



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 отыграл большую часть падения и вернулся на уровни конца августа.** Дональд Трамп выздоровел и возобновил предвыборную кампанию. Несмотря на то, что связанная с выборами неопределенность никуда не делась, индекс волатильности опустился на минимальные с начала сентября уровни.
- **Российский рынок закрыл неделю в нейтральной зоне, несмотря на отскок нефтяных цен.** Рост цен на нефтяном рынке, умеренное укрепление рубля и бычьи движения на глобальном рынке не смогли помочь российскому рынку, который переживает не лучшее время из-за усиления геополитических рисков и ухудшения ситуации с коронавирусом в стране. Из корпоративных новостей стоит выделить IPO Аэрофлота, что привело к падению стоимости бумаг на 13%, IPO Совкомфлота, акции которого несмотря на неудачный дебют смогли вернуть часть потерь к концу недели, и восстановление бумаг Норникеля, менеджмент которого оспаривает размер штрафа со стороны Росприроднадзора. Также выделим новости по Газпрому: во-первых, польский регулятор оштрафовал компанию на 7,6 млрд долл за нарушение антимонопольного законодательства, а во-вторых, менеджмент корпорации рассматривает строительство двух новых трубопроводов в Китае.
- **Нефть выросла на 9,1% на прошлой неделе на фоне подъема мировых рынков.** Позитив на глобальных рынках и новость о готовящемся новом стимулирующем пакете в США помогли черному золоту закрыть неделю в очень солидном плюсе. Однако на этой неделе подстерегают новые угрозы. Во-первых, после достижения перемирия в Ливии готовится к перезапуску крупнейшее месторождение страны Шарара, которое может увеличить национальную добычу вдвое до 600 тыс бар. в сутки. Во-вторых, сланцевые производители вернули на рынок 300 тыс бар. в сутки после урагана Дельта и, вероятно, совсем скоро активизируют и разведывательное бурение. Еженедельная статистика в США была умеренно-позитивной: запасы нефти в стране выросли на 0,5 млн бар. (ожидали снижение на 0,9 млн бар.), добыча выросла на 300 тыс бар. в сутки до 11 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 4 до 193 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

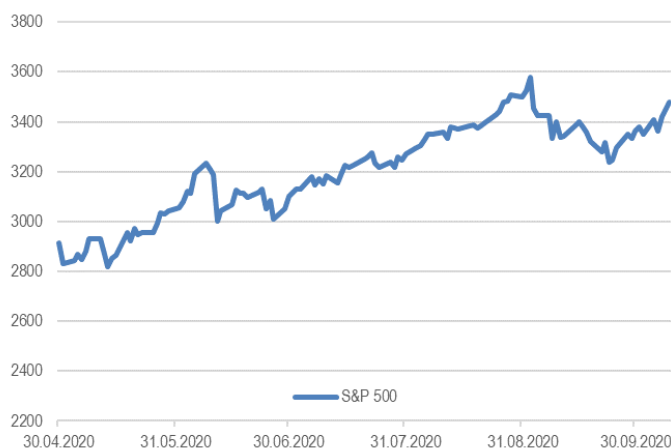
akostin@sistema-capital.com
 Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
 Портфельный управляющий

	02.окт		09.окт
S&P 500	3348,4	→	3377,1
MMB5	2852,4	→	2834,1
Brent \$	39,3	→	42,9
₽/\$	78,2	→	76,8

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Риск-сентимент на глобальном рынке евробондов улучшился на прошлой неделе, а ценовой подъем сопровождался увеличением притоков средств в фонды. Хотя совокупный пакет фискальных стимулов объемом ~\$2 трлн, вероятно, подлежит одобрению после президентских выборов в ноябре, рынок позитивно воспринял поэтапную реализацию мер поддержки, в частности, программу помощи авиакомпаниям на \$25 млрд. Опубликованный протокол заседания FOMC не преподнес каких-либо неожиданностей: отмечены понижательные риски по восстановлению экономики и рынка труда из-за неопределенности развития ситуации с пандемией Covid-19, а также возможного непринятия пакета стимулирующих мер.

Ценовой рост широкого индекса EM составил 1,0%. Наибольший прирост в 1,6-2,1% пришелся на Латинскую Америку, в основном из-за эффекта низкой базы после сильной ценовой просадки в конце сентября. При некотором смещении кривой доходностей средне/долгосрочных выпусков US Treasuries вверх на 5-8 б.п. относительный спред евробондов EM сузился и оказался даже ниже локальных минимумов месячной давности, что предполагает ограниченный потенциал для снижения доходностей широкого индекса с текущих уровней.

На рынке рублевого долга снова преобладала позитивная ценовая динамика. Повышение аппетита к риску инвесторов на глобальных рынках, а также некоторое ослабление геополитических и санкционных рисков в отношении России (в первую очередь, из-за смягчения тональности риторики западных стран и соответствующего понижения вероятности применения антироссийских жестких экономических ограничений) привело к сглаживанию наклона кривой доходностей ОФЗ. Спред на участке 2-10 лет сузился за неделю на 20 б.п. до 145 б.п. за счет снижения доходности выпуска с погашением в 2030г. В результате ценовой рост в сегменте долгосрочных ОФЗ составил 1,0-1,4%, а доходности почти полностью вернулись к августовским уровням, когда состоялись выборы президента в Беларуси. Нельзя сказать, что этот рост сопровождался резким повышением торговых объемов, которые в целом соответствовали среднедневному обороту за месяц. Однако кратное превышение дневных оборотов в ряде выпусков (преимущественно длинных) в первой половине недели позволяет говорить о точечных покупках ОФЗ со стороны нерезидентов. Притока их средств в размере 24 млрд руб за неделю оказалось достаточно для такого ценового всплеска. Между тем, МинФин разместил ОФЗ на рекордные 345,7 млрд руб за аукцион (17,3% от квартального плана), из которых 315,7 млрд руб пришлось на 10-летний флоутер. Примечательно, что при позитивном внешнем фоне, ценах на нефть \$42-43/барр и ослаблении санкционных рисков (по крайней мере, краткосрочно) укрепление курса USD/RUB было достаточно скромным (1,3% vs. 1,4% в среднем для ведущих EM стран-экспортеров). Как мы указывали в прошлых обзорах, в базовом сценарии мы не ожидаем ослабления курса рубля сильно выше текущих уровней, а повышение волатильности, скорее всего, придется на период около выборов президента США.

Изменение индексов облигаций

Сегмент/география	УТВ	неделя	месяц	год	с начала 2020г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,6%	-0,5%	-0,6%	6,7%	8,2%
EM IG	2,3%	0,7%	0,1%	6,5%	5,6%
EM HY	6,9%	1,6%	-1,5%	1,4%	-2,1%
Россия	2,7%	0,3%	0,5%	8,7%	5,3%
Азия	3,2%	0,3%	-0,6%	5,8%	4,9%
Бразилия	4,0%	1,6%	1,1%	6,3%	4,2%
Мексика	4,6%	2,1%	0,0%	3,1%	0,3%
Турция	6,7%	0,4%	0,0%	5,6%	0,4%
Рублевые облигации					
ОФЗ	5,2%	0,5%	0,9%	11,7%	7,7%
Муниципальные	5,9%	-0,1%	0,3%	9,9%	5,8%
Корпоративные	6,1%	0,3%	0,6%	9,9%	6,4%

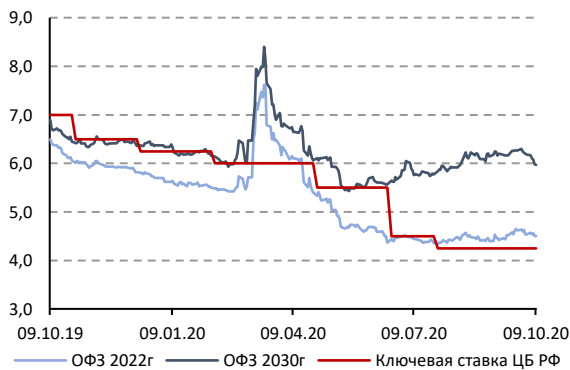
УТВ - доходность к погашению/опциону-колл(пут)

EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг выше BBB-), HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Доходность ОФЗ vs. ключевая ставка ЦБ РФ, %



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	5 ноября	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	29 октября	-0,50%
ЦБ РФ	4,25%	23 октября	4,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



Комментарий по глобальному рынку акций

На фоне выздоровления Трампа и новых надежд на принятие пакета стимулирующих мер, индекс S&P 500 продемонстрировал сильнейший недельный рост за 3 месяца, ну а с сентябрьских минимумов рост составил уже 7,5%. Несмотря на это, неопределённость никуда не ушла, а США вполне могут столкнуться с тем, что итоги выборов будут не ясны даже через неделю после их проведения. В такой ситуации интересно посмотреть насколько сильно может упасть рынок акций.

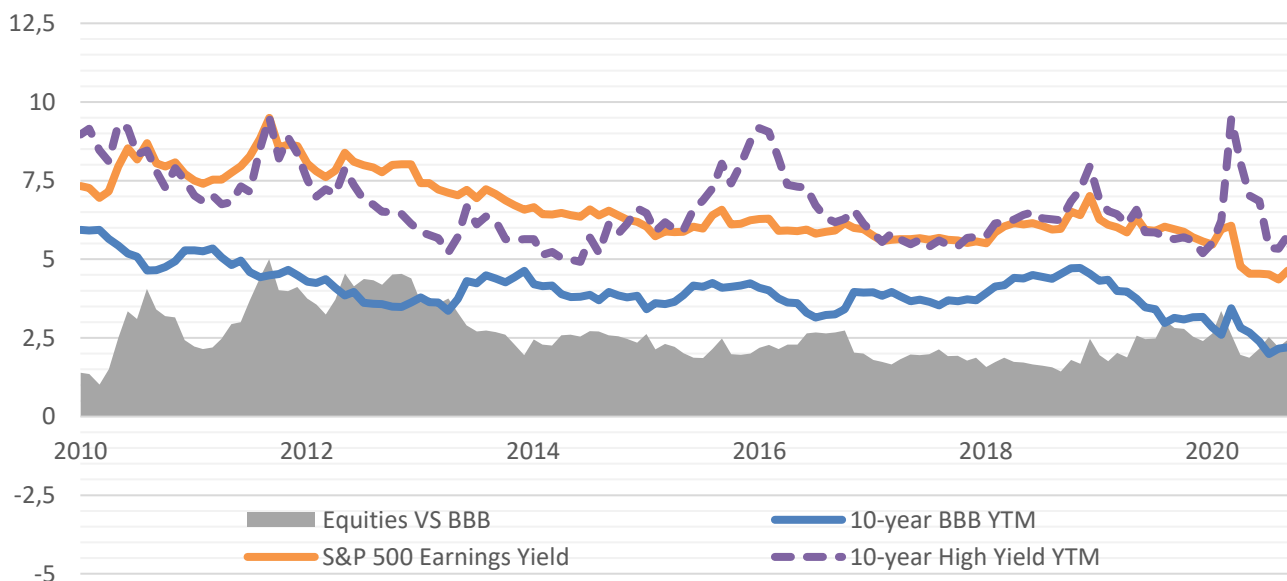
Реакцию инвесторов на рост неопределенности удобно оценивать не через падение рынка акций, а через рост премии за риск. В последние годы все сильные потрясения приводили к росту премии с которой рынок акций оценен относительно рынка корпоративных облигаций примерно на 1%. Так было в 2016 году (Brexit, победа Трампа), 2018 году (торговые войны) и в 2020 году (пандемия). Сейчас премия за риск составляет 2,4%, однако ее рост выше 3% не выглядит чем-то нереальным в случае сильных потрясений. Если переводить это движение в цены активов, то можно ожидать падения рынка акций на 10%.

Ещё один способ посчитать премию за неопределенность – посмотреть насколько ниже акции оценены относительно своей «справедливой стоимости» рассчитанной исходя из консенсус-прогноза. Обычно «апсайд» по рынку акций вырастает до 15% даже в случае обычной волатильности, которая случается несколько раз в год. Сейчас средний таргет по S&P 500 составляет 3750 пунктов и мы ожидаем лишь незначительного его роста на фоне сезона отчетностей (до 3800 пунктов). Расширение апсайда до 15% будет обозначать возвращение индекса S&P 500 к отметке 3300 пунктов.

Однако одной лишь неопределенностью риски не ограничиваются. Известно, что Байден выступает за повышение налогов для корпораций, что может привести к понижению прогнозов по EPS для индекса S&P 500 на 5-10%. В конце 2017 года, когда Трамп понижал налоги, EPS на этом вырос на ~12% и аналогичным образом вырос индекс S&P 500 за 2 месяца, начиная с конца ноября 2017 года. Переноса тот опыт на текущую реальность, можно ожидать аналогичного падения рынка в случае повышения налогов. Правда, намерения Трампа сократить налог было известно давно, но рынок реагировал по факту. Возможно, сейчас будет нечто аналогичное, и акции не будут отражать этот риск в цене до самого момента повышения налогов. Тем не менее повышение налогов вполне может привести к переоценке акций примерно на 5-10%.

Сейчас, за месяц до выборов, «чистая» победа Трампа (т.е. по итогам простого большинства голосов избирателей) кажется исключительно маловероятным исходом. Более вероятный сценарий – либо уверенная победа Байдена, либо долгий процесс подсчета голосов. В этих сценариях возвращение индекса S&P 500 к уровням 3200 – 3300 пунктов будет выглядеть вполне естественно. Однако отметим, что это не базовый сценарий, а лишь попытка оценить глубину падения в случае негативного развития событий.

Рисунок 2. Сравнение Earnings Yield (E/P) на рынке акций с доходностями по 10-летним облигациям.





Макроэкономическая статистика

На прошедшей неделе макроэкономическая статистика вновь осталась в тени. Из важных данных отметим августовские цифры по промышленному производству в Европе. Крупнейшие экономики региона в лице Германии, Франции и Великобритании разочаровали инвесторов, но неожиданно для всех выстрелила Италия. В США вновь ухудшились данные по дефициту торгового баланса, а первичные обращения за пособиями остались на уровнях предыдущей недели.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
06.10.2020	USA	Trade Balance	Август	-\$66,2b	-\$67,1b	-\$63,6b	-\$63,4b
06.10.2020	Germany	Factory Orders MoM	Август	2,8%	4,5%	2,8%	3,3%
07.10.2020	Germany	Industrial Production SA MoM	Август	1,5%	-0,2%	1,2%	1,4%
08.10.2020	USA	Initial Jobless Claims	03 Октября	820K	840K	837K	849K
09.10.2020	UK	Industrial Production MoM	Август	2,5%	0,3%	5,2%	--
09.10.2020	France	Industrial Production MoM	Август	1,7%	1,3%	3,8%	--
09.10.2020	Italy	Industrial Production MoM	Август	1,4%	7,7%	7,4%	7,0%

На этой неделе основной поток данных будет из США и Китая. Первые отчитаются по инфляции, промышленному производству и продажам в ритейле, ожидания рынка нейтральные. Китай также отчитается по инфляции и по внешней торговле. Аналогично росту дефицита торгового баланса в США, в Китае консенсус ждёт роста профицита на те же цифры. Влияние статистики на рынки будет минимальным, основной фокус на старте сезона отчётностей.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
13.10.2020	UK	ILO Unemployment	Август	4,3%	--	4,1%	--
13.10.2020	USA	CPI MoM	Сентябрь	0,2%	--	0,4%	--
13.10.2020	China	Imports YoY	Сентябрь	0,4%	--	-2,1%	--
13.10.2020	China	Exports YoY	Сентябрь	10,0%	--	9,5%	--
13.10.2020	China	Trade Balance	Сентябрь	\$60,0b	--	\$58,9b	--
14.10.2020	USA	PPI Final Demand	Сентябрь	0,2%	--	0,3%	--
15.10.2020	USA	Initial Jobless Claims	10 Октября	825K	--	840K	--
15.10.2020	China	PPI YoY	Сентябрь	-1,8%	--	-2,0%	--
15.10.2020	China	CPI YoY	Сентябрь	1,9%	--	2,4%	--
16.10.2020	USA	Retail Sales Advance	Сентябрь	0,8%	--	0,6%	--
16.10.2020	USA	Industrial Production MoM	Сентябрь	0,6%	--	0,4%	--
16.10.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Октябрь P	80,5	--	80,4	--



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.