



## Еженедельный обзор рынков

- На прошедшей неделе индекс S&P 500 незначительно снизился, но в целом можно сказать, что уже неделю он торгуется в районе 4400 пунктов. При этом отчетности за II квартал выходят заметно лучше ожиданий, однако текущая неопределённость продолжает оказывать давление на рынок акций.
- Российский рынок вырос на 1% на фоне роста нефтяных цен. Подросшая нефть помогла российскому индексу превзойти своих глобальных конкурентов. Рубль при этом уступил в росте нефтяным котировкам, но все равно смог немного окрепнуть. Из корпоративных новостей отметим сильные результаты ВТБ и Сбербанка и нейтральную отчетность Mail.ru, Яндекс, НОВАТЭК и Магнит за 2К21, поразительно высокие дивиденды ТМК за 1П21 (дивидендная доходность составила 24%), а также очередной иск к Норникелю на почти 60 млрд рублей от Росрыболовства за разлив топлива в арктической зоне в 2020.
- Нефть вернулась к максимумам с начала года, показав рост на 3% за прошедшую неделю. В то время как опасения вокруг штамма коронавируса «Дельта+» ослабевают, взаимоотношения Ирана и США опять попали в центр внимания. После формального обвинения США в адрес Ирана за атаку на израильский нефтяной танкер успех переговоров по возобновлению ядерной сделки вызывает все больше сомнений. Напомним, что предполагается, что они будут продолжены после инаугурации новоизбранного президента Ирана 3 августа. Еженедельная статистика в США была позитивной: запасы нефти в стране сократились на 4,1 млн бар. (ожидали падение на 2,4 млн бар.), добыча упала на 200 тыс бар. в сутки до 11,2 млн бар. в сутки, а количество вышек снизилось на 2 до 385 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

	23.июл		30.июл
S&P 500	4411,8	→	4395,3
MMББ	3734,5	→	3771,6
Brent \$	74,1	→	76,3
₽/\$	73,8	→	73,2

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg



## Инструменты с фиксированной доходностью

**Ценовое снижение евробондов развивающихся стран составило 0,2% при снижении «аппетита к риску».** Ухудшение риск-сентимента на этот раз было связано с повышением регуляторных рисков для ряда секторов в Китае. Это отразилось не только на китайских акциях, которые рухнули более чем на 10% в первые 2 торговые сессии прошлой недели, но и на облигациях азиатского региона (-0,8% по итогам недели). Несмотря на попытки властей успокоить инвесторов, настороженность инвесторов пока сохраняется, а притоки в фонды Emerging Markets приостановились, хотя «китайский фактор» в меньшей степени распространился на EM в целом. На таком фоне спросом пользовались «защитные» US Treasuries, а доходность 10-летнего бенчмарка изменялась в диапазоне 1,22-1,30%.

**FOMC ожидаемо прошел без «сюрпризов», однако тональность ФРС постепенно изменяется в сторону ужесточения.** ФРС в очередной раз объявила о продолжении стимулирующего курса до тех пор, пока не будет отмечен значительный прогресс в достижении целей, а повышенная инфляция имеет временный характер. Тем не менее мы отмечаем следующие моменты, которые, на наш взгляд, сигнализируют рынку о постепенной подготовке к началу ужесточения политики. Во-первых, оценка занятости улучшилась, в ближайшие месяцы негативный эффект пандемии будет преодолен, и рынок труда станет сильным. Во-вторых, при базовом сценарии замедления инфляции отмечены проинфляционные риски и возможность более устойчивого роста цен, чем прогнозировалось ранее. В-третьих, началось подробное обсуждение параметров сокращения программы выкупа активов, хотя конкретные решения и сроки пока отсутствуют. Наконец, Федрезерв объявил о запуске 2-х новых механизмов РЕПО на ежедневной основе (USD кредиты под залог казначейских облигаций со ставкой 0,25% годовых) как для американских банков с лимитом \$500 млрд, так и зарубежных – \$60 млрд. Возможно, введение такого механизма предусмотрено на будущее во избежание кризиса ликвидности наподобие марта 2020г, когда ФРС уже прекратит выкупать активы в рамках существующей программы. В итоге если макростатистика, в частности, по рынку труда и инфляции, будет соответствовать/сильнее ожиданий, то, вероятно, это приблизит сроки ужесточения политики ФРС.

**Рублевые облигации продолжили рост, прибавив в цене 0,4-0,8%.** Длинные ОФЗ продолжают показывать опережающую динамику по сравнению с долговыми рынками развивающихся стран, а также короткого/среднего участка кривой доходностей гос.бумаг. Дополнительную поддержку ОФЗ оказали сильные результаты аукционов Минфина, который разместил 8 и 15-летние выпуски совокупно на 106,5 млрд руб почти без премии ко вторичному рынку. Расширение спреда корпоративных облигаций при снижении доходностей гос.долга привлекает внимание инвесторов, что нашло отражение в росте цен наиболее ликвидных выпусков на 0,3-1,1%.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	0,8%	0,3%	1,5%	-2,7%	-1,3%
EM IG	2,4%	-0,1%	0,7%	1,5%	-0,8%
EM HY	6,5%	-0,5%	-0,7%	7,5%	0,1%
Россия	2,5%	0,1%	0,7%	3,0%	0,2%
Азия	3,5%	-0,8%	-0,6%	0,7%	-1,1%
Бразилия	3,6%	0,1%	0,0%	8,9%	0,1%
Мексика	4,1%	0,2%	1,1%	9,5%	0,0%
Турция	5,1%	0,3%	1,0%	13,2%	1,1%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	6,7%	0,4%	1,5%	-2,1%	-3,3%
Муниципальные	7,4%	0,4%	0,4%	1,1%	-0,9%
Корпоративные	7,7%	0,8%	0,4%	1,6%	-1,1%

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

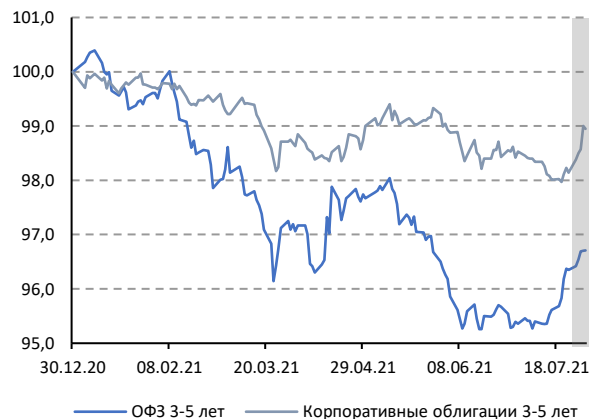
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### Динамика индексов ОФЗ и корпоративных облигаций



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	22 сентября	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

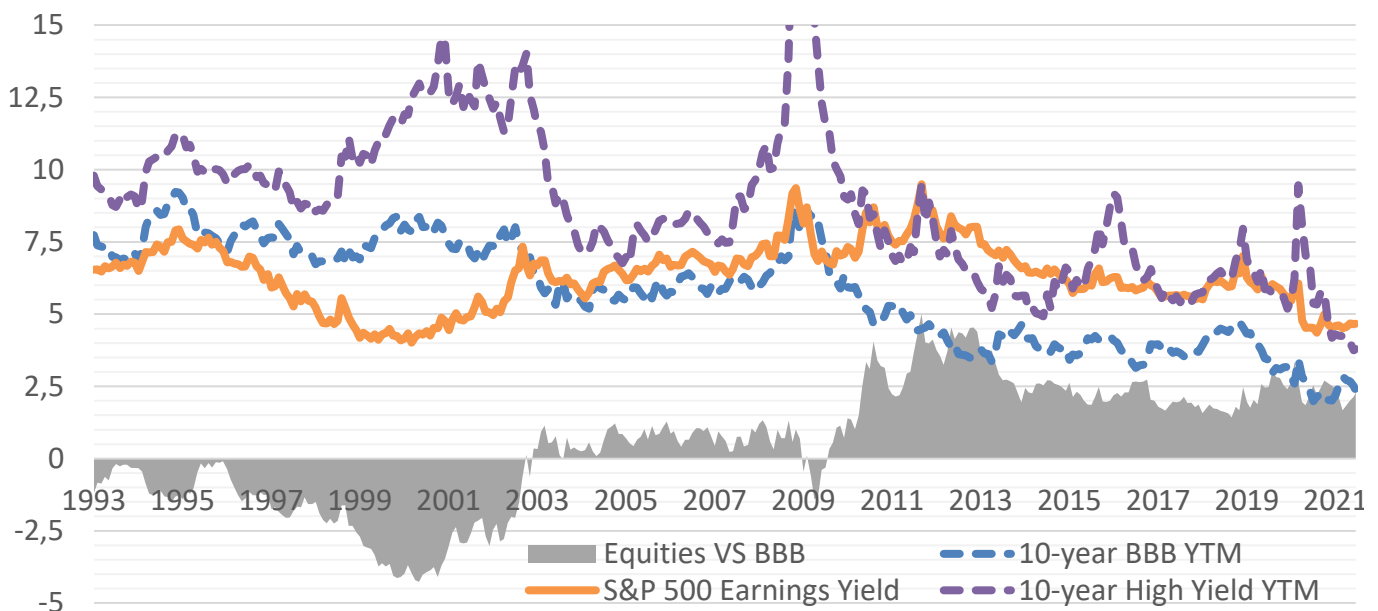
Несмотря на мощный рост рынка акций, мультипликаторы по S&P 500 остаются в достаточно узком диапазоне 21x - 23x forward 12m EPS уже больше года. При этом доходности на рынке корпоративных облигаций постепенно снижаются. Из-за этого спрэд между акциями и корпоративными облигациями с рейтингом BBB вновь ушел выше уровня 2,2%, что является средним значением с 2014 года. Но даже более интересно то, что высокорискованные облигации теперь стоят дороже акций, чего не случалось с 2014 года.

С начала 2018 года на рынке акций было две коррекции по 10%, одна – 20% и еще одна в 33%. Несмотря на это, акции все равно принесли инвесторам больше, чем облигации, при том что уровень доходностей на долгом рынке 3 года назад был выше, чем сейчас. Акции, чтобы проиграть облигациям в следующие 3 года, надо вырасти всего на 3% (т.е. на 1% в год). В этом случае коэффициент P/E упадет до 14 (уровень минимумов 2020 и 2018 годов). Мы оцениваем вероятность такого исхода в 2%.

Отдельно коснемся темы растущей инфляции и ее влияния на рынок акций. Сейчас инфляция в США разогнлась до 5,4%, что безусловно является очень высоким уровнем, который исторически оказывал давление на мультипликаторы. Теоретически, чем выше инфляция, тем выше должна быть доходность от инвестиций в акции, т.е. тем ниже должны быть мультипликаторы. Среднее значение коэффициента P/E для индекса S&P 500 за послевоенное время было около 16, но с 1975 по 1985 года оно было даже ниже 10. Связано это как раз с очень высокой инфляцией (около 8% в среднем за эти 10 лет). С 1985 года среднее значение P/E было уже 18, а инфляция (в среднем) составляла 2,6%.

Несмотря на высокую текущую инфляцию, у инвесторов нет сомнений, что она скоро стабилизируется. Долгосрочные инфляционные ожидания находятся на уровне 2,4%, что можно назвать идеальным уровнем для рынка акций: она не такая высокая, чтобы оказывать давление на мультипликаторы, но и не такая низкая, чтобы оказывать негативное влияние на инвестиции.

Рисунок 2. Сравнение доходностей на рынках акций и облигаций





## Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была скорее негативной. В центре внимания было заседание ФРС, но никакой новой информации Дж. Пауэлл не озвучил, а ставка осталась без изменений. В США первичная оценка роста ВВП за 2 квартал разочаровала инвесторов, но, с другой стороны, снизила риски скоро повышения ставки. Также хуже ожиданий по ВВП отчиталась Германия, но такие страны, как Франция и Италия смогли вытянуть общеевропейский показатель. Вопреки ожиданиям роста сократились продажи на первичном рынке недвижимости США. В Китае существенно снизился индекс деловой активности в промышленности и по государственной и по независимой оценке агентства Caixin. В первую очередь это может быть связано с действиями властей по сдерживанию цен на сырьевых рынках.

На этой неделе также будет за чем последить. США отчитаются по деловой активности, консенсус ждёт нейтральную динамику относительно предыдущего месяца. Ещё важнее будут данные по рынкам труда за июль, так как они могут служить опережающим индикатором по восстановлению экономики. Также выйдут данные по затратам на строительство и производственным заказам. Европейские страны отчитаются по промышленному производству за июнь, после нескольких неудачных месяцев ожидается разворот. В четверг пройдёт заседание ЦБ Англии, изменений по ставкам и риторике не ждём. В целом неделя будет вновь довольно волатильной, так как выйдут большой объём квартальных результатов.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
26 июл	USA	New Home Sales	Июнь	796K	676K	769K	724K
27 июл	USA	Durable Goods Ord.	Июнь P	2,2%	0,8%	2,3%	3,2%
28 июл	USA	Wholesale Inventories	Июнь P	1,1%	0,8%	1,3%	--
28 июл	USA	FOMC Rate Decision	28 Июля	0,25%	0,25%	0,25%	--
29 июл	USA	Initial Jobless Claims	24 Июля	385K	400K	419K	424K
29 июл	USA	GDP Annualized QoQ	2Q A	8,4%	6,5%	6,4%	6,3%
29 июл	Germany	Unemployment Change	Июль	-29K	-91K	-38K	-39K
29 июл	Germany	CPI MoM	Июль P	0,6%	0,9%	0,4%	--
30 июл	USA	Personal Income	Июнь	-0,3%	0,1%	-2,0%	-2,2%
30 июл	USA	Personal Spending	Июнь	0,7%	1,0%	0,0%	-0,1%
30 июл	USA	U. of Mich. Sentiment	Июль F	80,8	81,2	80,8	--
30 июл	China	Manufacturing PMI	Июль	50,8	50,4	50,9	--
30 июл	Italy	GDP WDA QoQ	2Q P	1,3%	2,7%	0,1%	0,2%
30 июл	France	GDP QoQ	2Q P	0,8%	0,9%	-0,1%	--
30 июл	France	CPI MoM	Июль P	-0,1%	0,1%	0,1%	--
30 июл	Germany	GDP SA QoQ	2Q P	2,0%	1,5%	-1,8%	-2,1%
30 июл	EU	GDP SA QoQ	2Q A	1,5%	2,0%	-0,3%	--
30 июл	EU	CPI MoM	Июль P	-0,3%	-0,1%	0,3%	--
2 авг	China	Caixin China PMI	Июль	51,0	50,3	51,3	--

Источник: Bloomberg

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
2 авг	USA	Markit US Manufacturing PMI	Июль F	63,1	--	63,1	--
2 авг	USA	ISM Manufacturing PMI	Июль	60,9	--	60,6	--
2 авг	USA	Construction Spending	Июнь	0,5%	--	-0,3%	--
3 авг	USA	Factory Orders MoM	Июнь	1,0%	--	1,7%	--
4 авг	USA	ADP Employment	Июль	650K	--	692K	--
4 авг	Italy	Retail Sales MoM	Июнь	1,9%	--	0,2%	--
5 авг	USA	Trade Balance	Июнь	-\$74,0	--	-\$71,2	--
5 авг	USA	Initial Jobless Claims	31 Июля	382K	--	400K	--
5 авг	UK	Bank of England Bank Rate	05 Августа	0,10%	--	0,10%	--
5 авг	France	Industrial Production MoM	Июнь	0,5%	--	-0,3%	--
5 авг	Germany	Factory Orders MoM	Июнь	2,0%	--	-3,7%	--
6 авг	USA	Change in Nonfarm	Июль	900K	--	850K	--
6 авг	USA	Unemployment Rate	Июль	5,7%	--	5,9%	--
6 авг	Germany	Industrial Production SA MoM	Июнь	0,5%	--	-0,3%	--
6 авг	Italy	Industrial Production MoM	Июнь	1,1%	--	-1,5%	--

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](http://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.