



Еженедельный обзор рынков

- **В отсутствии других угроз, инвесторы переключились на Brexit.** Переговоры по Brexit снова зашли в тупик. Учитывая, что дедлайн для сделки 1 января, то вероятность выхода Великобритании без соглашения резко выросла. Во многом из-за этого индекс S&P 500 по итогам недели снизился на 1%.
- **Российский рынок вырос на 3% вместе с рублем и ценами на нефть.** Несмотря на падение американского рынка, ключевые рынки EM смогли продемонстрировать рост на фоне глобального risk-on и взлета цен на сырье. В корпоративном мире главной новостью стала приостановка ряда операций группы Qiwi со стороны ЦБ, что вызвало падение акций компании на 22% за неделю. Также отметим IPO TCS Group на 300 млн долл, листинг OKEY Group на московской бирже, продажу Роснефтью доли в проектах Восточной Сибири компании Equinor, возобновление строительства Северного потока-2 и приобретение Mail.ru Group 25%-ой доли в Учи.ру.
- **Нефть подросла на 1,5% на фоне анонсирования начала вакцинации в Европе и США.** Несмотря на сложности с Brexit, нефть продолжает рост на фоне позитивных новостей по началу вакцинации в наиболее значимых мировых экономиках. Отметим встречу мониторингового комитета ОПЕК+ 16 декабря, где будет обсуждаться соблюдение квот добычи в ноябре, и встречу стран-участниц нефтяного соглашения в более широком формате 4 января, на которой будет рассматриваться дальнейшая судьба сделки. Минэнерго США выпустило краткосрочный прогноз: организация подняла прогноз цен Brent на 2 до 49 долл за бар. за 2021 год. Еженедельная статистика в США была негативной, что однако не смогло сменить восходящий тренд: запасы нефти в стране выросли на 15,2 млн бар. (ожидали снижения на 1 млн бар.), добыча не изменилась и осталась на уровне 11,1 млн бар. в сутки, а количество вышек увеличилось на 12 до 258 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

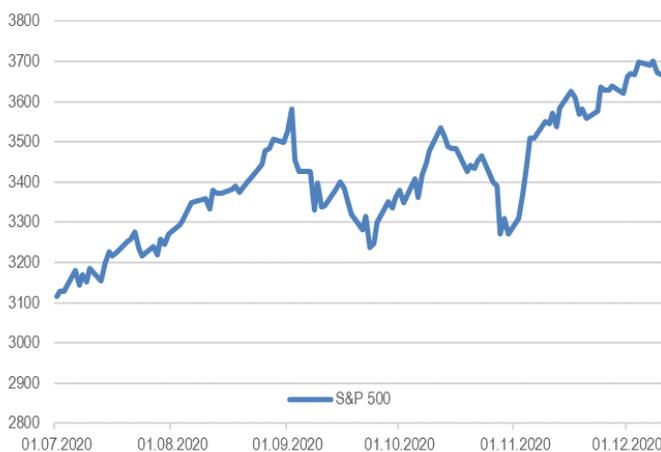
akostin@sistema-capital.com
Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

	04.дек		11.дек
S&P 500	3699,1	→	3663,5
MMBБ	3184,7	→	3276,6
Brent \$	49,3	→	50,0
Р/\$	74,1	→	72,9

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Ценовой рост на рынке глобальных евробондов продолжился при снижении доходностей US Treasuries (-7 б.п. до 0,9% для 10-летнего выпуска). Несмотря на задержку с выделением пакета финансовой поддержки для бизнеса и населения, а также более слабые данные с рынка труда США, спрос на евробонды остается достаточно сильным. Приток средств инвесторов составил почти \$1,5 млрд за неделю, а с начала 2020г приток накопленным итогом вышел в положительную зону впервые с марта. Ценовая динамика в HY-сегменте по-прежнему выглядит лучше высококачественных выпусков.

Наибольший прирост цен наблюдался в Мексике при ценах на нефть в \$50/барр, евробонды Unifin и Credito Real (высокорисковые заемщики микрофинансового сектора) подросли на 1,3-1,5% за неделю, а за месяц – почти на 15%. На фоне повышенного спроса на сталь в Китае цены на железную руду продолжили ценовое ралли, фьючерсы превысили отметку в \$150/т, прибавив порядка 20% за последние 3 недели. Связанное с этим улучшение финансового состояния железорудных и вертикально интегрированных сталелитейных компаний, способствует снижению их леввериджа и долговой нагрузки. Для представителей 2-го эшелона HY-сегмента это повышает шансы на credit upgrade от рейтинговых агентств, что в полной мере относится к бразильской компании CSN (B), 8-летний евробонд которой прибавил 1,0% за неделю.

Прошедшая неделя торгов на рынке рублевых облигаций мало чем отличалась от предыдущих за последний месяц, а ценовая динамика определялась внутренними факторами. Цены облигаций почти не изменились при умеренной торговой активности. Однако очередной недельный прирост инфляции с 0,1 до 0,2% несколько разочаровал инвесторов, а доходности долгосрочных выпусков ОФЗ подросли на 3-5 б.п., отыгрывая риски более взвешенной (не мягкой) позиции ЦБ РФ. Основная причина ускорения инфляции – рост цен на товары первой необходимости (сахар, подсолнечное масло, мука). Мы полагаем, что регулятор вряд ли будет ориентироваться на продовольственную инфляцию, которая, вероятно, носит временный характер. При этом созданная в правительстве рабочая группа для изучения этого вопроса, скорее всего, предпримет действия по сдерживанию цен.

Из корпоративных событий отметим наложенные Центробанком ограничения в отношении ряда транзакций через Qiwi Bank, в т.ч. в пользу зарубежных торговых компаний, а в результате выявленных незначительных нарушений был предъявлен штраф в 11 млн руб (0,2% операционной прибыли). После публикации новости 3-летние облигации КИВИ Финанс-1P01 упали на 2,6%, а акции Qiwi рухнули более чем на 20%. Рост доходности облигаций на 80 б.п. до 8% отражает повышение регуляторного риска, которое уже было на повестке, и большему вниманию регулятора к онлайн транзакциям (денежные переводы составляют около 40% в структуре всех платежей группы Qiwi). Облигации сохраняют за собой статус высокодоходных и рискованных облигаций. Мы не ожидаем существенного снижения цены с текущих уровней, но и ждать сокращения кредитной премии в ближайшее время не стоит (до объявления прогноза менеджмента на 2021г, который будет представлен в 1-м квартале).

Сегмент/география	УТВ	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2020г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,6%	0,6%	0,8%	7,5%	8,0%
EM IG	2,2%	0,2%	0,8%	7,2%	6,9%
EM HY	6,1%	0,4%	3,3%	5,2%	2,8%
Россия	2,4%	0,3%	1,4%	7,7%	7,2%
Азия	3,0%	0,3%	0,9%	6,6%	6,1%
Бразилия	3,4%	0,2%	2,2%	9,6%	8,7%
Мексика	4,0%	1,0%	3,3%	7,3%	6,5%
Турция	5,4%	-0,7%	4,3%	8,5%	7,3%
Рублевые облигации					
ОФЗ	5,1%	0,0%	0,2%	9,8%	8,8%
Муниципальные	5,8%	0,1%	0,2%	8,3%	6,8%
Корпоративные	6,0%	0,0%	0,7%	8,7%	7,7%

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

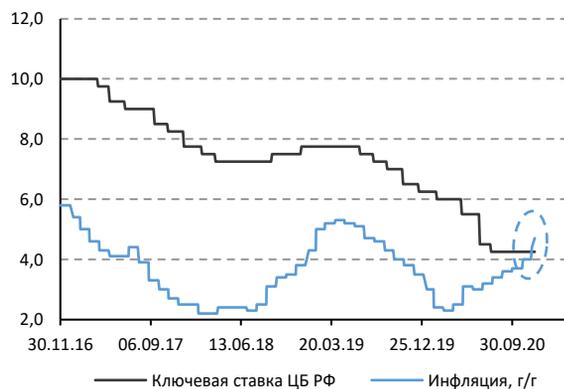
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Неожиданное ускорение инфляции в РФ в ноябре-декабре,%



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

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	16 декабря	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	21 января	-0,50%
ЦБ РФ	4,25%	18 декабря	4,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



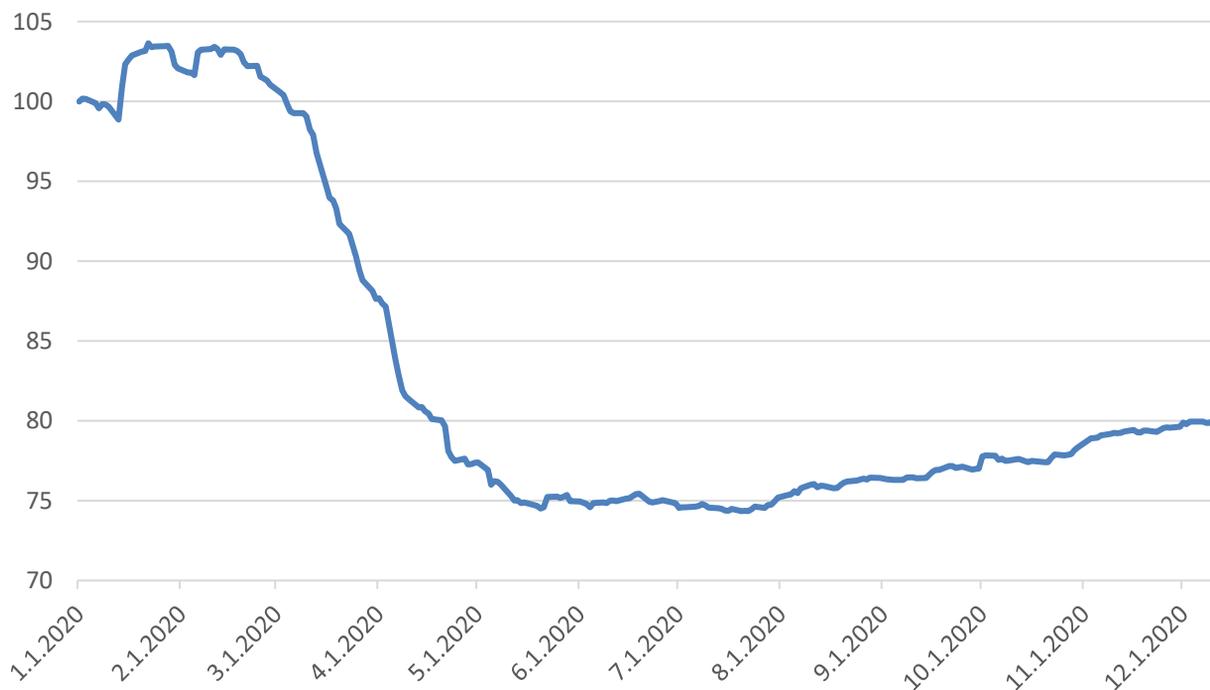
Комментарий по глобальному рынку акций

Индексы S&P 500 Pure Value и Pure Growth синхронно закончили неделю в минусе, чего с ними не случалось с конца октября. При этом главный компонент Value индексов – акции энергетических компаний – продолжили ралли, показав рост в 46% за 1,5 месяца.

Несмотря на некоторую коррекцию, мы считаем, что интерес к стоимостным акциям будет сохраняться и они, скорее всего, продолжат опережать индексы широкого рынка и в следующем году. Выделим 3 драйвера роста:

- 1) Дисконт по мультипликаторам. Стоимостные акции на то и называются Value, что оценены с дисконтом по мультипликаторам к широкому рынку. Тем не менее этот дисконт сейчас слишком большой. Сегмент Value оценен сейчас на уровне 10x EBITDA 2022 года. при ожидаемых темпах роста EBITDA в 6% в долгосрочной перспективе (после 2022 года). Если составить корзину акций тех компаний, которые входят в S&P 500, но не относятся ни к Value, ни к Growth, то мы получим те же 6% долгосрочного роста, но за 15x EBITDA 2022 года.
- 2) Макроэкономические кондиции на следующий год почти идеально подходят для акций циклических компаний, которые сейчас составляют основу Value индексов. Здесь и высокие темпы роста ВВП, рост индексов деловой активности и даже возможное повышение доходностей на длинном конце кривой US Treasuries.
- 3) Прогнозы на следующий год все ещё слабо учитывают восстановление бизнеса после пандемии. Ожидаемый EPS на 2021 год для сегмента Value в первой половине года снизился на 36%, а во второй половине года вырос всего на 7%. Т.е. сейчас прогнозы на следующий год все ещё на 32% ниже, чем были в начале года. Это можно списать на то, что мы не знаем когда пандемия закончится, но даже на 2022 год прогнозы по EPS все ещё ниже на 25%, чем было в начале года. При этом отметим, что многие компании за время пандемии существенно сократили расходы. Мы считаем, что выручка циклических компаний будет восстанавливаться быстрее, чем операционные расходы, что приведет к росту рентабельности. Вполне возможно, что EPS выйдет на новые максимумы раньше, чем выручка восстановится от пандемии.

Рисунок 2. Консенсус-прогноз по EPS на 2022 год для индекса S&P 500 Pure Value





Макроэкономическая статистика

Прошедшая неделя была скорее нейтральной с точки зрения макроэкономической статистики. В Китае продолжают дефляционные процессы, сейчас в красную зону ушла и потребительская инфляция. В США потребительская инфляция немного выросла, что является позитивом для страны, в отличие от России. Хорошие данные по промышленному производству опубликовали европейские страны. Как и ожидалось, ЕЦБ оставил основные ставки без изменений. Отметим рост уверенности потребителей по версии университета Мичигана, мы связываем это с позитивными новостями по эффективности вакцин и начала вакцинации.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
08.12.2020	EU	GDP SA QoQ	3Q F	12,6%	12,5%	12,6%	--
09.12.2020	China	PPI YoY	Ноябрь	-1,8%	-1,5%	-2,1%	--
09.12.2020	China	CPI YoY	Ноябрь	0,0%	-0,5%	0,5%	--
10.12.2020	USA	Initial Jobless Claims	05 Декабря	725K	853K	712K	--
10.12.2020	USA	CPI MoM	Ноябрь	0,1%	0,2%	0,0%	--
10.12.2020	UK	Industrial Production MoM	Октябрь	0,3%	1,3%	0,5%	--
10.12.2020	France	Industrial Production MoM	Октябрь	0,4%	1,6%	1,4%	1,6%
10.12.2020	EU	ECB Main Refinancing Rate	10 Декабря	0,00%	0,00%	0,00%	--
10.12.2020	EU	ECB Deposit Facility Rate	10 Декабря	-0,50%	-0,50%	-0,50%	--
11.12.2020	Italy	Industrial Production MoM	Октябрь	1,0%	1,3%	-5,6%	-5,1%
11.12.2020	USA	PPI Final Demand	Ноябрь	0,1%	0,1%	0,3%	--
11.12.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Декабрь P	76,0	81,4	76,9	--

На этой неделе США и Китай отчитаются по промышленному производству и продажам в ритейле. В США происходит замедление показателей на фоне развития пандемии, а Китай продолжает восстанавливаться и не испытывает таких трудностей. Великобритания отчитается по безработице, инфляции и продажам в ритейле. Консенсус ждёт ухудшения по тем же причинам, что и по США. Также пройдут заседания банка Англии и ФРС, изменений по ставке никто не ждёт. В США начинается публикация ноябрьских данных по рынкам недвижимости, ожидания на уровне предыдущего месяца. В целом есть вероятность, что рынки начнут обращать внимание на статистику, так как история с выходом на рынок вакцин уже состоялась, сопротивление Трампа результатам выборов постепенно будет ослабевать, а до нового сезона отчётностей ещё месяц.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
15.12.2020	China	Industrial Production YoY	Ноябрь	2,2%	--	1,8%	--
15.12.2020	China	Retail Sales YoY	Ноябрь	5,0%	--	4,3%	--
15.12.2020	USA	Industrial Production MoM	Ноябрь	0,3%	--	1,1%	--
15.12.2020	UK	ILO Unemployment	Октябрь	5,1%	--	4,8%	--
16.12.2020	USA	Retail Sales Advance	Ноябрь	-0,3%	--	0,3%	--
16.12.2020	USA	Markit US Manufacturing PMI	Декабрь P	56,0	--	56,7	--
16.12.2020	USA	FOMC Rate Decision	16 Декабря	0,25%	--	0,25%	--
16.12.2020	UK	CPI MoM	Ноябрь	0,1%	--	0,0%	--
17.12.2020	USA	Housing Starts	Ноябрь	1530K	--	1530K	--
17.12.2020	USA	Initial Jobless Claims	12 Декабря	760K	--	853K	--
17.12.2020	UK	Bank of England Bank Rate	17 Декабря	0,10%	--	0,10%	--
18.12.2020	USA	Leading Index	Ноябрь	0,4%	--	0,7%	--
18.12.2020	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Ноябрь	-2,9%	--	1,2%	--



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 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 и содержит исключительно личное мнение работников. 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.