



## Еженедельный обзор рынков

- **Ещё одна позитивная неделя на рынке акций, а индекс S&P 500 вплотную приблизился к отметке 3000 пунктов.** Драйверы роста рынка акций все те же: постепенное снижение карантинных мер и позитивные новости о лекарствах/вакцинах «от коронавируса». Индекс S&P 500 вырос более чем на 3% за неделю, а Russell 2000 – почти на 8%.
- **Российский индекс вырос на 4,5% вслед за нефтью и глобальными рынками.** Рост цен на нефть на 5% в рублевом выражении и позитив на глобальных площадках помог российскому рынку отыграть еще часть потерь с начала года. Локомотивом этого роста выступили голубые фишки в лице таких компаний как Лукойл, НОВАТЭК и Норникель, а компании из потребительского, финансового и TMT секторов, напротив, продемонстрировали более сдержанное движение. Из корпоративных новостей выделим сильную отчетность Ростелекома, нейтральные финансовые результаты Интер Рао, ТМК и Акрона за 1К20, а также рекомендацию относительно высокого дивиденда со стороны СД Газпрома и Лукойла. Стоит отметить и решение наблюдательного совета Сбербанка отложить анонсирование дивиденда до августа, что в том числе объясняет его сравнительно слабую динамику.
- **Нефть прибавила 8% в стоимости, продолжая свой 4-х недельный повышательный тренд.** Нефть продолжает тестировать новые локальные максимумы на очередных новостях об ослаблении карантина в США и Европе. В конце прошлой недели возросшая напряженность в американо-китайских отношениях сдержало бычьи настроения на рынке, однако не смогла сломить наметившийся тренд. Вышел отчет Минэнерго США по бурению: организация ожидает падение сланцевой добычи на 200 тыс. бар. в сутки в июне. Еженедельная статистика в США носила нейтральный характер: запасы нефти в стране выросли на 1,2 млн бар. (ожидали роста на 4,3 млн бар.), добыча сократилась на 100 тыс. бар. в сутки до уровня 11,5 млн бар. в сутки, а количество вышек снизилось на 21 до 237 единиц.

### Емельянов Никита

nemelyanov@sistema-capital.com  
Руководитель направления акции  
глобальных рынков

### Ушаков Андрей

aushakov@sistema-capital.com  
Старший аналитик

### Асатуров Константин

kasaturov@sistema-capital.com  
Управляющий директор

### Костин Антон

akostin@sistema-capital.com  
Руководитель направления активы с  
фиксированным доходом

	15.май		22.май
S&P 500	2863,7	→	2955,5
MMББ	2593,9	→	2709,4
Brent \$	32,5	→	35,1
₽/\$	73,6	→	71,6

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

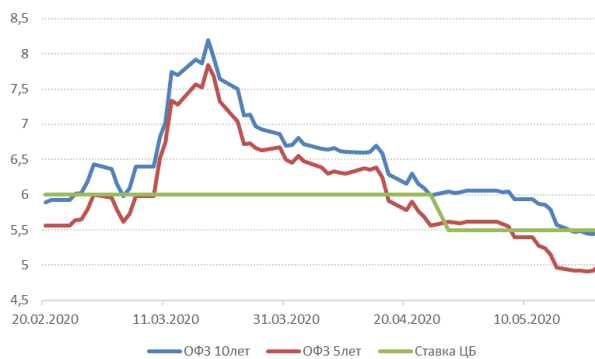
Основное событие прошлой недели – конференция Э.Набиуллиной. Напомним, что после прошлого выступления, на котором глава ЦБ объявила о высокой вероятности снижения ставки в июне сразу на 100бп, кривая ОФЗ сместилась вниз на 40-50бп. В этот раз цифра 100бп также прозвучала, однако было отмечено, что вероятность этого события ниже 100%. В связи с этим ОФЗ немного потеряли в цене, доходности выросли на 3-5бп.

На наш взгляд, 19 июня ставка будет снижена на 100бп, при этом наиболее важной будет риторика в части дальнейших действий. В случае стабилизации инфляции ниже 4% мы ждем снижения еще на 50бп до конца 2020 года.

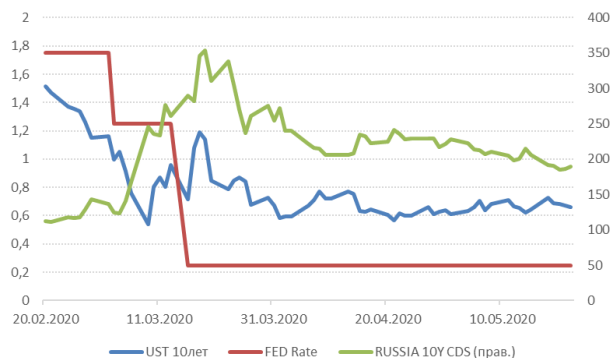
В корпоративном сегменте продолжается активное размещение новых выпусков. На прошлой неделе были закрыты книги АФК Системы, Магнита, ИКС5, Трансмашхолдинга, Сибура. Аэрофлот отменил размещение рублевого выпуска, что скорее всего связано с выделением помощи со стороны государства, так как заявленный на премеркетинге диапазон 8,5% является достаточно привлекательным в текущих условиях.

В валютных еврооблигациях российских эмитентов продолжилось плавное снижение доходностей. Средняя доходность бумаг рейтинговой группы ВВ с погашением в 2024 опустилась ниже 3% годовых. При этом 7ми летние CDS на Россию торгуются в районе 164, что на 70 пунктов выше уровней конца февраля.

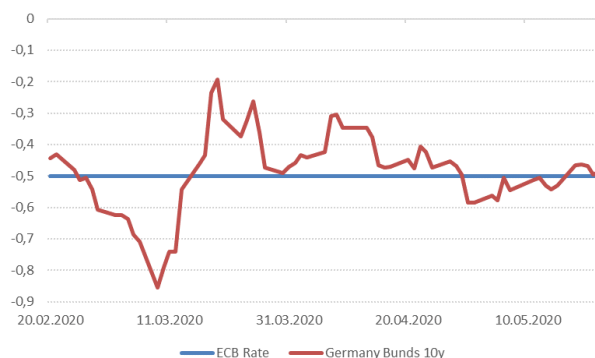
Доходность 10летних и 5летних ОФЗ относительно ставки ЦБ РФ



Доходность 10летних US Treasuries относительно ставки ФРС и 10летние CDS на Россию



Доходность 10летних немецких гос. облигаций относительно ставки ЕЦБ



	Ставка	Заседание	Прогноз рынка
ФРС	<b>0,25%</b>	10 июня	<b>0,25%</b>
ЕЦБ	<b>-0,50%</b>	04 июня	<b>-0,50%</b>
ЦБ РФ	<b>5,50%</b>	19 июня	<b>4,50%</b>



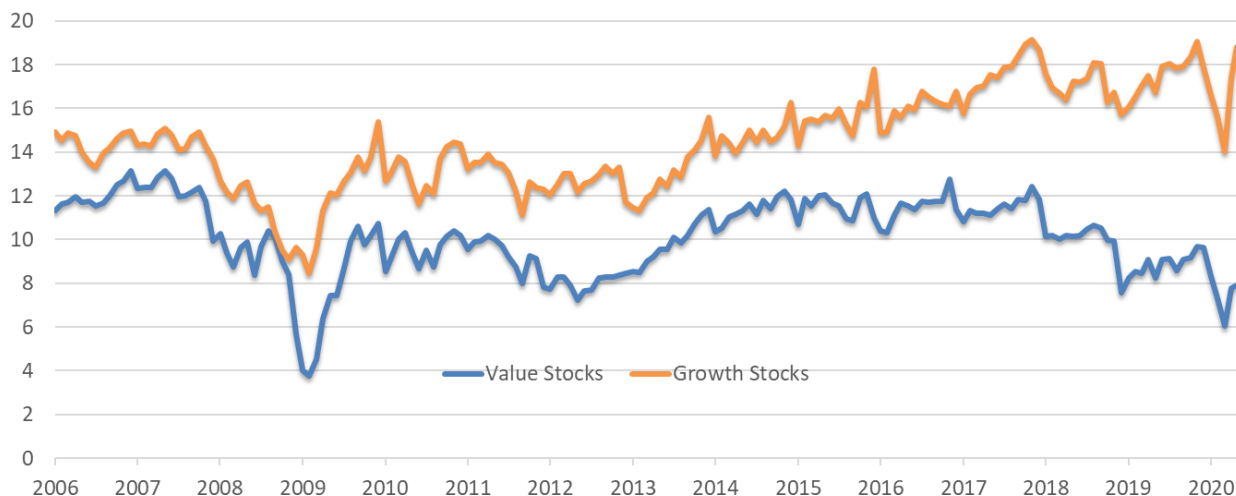
## Комментарий по глобальному рынку акций

В этом обзоре мы пишем свои комментарии по глобальному рынку акций, но что такое рынок акций? Обычно, динамику рынков олицетворяют крупнейшие индексы: S&P 500, MSCI World или NASDAQ Composite. Однако насколько такое упрощенное понимание глобального рынка акций соответствует действительности? Например, в прошлом году мы несколько раз писали, что рост рынков обеспечивают низковолатильные акции наиболее стабильных компаний, тогда как высоковолатильные акции большую часть 2019 года были под давлением. За время торговых войн (с октября 2018 года по ноябрь 2019 года) индекс S&P 500 High Beta не вырос, а S&P 500 Low Volatility вырос на 15%. В этом году разброс между ними уже не такой большой, несмотря на высокую волатильность рынков и с февральских максимумов оба индекса снизились на 22% к текущему моменту. Однако это не означает, что факторное инвестирование в этом году не работало. Есть 2 класса акций, разброс в динамике которых намного выше того, что мы видели в прошлом году между High Beta и Low Volatility. Эти факторы Growth (акции компаний с высокими темпами роста бизнеса, торгующиеся с относительно высокими мультипликаторами) и Value (акции компаний, торгующиеся с низкими мультипликаторами). Индекс S&P 500 Pure Growth уже отыграл большую часть падения и сейчас всего лишь -3% с начала года. Одновременно с этим индекс S&P 500 Pure Value показывает с начала года -34%. Последний раз такое сильное расхождение за относительно короткий промежуток времени наблюдалось в конце 2008 – начале 2009 годов на фоне обвала акций банков, которые вместе с промышленными сырьевыми компаниями составляют основу Value индексов. Также можно сравнить текущую динамику с 1998 – 2000 годами, когда на фоне надувавшегося технологического пузыря Growth опередил Value на 165% за 1,5 года.

Насколько такая динамика оправдана? Так получилось, что текущий кризис особенно болезненно сказался на таких секторах, которые можно отнести к традиционной экономике: банки, сырьевые компании, тяжелая промышленность, потребительский сектор. С другой стороны, технологический сектор и здравоохранение проходят этот кризис относительно безболезненно. Так что в том, что их акции чувствуют себя лучше рынка нет ничего удивительного. Однако у всего есть своя цена. Текущий кризис привел к тому, что спред по мультипликаторам между Growth и Value достиг максимума за почти 20 лет (как раз со времен технологического пузыря). Индекс S&P 500 Pure Growth торгуется на уровне 19x EPS 2022 года (мы взяли 2022 год, чтобы не учитывать временное снижение прибыли на период кризиса). Одновременно с этим индекс S&P 500 Pure Value торгуется на уровне 8x EPS 2022 года. В среднем за последние 15 лет премия по мультипликаторам с которой Growth оценен к Value составляла 40-50%, и она оправдана более высокими темпами роста бизнеса. Сейчас же премия составляет более 100% и одними лишь высокими темпами роста ее уже не обосновать. Мы считаем, что инвесторы таким образом оценивают неопределенность: прогнозировать доходы сырьевых компаний, банков или даже компаний из потребительского сектора сейчас очень сложно. Если мы увидим более затяжное восстановление экономики, чем сейчас заложено в цену, то прогнозы по EPS на 2022 год без сомнения будут понижены. Причем в большей степени пострадают как раз традиционные сектора.

Тем не менее, мы считаем, что не все компании из традиционных секторов одинаково уязвимы и несмотря на то, что делать ставку на ренессанс Value ещё, вероятно, рано, искать отдельные интересные истории уже можно.

Рисунок 2. Коэффициент P/E (P – текущая цена, E – ожидаемый EPS за 2022 год) для индексов S&P 500 Pure Growth и S&P 500 Pure Value





## Макроэкономическая статистика

Макроэкономическая статистика на прошедшей неделе была в целом нейтральной. Учитывая сильное движение по снижению продаж недвижимости в США, можно сказать, что консенсус был очень точен. Индекс деловой активности в промышленности по версии Markit остался в отрицательной зоне, также сохраняется отрицательная динамика по индексу опережающих индикаторов, так что о восстановлении американской экономики говорить пока рано. В Великобритании в марте снизилась безработица, что стало сюрпризом для рынка, но не стоит забывать, что карантинные меры в стране вводились позже всех в Европе. Это можно отметить и по снижению продаж в ритейле за апрель более чем на 18%, так что апрельские данные по безработице будут уже другими.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
19.05.2020	USA	Housing Starts	Апрель	900K	891K	1216K	1276K
19.05.2020	UK	ILO Unemployment	Март	4,3%	3,9%	4,0%	--
20.05.2020	UK	CPI MoM	Апрель	-0,1%	-0,2%	0,0%	--
20.05.2020	EU	CPI MoM	Апрель F	0,3%	0,3%	0,3%	--
21.05.2020	USA	Initial Jobless Claims	16 мая	2400K	2438K	2981K	2687K
21.05.2020	USA	Markit US Manufacturing PMI	Май P	40,0	39,8	36,1	--
21.05.2020	USA	Leading Index	Апрель	-5,4%	-4,4%	-6,7%	-7,4%
21.05.2020	USA	Existing Home Sales	Апрель	4,22m	4,33m	5,27m	--
22.05.2020	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Апрель	-15,5%	-18,1%	-5,1%	-5,2%

Эта неделя носит укороченный характер из-за праздников в США и Великобритании, тем не менее статистических данных будет много. США уточнят размер падения ВВП в 1 квартале, рынок не ждёт изменений. Также продолжится публикация данных по рынкам недвижимости, падение продаж на первичном рынке ожидается на уровне других направлений. Также будут опубликованы данные по личным доходам и расходам, на наш взгляд, снижение доходов всего на 6,5% слишком оптимистичное. Франция и Италия выпустят финальную оценку по ВВП за 1 квартал, изменений быть не должно. В целом неделя должна быть относительно спокойной.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
26.05.2020	USA	New Home Sales	Апрель	480K	--	627K	--
28.05.2020	USA	GDP Annualized QoQ	1Q S	-4,8%	--	-4,8%	--
28.05.2020	USA	Durable Goods Ord.	Апрель P	-19,8%	--	-14,7%	--
28.05.2020	USA	Initial Jobless Claims	23 мая	2100K	--	2438K	--
28.05.2020	Germany	CPI MoM	Май P	-0,1%	--	0,4%	--
29.05.2020	USA	Wholesale Inventories	Апрель P	-0,5%	--	-0,8%	--
29.05.2020	USA	Personal Income	Апрель	-6,5%	--	-2,0%	--
29.05.2020	USA	Personal Spending	Апрель	-12,8%	--	-7,5%	--
29.05.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Май F	74,0	--	73,7	--
29.05.2020	Germany	Retail Sales MoM	Апрель	-12,0%	--	-5,6%	-4,0%
29.05.2020	France	CPI MoM	Май P	0,1%	--	0,0%	--
29.05.2020	France	GDP QoQ	1Q F	-5,8%	--	-5,8%	--
29.05.2020	Italy	GDP WDA QoQ	1Q F	-4,8%	--	-4,8%	--
29.05.2020	EU	CPI MoM	Май P	-0,1%	--	0,3%	--



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.