Global Markets Weekly

13.09.21

СИСТЕМА КАПИТАЛ

Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 падал всю неделю и потерял 1,7%.** При этом нельзя сказать, что на рынке происходило что-то особенно интересное. В США неделя была короткой и макроэкономической статистики вышло существенно меньше, чем обычно. Главной причиной этой коррекции обычно называют неопределенность в связи с дельта-вариантом, однако мы рекомендуем не выдумывать поводы, т.к. такие коррекции вполне могут проходить и без повода.

- **Российский рынок закрыл неделю в нейтральной зоне.** При этом ни нефть, ни рубль также не показали какую-то яркую динамику и торговались в боковике. Неделя однако была насыщенная на корпоративные события. Во-первых, прошедший переворот в Гвинее привел к ошеломительному росту акций Русала, хотя отметим, что пока риск перебоя поставок бокситов (сырье для производства алюминия) не материализовался. Во-вторых, отметим возможные и обсуждаемые сделки по продаже 10% в Артик СПГ-2 со стороны НОВАТЭКа инвесторам из Индии, и потенциальную распродажу активов Юнипро немецкой группой Uniper. А в-третьих, выделим продажи Алросы за август, сильные результаты Сбербанка за тот же месяц и прошедшие дни инвесторов ПИК и ВТБ (а именно, дивизиона Управления Активами), что добавило позитива в фундаментальные кейсы обоих компаний.

- **Нефть продолжает движение в боковике.** Ураган Ида помог быкам удержать нефтяные котировки у локальных максимумов, несмотря на попытки китайских властей чуть охладить позитивный настрой, неожиданно раскрыв гигантские нефтяные запасы, которые Поднебесная готова направить на рынок. Минэнерго США выпустило краткосрочный прогноз: организация оставила прогноз цен Brent в 2022 неизменным (66 долл за бар.), но при этом снизила ожидания по добыче в США с 11,8 до 11,7 млн бар. в сутки в следующем году. Еженедельная статистика в США была нейтральной: запасы нефти в стране снизились на 1,5 млн бар. (ожидали падение на 4,4 млн бар.), добыча сократилась на 1,5 до 10 млн бар. в сутки из-за прошедшего урагана Ида, а количество вышек постепенно стало восстанавливаться и выросло на 7 до 401 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

	03.сен		10.сен
S&P 500	**4535,4**	→	**4458,6**
ММВБ	**4001,7**	→	**3993,6**
Brent $	**72,6**	→	**72,9**
₽/$	**72,7**	→	**73,2**

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500

Источник: Bloomberg

Инструменты с фиксированной доходностью

Глобальные евробонды почти не изменились в цене. ЕЦБ объявил о «косметическом» сокращении покупок бондов. На прошедшем в четверг заседании ЕЦБ объявил о замедлении темпов покупки активов в рамках экстренной программы помощи с текущих 80 млрд евро в месяц на фоне восстановления экономики и роста инфляции. Оценка роста ВВП и инфляции в 2021г была повышена с 4,6 до 5,0% и с 1,9 до 2,2% соответственно. Однако, судя по мягкой тональности главы К.Лагард, говорить о полноценном начале сворачивания стимулирования все же не приходится, хотя рыночные ожидания были смещены в сторону некоторого ужесточения позиции ЕЦБ. Вопрос о конкретных параметрах tapering будет рассмотрен в декабре, а действующая программа объемом 1,85 трлн евро может быть продлена или неполностью исполнена. В центре внимания инвесторов на предстоящей неделе будут данные по инфляции в США за сентябрь, которые в случае «сюрприза» могут повлиять на оценку ФРС в отношении сроков сокращения программы выкупа активов.

Рублевые облигации показали скромное понижение на 0,1%. ЦБ РФ повысил ключевую ставку на 25 б.п. до 6,75%, не исключая дальнейшего повышения. На прошедшей неделе инвесторы в очередной раз заняли выжидательную позицию – на этот раз по причине заседания ЦБ РФ по ключевой ставке, а не степени важности макростатистики из США. При умеренной торговой активности интерес к аукциону МинФина по размещению 15-летнего выпуска ОФЗ был примерно в 2 раза ниже, чем в предыдущие недели, а объем привлечения составил лишь 11,9 млрд руб. Недельная инфляция в РФ осталась на уровне 0,1%, а в августе повысилась с 6,5 до 6,7%. При сохраняющихся инфляционных рисках ЦБ РФ вынужден реагировать повышением ставки, что и произошло в пятницу.

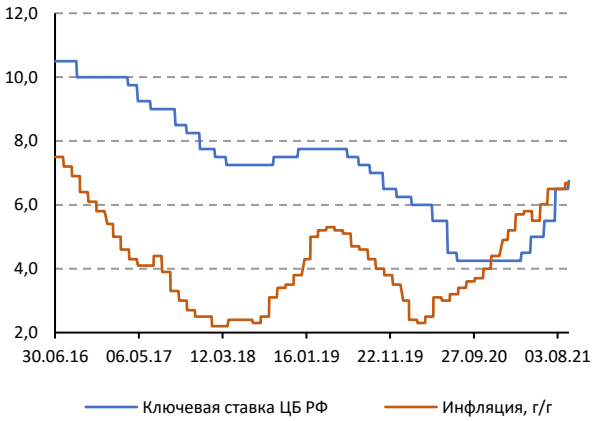
По итогам заседания ЦБ РФ ключевая ставка была повышена на 25 б.п. до 6,75%, что оказалось ниже прогноза в 50 б.п., которого ожидало большинство экономистов. Вероятнее всего, в случае дальнейшего ужесточения монетарной политики ЦБ будет применять шаг в 25 б.п. Мы считаем, что такой подход обусловлен постепенным замедлением роста потребительских цен, который согласно прогнозам регулятора начнется в следующем квартале. Тем не менее в условиях неопределенности по инфляционной траектории и характера устойчивости ряда компонент ЦБ допускает, что еще одного подъема ставки до 7,0% может оказаться недостаточно для достижения таргета по инфляции в 4,0-4,5% на конец 2022г. Таким образом, несмотря на вероятное приближение окончания цикла повышения ставки, тональность ЦБ несколько ужесточилась, а о сроках возвращения ключевой ставки к уровню 6% или ниже, когда инфляция будет замедляться к таргету, говорить пока рано.

По итогам недели доходности ОФЗ на среднем и длинном участках кривой не изменились, а ставки выпусков с погашением до 3-х лет немного подросли на 5 б.п. В фокусе инвесторов по-прежнему остается динамика инфляции в РФ и позиция Центробанков развитых стран в отношении сворачивания QE.

Сегмент/география	*YTW*	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	*0,9%*	0,0%	0,4%	-2,2%	-1,6%
EM IG	*2,3%*	0,0%	0,9%	2,0%	0,0%
EM HY	*6,4%*	0,1%	1,2%	6,5%	1,5%
Россия	*2,4%*	0,2%	0,6%	4,0%	1,3%
Азия	*3,4%*	0,1%	0,9%	1,1%	0,0%
Бразилия	*3,6%*	-0,1%	0,5%	6,8%	0,6%
Мексика	*4,1%*	0,4%	1,8%	9,4%	1,3%
Турция	*5,0%*	0,1%	1,8%	12,4%	2,3%
Рублевые облигации					
ОФЗ	*6,9%*	-0,1%	0,3%	-1,7%	-3,2%
Муниципальные	*7,5%*	-0,1%	0,4%	1,6%	-0,2%
Корпоративные	*7,8%*	-0,1%	0,3%	2,1%	-0,4%

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 ключевой ставки ЦБ РФ и инфляции, %



Источник: Росстат, ЦБ РФ, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	22 сентября	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	28 октября	-0,50%
ЦБ РФ	6,75%	22 октября	7,00%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал

Комментарий по глобальному рынку акций

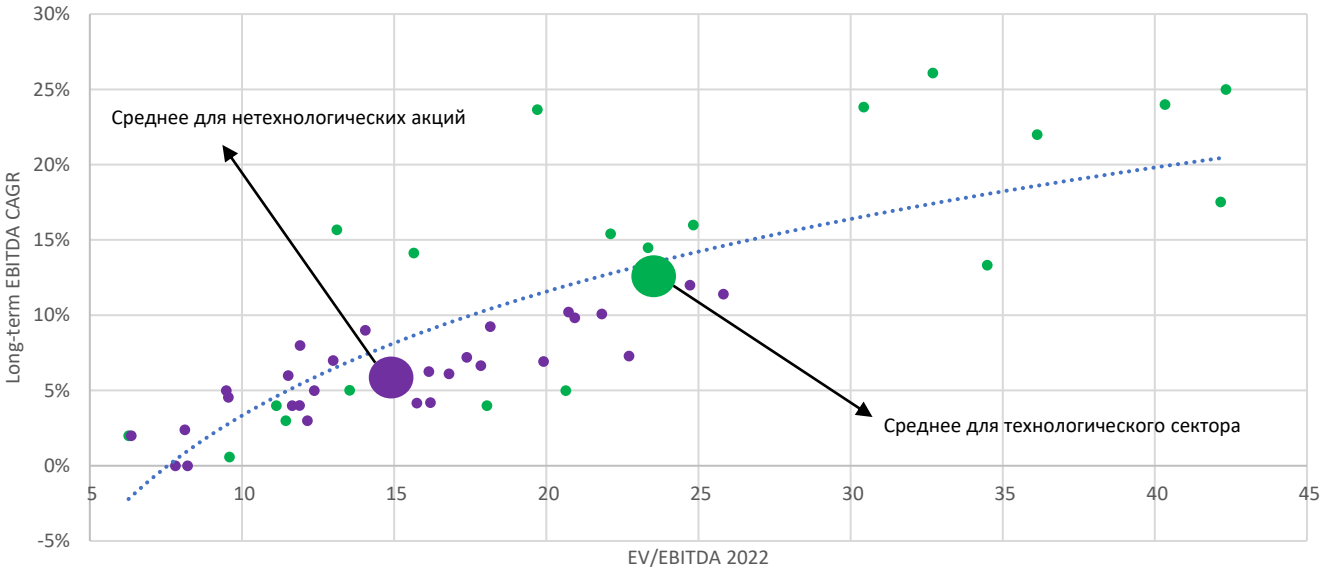
Неопределенность с выходом из пандемии и продолжающаяся волатильность макроэкономической статистики находят отражение на рынке акций, хотя по динамике индекса S&P 500 это и не заметно. Однако, если посмотреть на индексы Pure Value и Pure Growth, то видно, что весной был пик оптимизма относительно восстановления экономической активности, но с начала лета этот оптимизм постепенно уходил. В начале июня индекс Pure Value опережал Pure Growth на 30% с начала года (+33% против +3%). Но всего через 3 месяца этот разрыв испарился, а сейчас, к началу третьей недели сентября, Growth вышел вперед: +24% против +22% для Value. На этом фоне спред по P/E между Value и Growth расширился до новых максимумов: 33x EPS 2022 года против 10x EPS 2022. Такого большого разрыва не было даже прошлым летом, когда циклические акции тоже были оценены в 10-11 EPS, а компании роста торговались по более скромным мультипликаторам – около 24x EPS.

Всё это вновь поднимает вопрос об адекватности оценок технологических компаний (которые составляют основу Growth сегмента). Однако, несмотря на растущий спред, мы все равно считаем, что технологический сектор оценен как минимум справедливо, если сравнивать с циклическими акциями, и остается недооцененным, если сравнивать с сервисными компаниями из других секторов.

Во-первых, широкий спред между Value и Growth объясняется большой разницей в темпах роста между этими двумя сегментами. Ожидаемые темпы роста EPS в 2023 году (мы берем именно 2023 год, т.к. в 2022 году ещё сохранится эффект низкой базы для циклических компаний) для компаний из Growth сегмента – 14% (и это совпадает со средним значением за последние 10 лет), а для Value – 6% (почти в 2 раза ниже среднего значения за последние 10 лет).

Во-вторых, технологические акции все ещё предлагают более высокие темпы роста бизнеса, чем компании из других сервисных секторов, чьи акции оценены по сопоставимым мультипликаторам. Ниже на графике это можно увидеть наглядно.

Рисунок 2. Мультипликаторы и темпы роста для технологических компаний и представителей других отраслей.



Источник: Bloomberg

Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была в основном позитивной. Китай отчитался по внешней торговле за август, существенно сильнее ожиданий вырос и экспорт и импорт, что привело к росту профицита торгового баланса. На самом деле эти цифры немного не соответствуют действиям властей по охлаждению сырьевых рынков, что должно было привести к снижению поставок. Также поднебесная отчиталась по инфляции, потребительская осталась на довольно низком уровне, а производственная разогналась до новых максимумов. Европейские страны отчитались по промышленному производству, цифры в основном хорошие. Также прошло заседание ЕЦБ, где регулятор обнародовал планы по плавному сворачиванию программы выкупа активов. В США продолжают снижаться первичные обращения за пособиями по безработице, а производственная инфляция замедлилась относительно предыдущего месяца, но всё ещё остаётся на довольно высоких уровнях.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
7 сен	China	Trade Balance	Август	$53,2b	$58,3b	$56,6b	$56,6b
7 сен	China	Exports YoY	Август	17,3%	25,6%	19,3%	--
7 сен	China	Imports YoY	Август	26,9%	33,1%	28,1%	--
7 сен	Germany	Industrial Production SA MoM	Июль	0,8%	1,0%	-1,3%	-1,0%
7 сен	EU	GDP SA QoQ	2Q F	2,0%	2,2%	2,0%	--
8 сен	Italy	Retail Sales MoM	Июль	-0,2%	-0,4%	0,7%	--
9 сен	China	CPI YoY	Август	1,0%	0,8%	1,0%	--
9 сен	China	PPI YoY	Август	9,0%	9,5%	9,0%	--
9 сен	USA	Initial Jobless Claims	4 Сентября	335K	310K	340K	345K
9 сен	EU	ECB Main Refinancing Rate	9 Сентября	0,00%	0,00%	0,00%	--
9 сен	EU	ECB Deposit Facility Rate	9 Сентября	-0,50%	-0,50%	-0,50%	--
10 сен	USA	PPI Final Demand	Август	0,6%	0,7%	1,0%	--
10 сен	USA	Wholesale Inventories	Июль F	0,6%	0,6%	0,6%	--
10 сен	UK	Industrial Production MoM	Июль	0,4%	1,2%	-0,7%	--
10 сен	France	Industrial Production MoM	Июль	0,4%	0,3%	0,5%	0,6%
10 сен	Italy	Industrial Production MoM	Июль	-0,1%	0,8%	1,0%	1,1%

Источник: Bloomberg

На этой неделе выйдет небольшой объём статистики. Прежде всего рынки будет интересовать потребительская инфляция в США, консенсус ждёт небольшого снижения. США и Китай отчитаются по промышленному производству и продажам в ритейле. Если в Китае рынок ждёт небольшого замедления роста, то в США ритейл может остаться в красной зоне. Также по продажам в ритейле отчитается Великобритания, ожидания позитивные. Учитывая динамику прошедшей недели, повышенная волатильность может сохраниться.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
14 сен	USA	CPI MoM	Август	0,4%	--	0,5%	--
14 сен	UK	ILO Unemployment	Июль	4,6%	--	4,7%	--
15 сен	USA	Industrial Production MoM	Август	0,4%	--	0,9%	--
15 сен	China	Industrial Production YoY	Август	5,8%	--	6,4%	--
15 сен	China	Retail Sales YoY	Август	7,0%	--	8,5%	--
15 сен	UK	CPI MoM	Август	0,5%	--	0,0%	--
15 сен	EU	Industrial Production MoM	Июль	0,6%	--	-0,3%	--
16 сен	USA	Retail Sales Advance	Август	-0,8%	--	-1,1%	--
16 сен	USA	Initial Jobless Claims	11 Сентября	335K	--	310K	--
17 сен	USA	U. of Mich. Sentiment	Сентябрь P	72,0	--	70,3	--
17 сен	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Август	0,7%	--	-2,5%	--

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. 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.