



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 снизился на 0,5% по итогам недели.** Всего третий раз с начала года S&P 500 падает 2 недели подряд. К опасениям относительно скорого ужесточения монетарной политики добавились новые риски – надвигающееся банкротство одного из крупнейших мировых девелоперов. С учетом падения утром 20 сентября, S&P 500 потерял с максимумов уже более 4%.
- **Российский рынок смог подрасти вопреки падению на глобальных площадках.** Основную поддержку отечественному рынку оказали нефтяные котировки, показавшие рост на 3%, а рубль при этом двигался в боковике. В корпоративном мире в первую очередь отметим повышении НДС и введение формулы для налога на прибыль в металлургической отрасли. Кроме того, выделим день инвестора Мосбиржи, посвященный листингу иностранных акций, пересмотр инвестпрограммы Газпрома в большую сторону на 2021 год и покупку ГК Ниармедик АФК Системой.
- **Нефть выросла в цене на 3%, вернувшись к локальным максимумам.** Хорошую поддержку нефти оказала сильная статистика в США, несмотря на постепенное восстановление производства в стране после урагана Ида. Минэнерго США выпустило отчет по бурению: организация ждет роста сланцевой добычи в октябре на 66 тыс бар. в сутки. Также ОПЕК опубликовал данные за август: картель увеличил добычу на 150 тыс бар. в сутки. Еженедельная статистика в США была позитивной: запасы нефти в стране снизились на 6,4 млн бар. (ожидали падение на 2,7 млн бар.), добыча выросла на 100 тыс бар. в сутки до 10,1 млн бар., а количество вышек увеличилось на 10 до 411 единиц, вернувшись до своих максимумов с начала года.

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

	10.сен		17.сен
S&P 500	4458,6	→	4433,0
MMББ	3993,6	→	4035,2
Brent \$	72,9	→	75,3
₽/\$	73,2	→	72,9

Источник: Bloomberg

Рисунок 1. Индекс S&P 500



Источник: Bloomberg



Инструменты с фиксированной доходностью

Евробонды развивающихся стран снизились в среднем на 0,2% при незначительном приросте ставок US Treasuries. Данные по инфляции в США за август указали на ее замедление с 0,5 до 0,3% м/м, а без учета расходов на топливо и продукты питания с 4,3 до 4,0% г/г. С одной стороны, подтверждается тезис о временном характере инфляции. С другой, основным фактором снижения темпов роста потребительских цен стали наиболее чувствительные компоненты к Covid-19 и его последствиям (снижение цен на подержанные авто, авиаперелеты, проживание в гостиницах), без которых ее рост продолжился и составил бы 0,5-0,7% м/м. Мы считаем, что несмотря на слабые данные по новым рабочим местам в не с/х секторе за август и замедление инфляции, ФРС на предстоящем заседании в среду, вероятно, объявит о планах начать сокращение QE в ближайшие месяцы. От риторики ФРС будет зависеть риск-сентимент на облигационных рынках, который до этого оставался нейтральным.

Также мы хотели бы отметить дополнительный фактор риска, который до этого полностью игнорировался рынком. Из-за возросшего риска дефолта крупнейшего китайского девелопера China Evergrande и пропуска платежей по банковским кредитам на предстоящей неделе HY-евробонды заемщиков сектора рухнули на 7-11%. Даже высоконадежные выпуски категории "BBB-" снизились в цене на 3%. Проблемы Evergrande делятся уже не первый месяц, кредитный рейтинг был понижен с "B" до "C". При этом инвесторы рассчитывали на своевременное разрешение долговой проблемы со стороны властей, что до сих пор это не вызвало опасений и коррекций на рынках. Однако неопределенность с платежеспособностью (совокупно долговых обязательств на ~\$300 млрд) и риск промедления властей с решением проблемы начинает оказывать давление на бонды средних и малых девелоперов. Мы полагаем, что в случае неконтролируемого процесса ухудшение ситуации в секторе может «переброситься» не только на другие, в частности, банковский сегмент, но и иметь негативные последствия для азиатского региона и развивающихся рынков в целом.

Цены рублевых облигаций снизились на 0,1-0,3%. Минфин РФ неожиданно предоставил щедрую премию на аукционах ОФЗ. Умеренная торговая активность на прошлой неделе сохранилась, а инвесторы продолжают «переваривать» ужесточение риторики ЦБ РФ после заседания 10 сентября. Неожиданными для рынка стали результаты безлимитных аукционов Минфина по размещению 10 и 20-летних ОФЗ, которые оказали понижающее давление на цены долгосрочных выпусков (-0,3% за неделю). Приоритет был отдан объему при умеренном спросе, а премия ко вторичному рынка составила ~6 б.п., что выше, чем на предыдущих неделях (от 0 до 4 б.п.). Несмотря на это, приток средств нерезидентов возрос с 15 до 37 млрд руб за неделю, что сопровождалось некоторым укреплением курса рубля. Вложения иностранных инвесторов в основном направлены в классические ОФЗ со сроком погашения от 6 до 15 лет на ожиданиях снижения ключевой ставки ЦБ РФ к концу 2022г, что для нас пока представляется преждевременным.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,9%	0,0%	-0,2%	-2,4%	-1,6%
EM IG	2,3%	-0,1%	0,4%	1,9%	0,0%
EM HY	6,6%	-0,4%	0,6%	5,9%	1,1%
Россия	2,4%	0,3%	0,8%	3,9%	1,6%
Азия	3,5%	-0,5%	-0,1%	0,7%	-0,5%
Бразилия	3,6%	-0,3%	-0,1%	5,6%	0,3%
Мексика	4,1%	0,2%	1,5%	9,3%	1,5%
Турция	5,3%	-1,2%	-0,3%	10,9%	1,1%
Рублевые облигации					
ОФЗ	7,0%	-0,1%	-0,2%	-1,8%	-3,3%
Муниципальные	7,5%	0,0%	0,4%	1,4%	-0,2%
Корпоративные	7,8%	0,0%	0,0%	2,0%	-0,4%

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

EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

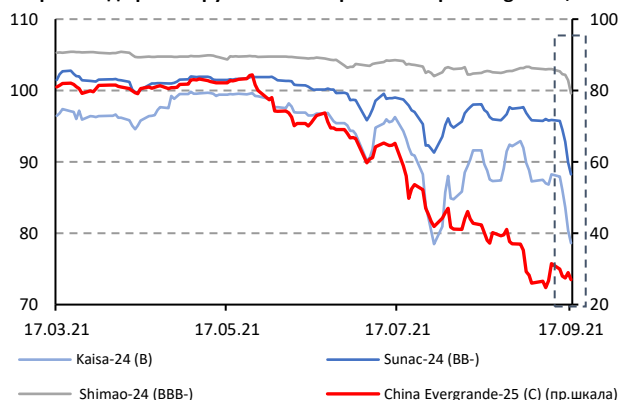
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Снижение цен евробондов китайских девелоперов при рисках дефолта крупнейшего игрока сектора Evergrande, %



Источник: Bloomberg, 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



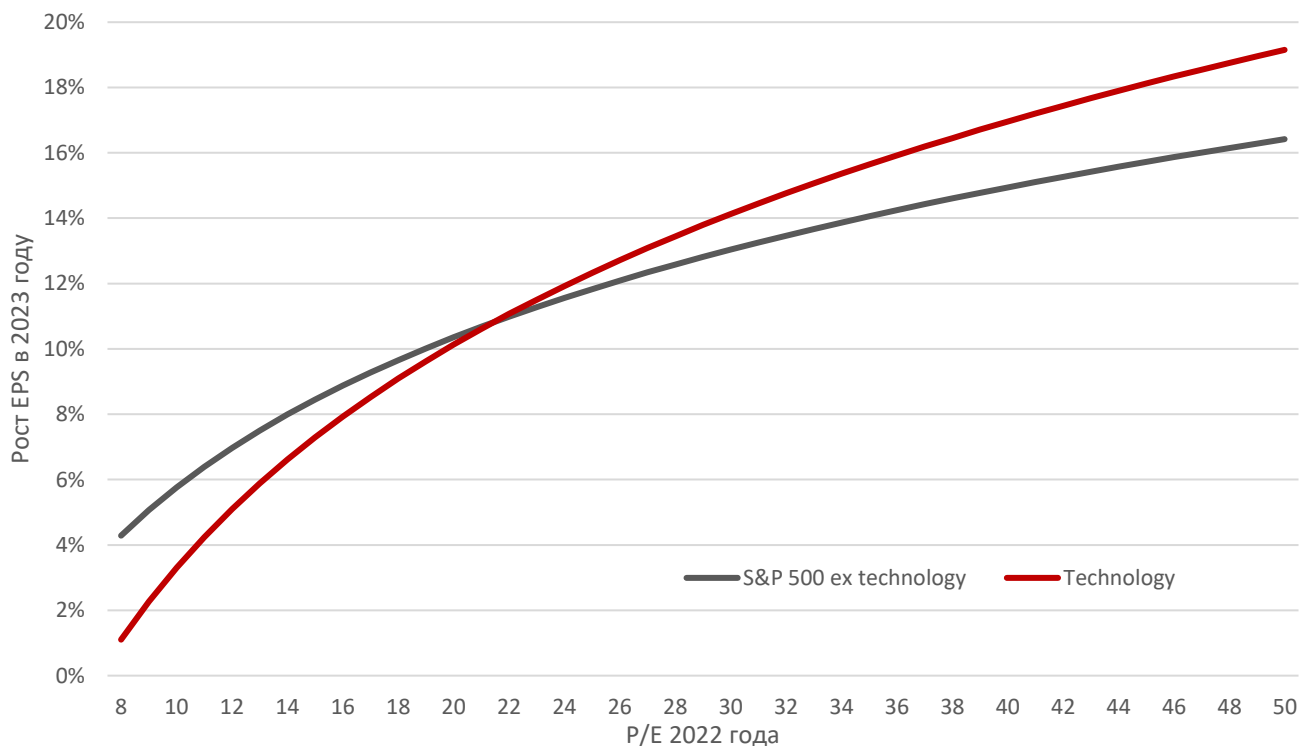
Комментарий по глобальному рынку акций

За последние 12 лет индекс NASDAQ-100 проиграл S&P 500 всего один раз – 3% в 2016 году. В среднем с 2009 года NASDAQ-100 опережает S&P 500 на 8% в год. Сейчас это кажется немыслимым, но с 2010 по 2017 год технологический сектор торговался с дисконтом к широкому рынку, даже несмотря на более высокие темпы роста. Сейчас же отраслевой индекс S&P Information Technology торгуется на уровне 26x Forward EPS, что примерно на 25% выше мультипликаторов индекса S&P 500. А учитывая, что на IT приходится примерно треть индекса S&P 500, то реальный разрыв между IT и всем остальным ещё больше.

Однако сравнивать сектора таким образом конечно некорректно. На мультипликаторы оказывают влияние много разных факторов: темпы роста, устойчивость бизнеса и т.д. Устойчивость бизнеса оказывает большое влияние на мультипликаторы (по этой причине акции циклических компаний всегда оценены с дисконтом), однако ее сложно оцифровать. А вот сравнить IT и широкий рынок с учетом темпов роста мы вполне можем.

Ниже на графике представлены две логарифмические кривые, показывающие зависимость мультипликаторов от темпов роста (обе кривые – регрессия реальных данных с коэффициентом R^2 более 0,9). На этом графике наглядно видно, что «дешевые» технологические компании как правило растут медленнее своих аналогов из не технологических секторов (как правило это банки, сырьевые и промышленные компании). Однако к уровню в 22 по P/E ситуация выравнивается, а дальше уже технологические компании растут быстрее аналогов из не технологических секторов. Этот график хорошо иллюстрирует нашу текущую стратегию: из Value сегмента мы выбираем в основном не технологические компании, а из Growth сегмента как раз в основном технологические.

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





Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была неоднозначной. В Китае отмечено резкое замедление по продажам в ритейле, а также довольно слабые данные по промышленному производству. В Великобритании выросла потребительская инфляция и вновь сократились продажи в ритейле, даже с учётом автомобильного топлива. При этом в США, наоборот, ритейл показал неожиданно хороший результат, но промышленность немного не дотянула до ожиданий консенсуса. Прервалась череда позитивных отчётов по первичным обращениям за пособиями, но это вполне нормальная волатильность.

Одним из главных показателей на этой неделе была потребительская инфляция в США, которая показала небольшое замедление относительно предыдущего месяца, но годовой показатель всё ещё остаётся на довольно высоких уровнях. Рынок проигнорировал эти данные, что может говорить о том, что консенсус и так был согласен с тем, что высокая инфляция с нами временно.

На этой неделе выйдет минимум статистики. США отчитаются по рынкам недвижимости за август, причём все данные будут опубликованы на одной неделе. В целом ожидания нейтральные. Предварительную оценку индекса деловой активности в промышленности США опубликует агентство Markit, рынок ждёт снижения индекса. Здесь стоит отметить, что он находится на довольно высоких значениях, и приближение к нейтральным уровням в ближайший год является наиболее вероятным сценарием. В середине недели пройдут заседания ЦБ Англии и ФРС, изменений по ставкам быть не должно, изменений в риторике мы также не ждём. В целом неделя обещает быть крайне волатильной, но без привязки к статистике.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
14 сен	USA	CPI MoM	Август	0,4%	0,3%	0,5%	--
14 сен	UK	ILO Unemployment	Июль	4,6%	4,6%	4,7%	--
15 сен	USA	Industrial Production MoM	Август	0,5%	0,4%	0,9%	--
15 сен	China	Industrial Production YoY	Август	5,8%	5,3%	6,4%	--
15 сен	China	Retail Sales YoY	Август	7,0%	2,5%	8,5%	--
15 сен	UK	CPI MoM	Август	0,5%	0,7%	0,0%	--
15 сен	EU	Industrial Production MoM	Июль	0,6%	1,5%	-0,3%	-0,1%
16 сен	USA	Retail Sales Advance	Август	-0,7%	0,7%	-1,1%	-1,8%
16 сен	USA	Initial Jobless Claims	11 Сентября	322K	332K	310K	312K
17 сен	USA	U. of Mich. Sentiment	Сентябрь P	72,0	71,0	70,3	--
17 сен	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Август	0,5%	-0,9%	-2,5%	-2,8%

Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
21 сен	USA	Housing Starts	Август	1550K	--	1534K	--
22 сен	USA	Existing Home Sales	Август	5,88m	--	5,99m	--
22 сен	USA	FOMC Rate Decision	22 Сентября	0,25%	--	0,25%	--
23 сен	UK	Bank of England Bank Rate	23 Сентября	0,10%	--	0,10%	--
23 сен	USA	Initial Jobless Claims	18 Сентября	320K	--	332K	--
23 сен	USA	Markit US Manufacturing PMI	Сентябрь P	60,8	--	61,1	--
23 сен	USA	Leading Index	Август	0,6%	--	0,9%	--
23 сен	USA	New Home Sales	Август	710K	--	708K	--

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.