



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 прибавил 1,3% и преодолел уровень в 4600 пунктов.** Динамику индекса на прошедшей неделе задавали отчёты крупнейших технологических компаний. Большая часть FAANG отчиталась негативно, но акции сохранили свои уровни, а основной позитивный вклад внесла Tesla, которая потянула за собой всю отрасль электрического транспорта.
- **Российский рынок продолжает коррекцию, теряя еще 1,1%.** При этом в долларовом выражении индекс упал почти на 2%, что однако было частично скомпенсировано ослаблением рубля примерно на 1%. В корпоративном мире продолжается сезон отчетностей за 3К21: слабые результаты показал ММК, а Северсталь и НЛМК отчитались в нейтральном ключе. Отметим нейтральные операционные данные Полюса, Полиметалл, Okey Group, Evraz, Русала и En+ за последний квартал, а также нейтральную отчетность Мосбиржи, ММК, Сбербанк, Ленты, НОВАТЭКа, Mail.ru и сильные результаты Магнита, ВТБ, Яндекса, VEON за 3К21. Стоит сказать и о предложении Минфина изменить режим налогообложения дополнительных доходов в нефтегазовой отрасли для месторождений Западной Сибири, соответствующих определенным критериям, что должно стимулировать рост производства.
- **Нефть потеряла еще 1% на фоне новостей из Китая.** Власти Поднебесной заявили, что продадут запасы топлива из государственных резервов, чем немного охладил рынок. Еженедельная статистика в США была нейтральной: запасы нефти в стране выросли на 4,3 млн бар. (ожидали рост на 1,5 млн бар.), добыча не изменилась и осталась на уровне 11,3 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 1 до 444 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

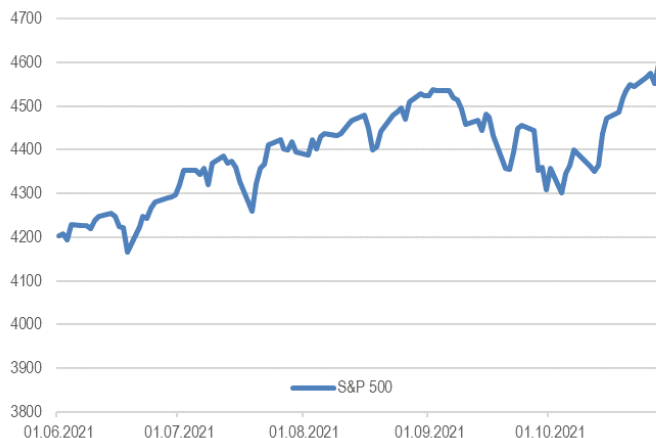
Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

	22.окт		29.окт
S&P 500	4544,9	→	4605,4
MMVB	4197,0	→	4150,0
Brent \$	85,5	→	83,7
₽/\$	70,3	→	71,0

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg



Инструменты с фиксированной доходностью

Евробонды развивающихся стран прибавили в цене 0,4% при стабилизации ставок UST. Некоторое снижение инфляционных ожиданий в США способствовало улучшению настроений инвесторов и ценовому приросту евробондов от 0,2 до 1,1%. Несмотря на более слабые данные по росту ВВП США за 3-й квартал (в годовом выражении 2,0% vs. прогноз 2,6%), вероятность подъема ставки ФРС в следующем году продолжила расти. Теперь рынок ожидает ее повышения на 25 б.п. в июле 2022г и еще на 25-35 б.п. к концу 2022г. Фактор инфляционного давления привел к пересмотру рыночных оценок по ужесточению монетарной политики не только ФРС, но и ЕЦБ, Банка Англии. На этом фоне рост коротких ставок является более заметным, чем на длинном участке кривой. На предстоящей неделе в фокусе инвесторов будет заседание FOMC, по итогам которого мы ожидаем объявления о начале сокращения программы выкупа активов с текущих \$120 млрд в месяц и параметров сворачивания QE, а также сигналов о вероятном подъеме ставки в 2022г.

При повышенных ценах на нефть лучше рынка выглядели евробонды ЛатАм, в частности, PEMEX-28 (+1,2%), Petrobras-31 (+1,1%). В целом долгосрочные суверенные выпуски IG-категории (Россия, Мексика, Индонезия) закрылись в положительной зоне, прибавив 0,5-1,2%. Хуже широкого рынка оказались в основном евробонды HY-сегмента, которые до этого скорректировались незначительно: VEON-27 (-0,6%), Omantel-28 (-0,1%), Adecoagro-27 (-0,1%).

Коррекция на рынке рублевых облигаций продолжилась, цены ОФЗ снизились на 1,1-2,6% при переоценке рынком ДКП ЦБ РФ. Изменение курса ЦБ на более стремительное ужесточение монетарной политики стало неожиданным для рынка, поскольку ранее регулятор прогнозировал лишь постепенный подъем ключевой ставки с шагом 25 б.п. В результате после заседания ЦБ кривая доходностей ОФЗ сместилась вверх на 50-70 б.п., что было заметно хуже локальных долговых рынков развивающихся стран. Снижение цен облигаций сопровождалось и оттоком средств нерезидентов ~70 млрд руб, хотя говорить о масштабных продажах пока не приходится.

Пересмотр ожиданий по уровню ключевой ставки, в первую очередь, обусловлен возросшими инфляционными рисками. На прошлой неделе инфляция снова оказалась повышенной по сравнению с предыдущими годами, составив 0,28%, а с начала года 6,3%. В случае сохранения инфляционного тренда к концу 2021г рост потребительских цен может оказаться ближе к верхней границе прогнозируемого диапазона ЦБ 7,4-7,9%. В связи с этим мы не исключаем, что ЦБ может снова повысить ставку на 75 б.п. до 8,25%. Отметим, что среди крупнейших развивающихся стран ЦБ РФ является не единственным, кто агрессивно повышает ставки для обуздания растущей инфляции. На прошлой неделе ЦБ Бразилии повысил ставку сразу на 150 б.п. до 7,75% и прогнозирует аналогичный шаг подъема на заседании в декабре. В условиях неопределенности по инфляции мы сохраняем позиционирование портфелей консервативным с дюрацией 1-2 года.

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

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

EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

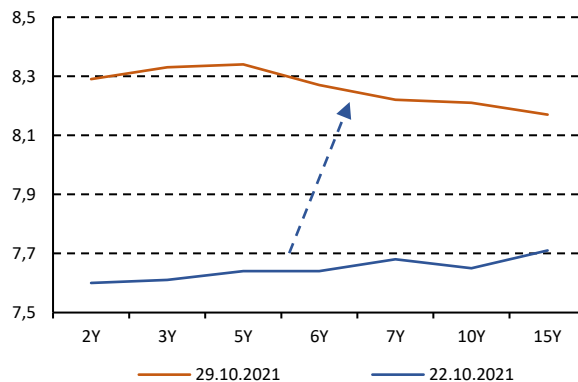
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Смещение кривой доходностей ОФЗ после заседания ЦБ, %



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	3 ноября	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 прошлый четверг Джо Байден анонсировал новый план по изменению налогов «Build Back Better», который, правда, должен еще получить одобрение со стороны двух палат Конгресса. С корпоративной точки зрения он заключается в установке минимального корпоративного налога в размере 15%, если корпорация принесла прибыль более 1 млрд \$ (т.е. тут не помогут различные налоговые активы и другие маневры), повышении налога на зарубежный доход до 15% и введении 1%-го налога на buyback. С учетом предложенных мер в части налогообложения физических лиц (дополнительные налоги для состоятельных американцев) план может принести в бюджет почти 2 трлн \$, 1,75 трлн \$ из которых будут инвестированы в развитие ряда социальных и экологических инициатив. Из последних отметим чистую энергетику (555 млн \$), дошкольные детские заведения (400 млн \$) и вопросы иммиграции (100 млн \$), как наиболее интересные направления. В итоге, согласно Predictit.org, почти 93% не ожидают повышения ставки корпоративного налога и только 4% ждут рост ставки с 21% до 21-24%.

Говоря об эффекте на корпорации, мы предполагаем снижение прибылей компаний S&P500 примерно на 3%, что ниже уровня, который закладывал рынок как следствие налоговой реформы. Что касается отраслей, то мы считаем IT (из-за минимального налога) и финансовый (из-за buyback) сектора как наиболее сильно подверженные предложенным изменениям. При этом сектора энергетики и материалов выглядят наименее пострадавшими в случае принятия изменений.

Что касается эффекта на акции, то мы выделяем общий позитивный фон (на этом рынок и рос в конце прошлой недели), а также отмечаем отдельных бенефициаров. Последние включают компании с низким уровнем рентабельности, отсутствием зарубежных доходов, а также представителей строительного подсегмента и чистой энергетики (выросли на 5% и 12% соответственно за последние пару недель) благодаря потенциальным дополнительным вливаниям в эти отрасли со стороны властей.

Таблицы 1. Предлагаемые инвестиции и дополнительные налоговые поступления согласно “ВВВ”, млрд долл.

Предлагаемые инвестиции:		Дополнительные налоговые поступления:	
Дошкольное образование	400	Минимальный корпоративный налог в 15%	325
Надомное социальное обслуживание	150	Налог на программу выкупа акций (buyback)	125
Налоговые льготы для малообеспеченных семей с детьми	200	Налог на зарубежный доход (15%)	350
Чистая энергетика и экология	555	Увеличения налога для обеспеченных	230
Расширение программы ACA	130	Сокращение программы Medicare для обеспеченных с целью закрытия лазейки по снижению налогов	250
Расширение программы Medicare	35		
Улучшение жилищных условий	150	Ограничивать бизнес убытки для обеспеченных с целью сокращения выплат	170
Образование и рабочая сила	40		
Акции и другие инвестиции	90	Усиления контроля IRS для предотвращения сокрытия доходов	400
Всего	1750	Аннулирование скидок по рецептурным лекарствам	145
<i>Иммиграционные вопросы</i>	100	Всего	1995



Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была неоднозначной. США и основные европейские страны отчитались по росту ВВП за 3 квартал. По США уже можно констатировать, что восстановление экономики после кризиса завершилось и показатель роста вышел на нейтральные уровни. В Европе ситуация неоднородная, Франция и Италия показали хорошие результаты, опередив консенсус, в это же время в Германии противоположная ситуация. Всё это время промышленность этих стран показывала схожую динамику, так что результаты предсказуемые. Также европейские страны отчитались по инфляции, рост ускорился. США отчитались по частным доходами и расходам, доходы населения снизились при сохранении темпов роста расходов. По статистике американских банков, за время пандемии население увеличило свои резервы, так что такая ситуация может продолжиться. Независимое агентство Caixin опубликовало индекс деловой активности в промышленности за октябрь, отмечено позитивное движение.

На фоне в целом приемлемой статистики могут удивлять данные университета Мичигана по уверенности потребителей. Текущие уровни соответствуют кризису и большой неопределённости. С одной стороны, давление оказывают потребительские цены, высокая инфляция всегда имела существенное влияние на восприятие потребителей. С другой стороны, на повестке дня всё ещё остаётся пандемия, конца которой не видно.

На этой неделе также будет выходить важная статистика. В центре внимания заседание ФРС и ожидание начала активных шагов со стороны регулятора. Также в конце недели выйдут данные по рынкам труда, прирост рабочих мест в последние несколько месяцев расстраивал рынки. Тем не менее уровни безработицы снижаются и без этого. Европейские страны отчитаются по промышленному производству за сентябрь.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
26 окт	USA	New Home Sales	Сентябрь	756K	800K	740K	702K
27 окт	USA	Wholesale Inventories	Сентябрь P	1,0%	1,1%	1,2%	--
27 окт	USA	Durable Goods Ord.	Сентябрь P	-1,1%	-0,4%	1,8%	1,3%
28 окт	USA	Initial Jobless Claims	23 Октября	288K	281K	290K	291K
28 окт	USA	GDP Annualized QoQ	3Q A	2,6%	2,0%	6,7%	--
28 окт	Germany	Unemployment Change	Октябрь	-20K	-39K	-30K	-31K
28 окт	EU	ECB Main Refinancing Rate	28 Октября	0,00%	0,00%	0,00%	--
28 окт	EU	ECB Deposit Facility Rate	28 Октября	-0,50%	-0,50%	-0,50%	--
28 окт	Germany	CPI MoM	Октябрь P	0,4%	0,5%	0,0%	--
29 окт	USA	Personal Income	Сентябрь	-0,3%	-1,0%	0,2%	--
29 окт	USA	Personal Spending	Сентябрь	0,6%	0,6%	0,8%	--
29 окт	USA	U. of Mich. Sentiment	Октябрь P	71,4	71,7	71,4	--
29 окт	EU	GDP SA QoQ	3Q A	2,1%	2,2%	2,2%	--
29 окт	EU	CPI MoM	Октябрь P	0,5%	0,8%	0,5%	--
29 окт	Italy	GDP WDA QoQ	3Q P	2,0%	2,6%	2,7%	--
29 окт	Germany	GDP SA QoQ	3Q P	2,2%	1,8%	1,6%	1,9%
29 окт	France	CPI MoM	Октябрь P	0,3%	0,4%	-0,2%	--
29 окт	France	GDP QoQ	3Q P	2,2%	3,0%	1,1%	1,3%
1 ноя	China	Caixin China PMI	Октябрь	50,0	50,6	50,0	--
1 ноя	Germany	Retail Sales MoM	Сентябрь	0,4%	-2,5%	1,1%	1,2%

Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
1 ноя	USA	Markit US Manufacturing PMI	Октябрь F	59,2	--	59,2	--
1 ноя	USA	Construction Spending	Сентябрь	0,4%	--	0,0%	--
1 ноя	USA	ISM Manufacturing PMI	Октябрь	60,5	--	61,1	--
3 ноя	USA	ADP Employment	Октябрь	400K	--	568K	--
3 ноя	USA	Factory Orders	Сентябрь	0,0%	--	1,2%	--
3 ноя	USA	FOMC Rate Decision	03 Ноября	0,25%	--	0,25%	--
4 ноя	USA	Initial Jobless Claims	30 Октября	275K	--	281K	--
4 ноя	USA	Trade Balance	Сентябрь	-\$79,9	--	-\$73,3	--
4 ноя	Germany	Factory Orders MoM	Сентябрь	1,8%	--	-7,7%	--
4 ноя	UK	Bank of England Bank Rate	04 Ноября	0,10%	--	0,10%	--
5 ноя	Germany	Industrial Production SA MoM	Сентябрь	1,0%	--	-4,0%	--
5 ноя	France	Industrial Production MoM	Сентябрь	0,0%	--	1,0%	--
5 ноя	Italy	Retail Sales MoM	Сентябрь	0,2%	--	0,4%	--
5 ноя	USA	Change in Nonfarm	Октябрь	450K	--	194K	--
5 ноя	USA	Unemployment Rate	Октябрь	4,7%	--	4,8%	--

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.