,3%	--
17 ноя	USA	Housing Starts	Октябрь	1579K	1520K	1555K	1530K
18 ноя	USA	Initial Jobless Claims	13 Ноября	260K	268K	267K	269K
18 ноя	USA	Leading Index	Октябрь	0,8%	0,9%	0,2%	--
19 ноя	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Октябрь	0,5%	0,8%	-0,2%	0,0%

Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
22 ноя	USA	Existing Home Sales	Октябрь	6,18m	--	6,29m	--
23 ноя	USA	Markit US Manufacturing PMI	Ноябрь P	59,1	--	58,4	--
24 ноя	USA	Initial Jobless Claims	20 Ноября	261K	--	268K	--
24 ноя	USA	Wholesale Inventories	Октябрь P	1,1%	--	1,4%	--
24 ноя	USA	GDP Annualized QoQ	3Q S	2,2%	--	2,0%	--
24 ноя	USA	Durable Goods Ord.	Октябрь P	0,2%	--	-0,3%	--
24 ноя	USA	Personal Income	Октябрь	0,2%	--	-1,0%	--
24 ноя	USA	Personal Spending	Октябрь	1,0%	--	0,6%	--
24 ноя	USA	U. of Mich. Sentiment	Ноябрь F	66,9	--	66,8	--
24 ноя	USA	New Home Sales	Октябрь	800K	--	800K	--
25 ноя	Germany	GDP SA QoQ	3Q F	1,8%	--	1,8%	--

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.