



## Еженедельный обзор рынков

- **Рынки акций за неделю почти не изменились, хотя волатильность начала подрастать к выборам.** Несмотря на близость выборов и очередной виток роста случаев заражения, на повестке дня сейчас судьба нового пакета стимулирующих мер и сезон корпоративных отчетностей.
- **Российский рынок закрыл неделю в легком минусе.** Прошедшую неделю можно охарактеризовать как нейтральную для рубля, нефти и глобальных рынков. Российский рынок не стал исключением и в основном был движим корпоративными новостями. Из последних выделим в первую очередь сорвавшуюся сделку по продаже банка Тинькофф, что негативно отразилось как не его котировках, так и динамике Системы, МТС и Yandex. Также стоит отдельно отметить позитив на рынке недвижимости: во-первых, правительство одобрило программу действия льготной ипотеки до июля 2021 года, а во-вторых, потрясающие операционные данные опубликовали ПИК и Эталон, что стало сигналом для всего рынка. Из других значимых новостей стоит сказать об потенциальном IPO игрового сегмента Mail.ru и в целом нейтральных операционных отчетностях российских сталелитейщиков.
- **Нефть осталась «при своих», не показав никакого внятного движения.** Цены на нефть символично подросли, несмотря на противоречивый сигналы. С одной стороны, Минэнерго США опубликовала сильную еженедельную статистику и отчет по бурению, в котором ожидается падение сланцевой добычи в стране на 121 тыс. бар. в сутки в ноябре (включая снижение и в Пермском бассейне). С другой стороны, растущая добыча Ливии, а также опасения ОПЕК+ о профиците на нефтяном рынке в 2021 порождают сильные медвежьи настроения. На этой неделе внимание инвесторов будет приковано к встрече ОПЕК+ в онлайн-формате, где может быть предопределена дальнейшая судьба нефтяной сделки. Еженедельная статистика в США была умеренно-позитивной: запасы нефти в стране снизились на 3,8 млн бар. (ожидали падение на 2,1 млн бар.), добыча упала на 500 тыс. бар. в сутки до 10.5 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 12 до 205 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

	09.окт		16.окт
S&P 500	3477,1	→	3483,8
MMББ	2834,1	→	2799,5
Brent \$	42,9	→	42,9
₽/\$	76,8	→	77,9

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

На прошлой неделе на рынке глобальных евробондов наблюдалась ценовая консолидация. При сохраняющейся неопределенности в отношении принятия пакета фискальных стимулов в США до президентских выборов, а также введения ряда ограничительных мер в европейских странах из-за увеличения заболеваний Covid-19 ценовая динамика сегментов IG и HY выглядела разнонаправленно. Высокодоходные выпуски (-0,7% за неделю) остаются весьма чувствительными к макро рискам. При этом мы отмечаем позитивные инициативы менеджмента компаний в сегменте по оптимизации кредитного портфеля и сглаживанию давления на ликвидность.

Процесс размещения евробондов по-прежнему находится в активной фазе при снижении доходностей до уровней, близких к исторически минимальным. Например, Petrobras (BB-) продолжает удлинять дюрацию кредитного портфеля, доразместив \$1 млрд под 4,4% к обращаемому 11-летнему выпуску, и выкупать среднесрочные евробонды (3-летние выпуски +1,5% за неделю). Газпром успешно разместил бессрочные еврооблигации в USD и EUR под 4,6 и 3,9% соответственно, этот выпуск стал первым «вечным» валютным займом среди российских корпоративных эмитентов. Другая категория заемщиков с повышенным кредитным риском пользуются благоприятной конъюнктурой на первичном рынке для рефинансирования долга. Так, мы положительно оцениваем состоявшееся размещение 5-летних евробондов Евроторга на \$300 млн, причем финальная ставка купона в 9,0% была ниже первоначального ориентира в 9,375-9,5%. Компания планирует направить привлеченные средства на рефинансирование выпуска Eurotorg-22. Индонезийский производитель энергетического угля Indika Energy привлек \$450 млн, разместив 5-летний выпуск под 8,25%, а спрос превысил предложение в 4 раза. Евробонды Indika Energy-22 выросли на 2% за счет снижения риска рефинансирования.

Из корпоративных событий также отметим пересмотр кредитного рейтинга/прогноза бразильских производителей мяса агентством S&P. Рейтинг JBS повышен с BB до BB+, а Minerva с BB- до BB. Прогноз по Marfrig был повышен со стабильного на позитивный, рейтинг BB- был подтвержден. Нашими top-picks в секторе остаются Marfrig-26 (YTW 3,8%, dur 1,4) и JBS-26 (YTW 3,2%, dur 1,2). Китайскому производителю ПК Lenovo впервые был присвоен рейтинг BBB- сразу тройкой агентств (S&P, Fitch, Moody's), а 5-летний выпуск подскочил в цене на 5 фигур, доходность к погашению снизилась с 4,0 до 2,8%.

После ценового роста за предыдущие 2 недели рублевые облигации стабилизировались, а торговая активность была низкой (в сегменте гос.бумаг оборот составил 1/3 от среднедневного за месяц). Наиболее примечательным на рынке остаются размещения ОФЗ, в прошедшую среду был установлен новый рекорд – 372,3 млрд руб. Таким образом, за половину октября квартальный план выполнен на 36%. Мы позитивно оцениваем итоги аукционов подобных масштабов по относительно низким рыночным ставкам для финансирования дефицита бюджета. На предстоящем в пятницу заседании ЦБ РФ мы не ждем изменения ключевой ставки с текущего уровня 4,25%. В преддверии президентских выборов в США мы полагаем, что ценовая динамика облигаций, вероятно, будет определяться изменениями внешней конъюнктуры.

### Изменение индексов облигаций

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

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

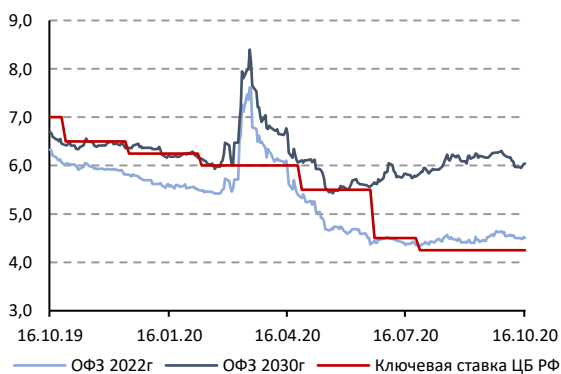
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### 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

Несмотря на приближающиеся выборы, инвесторы пока не торопятся делать ярко выраженные ставки. Во-первых, все ещё нет определенности какой из кандидатов лучше для рынка акций. Например, банк UBS проводил опрос инвесторов о том, победа какого из кандидатов более благоприятна для рынка акций: 52% думают, что Трампа, 48% - Байдена. Во-вторых, не всё зависит от президента, и большая интрига заключается в том, кто получит большинство в Конгрессе.

Чем ближе выборы, тем больше Трамп делает упор на рост рынка акций за время его президентства. Действительно, если считать с момента избрания, индекс S&P 500 прибавил 67% или 14% годовых (без учета дивидендов), что заметно выше среднеисторического значения в 8%. В послевоенное время выше результат был только у Клинтона (16,6% годовых), но мы помним, что он сдал пост практически на пике «пузыря доткомов». Но насколько велика здесь заслуга самого Трампа? Для ответа на этот вопрос можно посмотреть на рост EPS для индекса S&P 500. За последние 4 года он вырос всего на 14% или на 3,5% годовых. Для сравнения, в послевоенное время EPS растет в среднем на 6,5%, а во время президентства Клинтона рос на 11% в год. Интересно, что без учета пандемии (за первые 3 года президентства), рост EPS под руководством Трампа тоже был бы 11% в год. Правда, почти половина этого роста – результат налоговой реформы, а другая половина – эффект низкой базы, ведь до Трампа EPS не рос 2 года.

С другой стороны отметим, что рост рынка акций это не только рост EPS, но ещё и изменение мультипликаторов. Так что рост рынка акций за последние 4 года – это рост мультипликаторов + рост EPS на налоговой реформе. Есть ли заслуга Трамп в росте мультипликаторов? Да. Трамп стал президентом как раз в начале цикла повышения процентных ставок, которые успели вырасти с 0,5% до 2,5%. Скорее всего, если бы не Трамп, процентные ставки продолжали бы постепенно расти до 2020 года. Однако Трамп спровоцировал (в том числе и торговой войной) их понижение ещё в 2019 году с 2,5% до 1,75%, откуда они рухнули до 0 в марте этого года.

Несмотря на все эти достижения, мы все-таки считаем, что влияние Трампа на рост рынка не стоит переоценивать, а основа сегодняшней устойчивости рынка акций к таким шокам как пандемия, была заложена ещё в начале прошлого десятилетия. На графике ниже мы смоделировали поведение индекса S&P 500, если бы его структура была такой же, как в 2010 году. Там видно, что итоговый результат был бы на 20% хуже. Главное отличие S&P 500 образца 2020 года от S&P 500 десятилетней давности в сильно возросшем весе акций технологических компаний: сейчас на них приходится почти 40% рынка, тогда как в 2010 году они занимали меньше 20% в структуре S&P 500. Ну и конечно в этом нет какой-то особенной заслуги Трампа.

В целом мы можем прийти к выводу, что в росте рынка акций до 2020 года заслуга Трампа действительно значима, но к хорошему перформансу индекса S&P 500 во время пандемии Трамп мало причастен.

Рисунок 2. Индекс S&P 500 и смоделированная динамика индекса, с учётом структуры 2010 года.





## Макроэкономическая статистика

Основным поставщиком новостей на прошедшей неделе был Китай. Рынки были приятно удивлены стремительным ростом импорта при сохранении темпов роста экспорта, что в итоге вылилось в существенное сокращение профицита торгового баланса. Возможно, это первая ласточка торгового соглашения между Китаем и США, тогда можно ожидать и сокращения дефицита торгового баланса у американцев. Уже в этот понедельник Китай отчитался по продажам в ритейле и промышленному производству, показатели приятно удивили рынок, но вопреки этому рост ВВП не дотянул до прогнозов. В США динамика по аналогичным показателям была разнонаправленной, ритейл вырос сильнее ожиданий, а промышленное производство сократилось, хотя консенсус ждал роста. Отметим существенный рост безработицы в Великобритании, хотя весной и летом стране удавалось не терять рабочие места, но вторая волна пандемии переломила ситуацию.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
13.10.2020	UK	ILO Unemployment	Август	4,3%	4,5%	4,1%	--
13.10.2020	USA	CPI MoM	Сентябрь	0,2%	0,2%	0,4%	--
13.10.2020	China	Imports YoY	Сентябрь	0,4%	13,2%	-2,1%	--
13.10.2020	China	Exports YoY	Сентябрь	10,0%	9,9%	9,5%	--
13.10.2020	China	Trade Balance	Сентябрь	\$60,0b	\$37,0b	\$58,9b	--
14.10.2020	USA	PPI Final Demand	Сентябрь	0,2%	0,4%	0,3%	--
15.10.2020	USA	Initial Jobless Claims	10 Октября	825K	898K	840K	845K
15.10.2020	China	PPI YoY	Сентябрь	-1,8%	-2,1%	-2,0%	--
15.10.2020	China	CPI YoY	Сентябрь	1,9%	1,7%	2,4%	--
16.10.2020	USA	Retail Sales Advance	Сентябрь	0,8%	1,9%	0,6%	--
16.10.2020	USA	Industrial Production MoM	Сентябрь	0,5%	-0,6%	0,4%	--
16.10.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Октябрь P	80,5	81,2	80,4	--
19.10.2020	China	GDP YoY	3Q	5,5%	4,9%	3,2%	--
19.10.2020	China	Industrial Production YoY	Сентябрь	5,8%	6,9%	5,6%	--
19.10.2020	China	Retail Sales YoY	Сентябрь	1,6%	3,3%	0,5%	--

На этой неделе статистики будет довольно мало, основное внимание к индексу деловой активности в различных секторах от агентства Markit, в целом консенсус ждёт роста. США начнут отчитываться по рынкам недвижимости за сентябрь, а также опубликуют индекс опережающих индикаторов. Великобритания отчитается по продажам в ритейле и потребительской инфляции. Макроэкономическая статистика будет оказывать минимальное влияние на рынки в связи с началом сезона отчётностей.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
20.10.2020	USA	Housing Starts	Сентябрь	1455K	--	1416K	--
21.10.2020	UK	CPI MoM	Сентябрь	0,5%	--	-0,4%	--
22.10.2020	USA	Initial Jobless Claims	17 Октября	865K	--	898K	--
22.10.2020	USA	Leading Index	Сентябрь	0,7%	--	1,2%	--
22.10.2020	USA	Existing Home Sales	Сентябрь	6,30m	--	6,00m	--
23.10.2020	USA	Markit US Manufacturing PMI	Октябрь P	53,5	--	53,2	--
23.10.2020	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Сентябрь	0,2%	--	0,8%	--



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 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.