



Еженедельный обзор рынков

- **На прошлой неделе индекс S&P 500 прибавил ещё 3%**, а за последние 2 месяца американский рынок акций вырос на 16,5%. Это движение было на редкость плавным, а максимальная просадка не достигла и 2% (да и та была следствием падения акций Microsoft и Intel после публикации отчетностей 23 и 24 июля).
- **Российский рынок закрыл неделю в нейтральной зоне.** Несмотря на слегка укрепившийся рубль и возросшие цены на нефть, российский рынок закончил неделю в символическом минусе, отыгрывая геополитические и санкционные риски (ситуация в Белоруссии, возможное отравление Навального). Из лучших бумаг прошлой недели выделим бумаги Petropavlovsk и Mail.ru, которые будут скоро включены в индекс Мосбиржи, и акции М.Видео, которые продолжают двигаться в восходящем тренде после сильной отчетности за 2K20. Хуже остальных чувствовали себя представители финансового сектора на фоне относительно слабого рубля и потенциального ухудшения отношений с Западом.
- **Нефть вернула почти 2% на «ложной тревоге».** Угрозы ураганов были слишком преувеличены, в связи с чем многие НПЗ в США вдоль Мексиканского залива уже возвращаются к нормальной работе. Кроме того, анонсированная приверженность китайской и американской стороны к реализации первой фазы торговой сделки вернула быкам уверенность на сырьевых рынках. Еженедельная статистика в США была умеренно позитивна: запасы нефти в стране снизились на 4,7 млн бар. (ожидали снижение на 2,5 млн бар.), добыча увеличилась на 100 тыс. бар. в сутки до 10,8 млн бар. в сутки, а количество вышек снизилось на 3 до 180 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

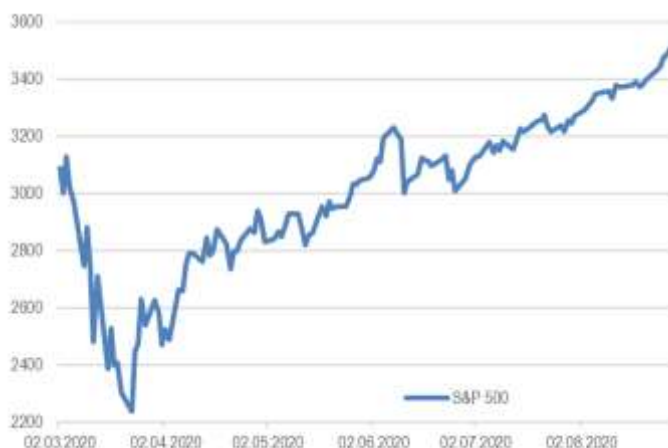
akostin@sistema-capital.com
Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

	21.авг		28.авг
S&P 500	3397,2	→	3508,0
MMBБ	2995,6	→	2980,2
Brent \$	44,4	→	45,8
₽/\$	74,8	→	74,0

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Основное внимание рынков было сосредоточено на выступлении главы ФРС США об обновленной стратегии по реализации денежно-кредитной политики. В рамках ежегодной конференции в Джексон-Хоул Дж.Пауэлл объявил о следующих корректировках: 1) Таргет по инфляции изменен с уровня 2% до «в среднем 2%», что подразумевает толерантность Федрезерва к временному превышению целевого уровня инфляции, т.е. регулятор не намерен реагировать на повышенные темпы роста потребительских цен в относительно сжатые сроки ужесточением монетарной политики, как это было в докороначризисный период. Такой подход продиктован весьма длительными периодами недостижения 2%-ой отметки в предыдущие годы, а пандемия Covid-19, в т.ч. и ее последствия в будущем, лишь усилили расхождение с целевым уровнем. 2) Изменения в части мандата по обеспечению полной занятости позволят регулятору быть более гибким в оценке «перегрева» рынка труда. Таким образом, мягкая политика (околонулевые ставки и монетарные меры поддержки), скорее всего, сохранится на более длительный срок. Мы полагаем, что озвученные изменения сами по себе формируют предпосылки для повышения инфляционных ожиданий. Их рыночная оценка выросла с 0,6 до 1,8%, достигнув уровней начала текущего года, в то время как доходности казначейских облигаций США еще весьма далеки от отметок 8-месячной давности. В итоге, несмотря на неоднозначную реакцию рынка и повышенную волатильность, доходности 10-летних US Treasuries подросли на 10 б.п., а наклон кривой на участке 2-10 лет вырос с 50 до 60 б.п.

На этом фоне рост еврооблигаций приостановился, индекс EM показал умеренное снижение на 0,2%. С учетом восстановления рынка на 90% со дна коррекции в марте (в терминах относительных спредов доходностей к US Treasuries) дальнейший рост широкого рынка весьма ограничен. Точечные идеи в качественном HY-сегменте все еще предлагают излишнюю кредитную премию, их ценовой прирост оценивается в среднем в 2-3%.

Цены рублевых облигаций несколько восстановились на прошлой неделе, хотя она оказалась волатильной при возросшей торговой активности (почти в 1,5 раза по сравнению с 2-3-мя неделями ранее). С одной стороны, в начале недели преобладали продажи бумаг на фоне негативной риторики со стороны западных стран. С другой, принятые «косметические» ограничения со стороны США (в отношении 3-х НИИ из-за подозрений в разработке и применения химического и биологического оружия) несколько успокоили инвесторов, вероятно, снизив риск жестких санкций, а также повышение аппетита к риску на глобальных рынках после выступления главы ФРС обусловили ценовой подъем порядка 1% подешевевших длинных ОФЗ. Впрочем, волатильность по-прежнему не исключена, а рассчитывать на крупные притоки нерезидентов едва ли придется из-за сохраняющейся неопределенности.

Изменение индексов облигаций

Сегмент/география	УТW	неделя	месяц	год	с начала 2020г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	0,5%	-0,6%	-1,1%	6,5%	8,4%
EM IG	2,3%	-0,6%	0,2%	5,9%	5,1%
EM HY	7,6%	0,4%	2,0%	3,6%	-1,0%
Россия	2,6%	-0,3%	0,6%	9,6%	5,3%
Азия	3,0%	-0,2%	0,7%	6,3%	5,3%
Бразилия	4,1%	0,1%	1,8%	5,7%	2,4%
Мексика	4,5%	0,0%	1,8%	4,7%	0,4%
Турция	6,7%	0,8%	0,4%	8,1%	0,0%
Рублевые облигации					
ОФЗ	5,0%	0,3%	-0,3%	13,3%	7,1%
Муниципальные	5,7%	0,0%	0,4%	11,5%	5,5%
Корпоративные	6,2%	0,0%	0,3%	11,3%	5,6%

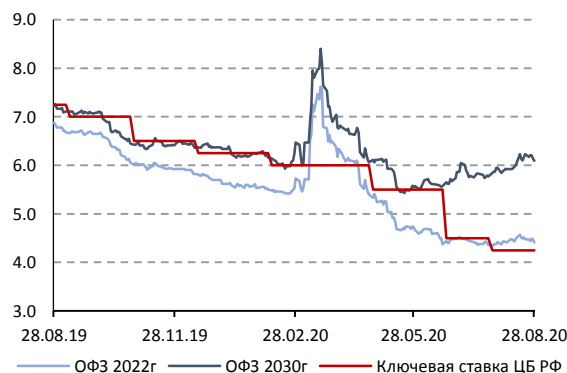
УТW - доходность к погашению/опциону-колл(пут)

EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг выше BBB-), 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 рынка
ФРС США	0,25%	16 сентября	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	10 сентября	-0,50%
ЦБ РФ	4,25%	18 сентября	4,00%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



Комментарий по глобальному рынку акций

После обновления исторического максимума на прошлой неделе индекс S&P 500 взял ещё одну знаковую цель и перевалил за отметку в 3500 пунктов. Есть распространённый миф, что S&P 500 обычно тяжело дается преодоление «круглых» отметок, но исторические данные этого не подтверждают. На прошлой неделе мы писали о рисках, с которыми придется иметь дело инвесторам. Рынок эти риски пока не учитывает, так что мы не собираемся пересматривать свой годовой прогноз по индексу S&P 500 (3500 пунктов). Поскольку все краткосрочные позитивные новости уже учтены в ценах, мы считаем, что вероятность коррекции рынка в ближайшие 2 месяца очень высока, а следующее сильное движение более вероятно будет вниз, чем вверх. Однако, несмотря на это, мы рекомендуем увеличивать позиции на этой возможной коррекции.

Выделим 2 основные причины почему инвесторам следует «держать порох сухим»:

В текущих ценах акций не заложено V-образное восстановление мировой экономики.

Многие рыночные обозреватели сейчас отождествляют рост рынка акций и позитивные ожидания относительно восстановления мировой экономики. Обычно эта зависимость действительно есть, но текущий рост рынка не связан с ожиданием восстановления экономики. Как это можно понять?

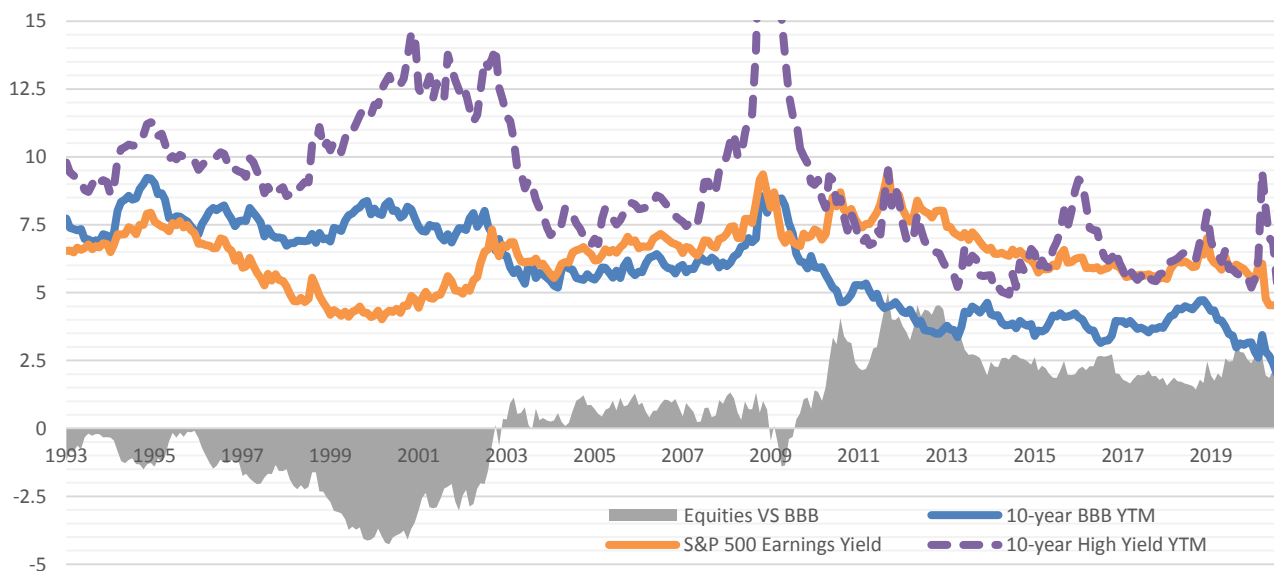
- 1) Прогнозы по EPS для индекса S&P 500 даже на 2022 год остаются существенно ниже уровней начала года. Сейчас консенсус закладывает EPS по S&P 500 на 2022 год в районе 193. На минимуме в начале июня прогноз был 188, а в феврале до падения рынка – 215.
- 2) Циклические сектора все ещё далеки от своих максимумов: сектор Energy упал на 34% с середины февраля, Financials – на 18%, Industrials – на 8%. Акции компаний второго эшелона тоже существенно ниже февральских значений (на 7% в среднем).
- 3) Спрос на защитные активы все ещё очень высок: золото торгуется в районе \$2000 за унцию, доходность по 10-летним US Treasuries уже 5 месяцев находится в диапазоне 0,5 – 0,9%.

Так что более быстрое восстановление экономики остается мощным драйвером роста рынка акций.

Акции все ещё дешевле облигаций.

Даже с учетом текущих депрессивных уровней по EPS, S&P 500 оценен в 23 NTM (next 12 months) EPS, что эквивалентно Earnings Yield = 4,3%. Для сравнения доходность по 10-летним корпоративным облигациям сейчас находится на уровне 2,2%. Если же взять ожидаемый EPS на 2022 год, то P/E падает до 18, а Earnings Yield вырастает до 5,5%. Это уже выше, чем текущая доходность по высокорискованным облигациям.

Рисунок 2. Сравнение доходностей на рынках акций и корпоративных облигаций





Макроэкономическая статистика

Прошедшая неделя сохранила тренд на позитивную статистику. Продажи на первичном рынке недвижимости в США вернулись на докризисные уровни, продолжают расти частные расходы населения, при этом вопреки ожиданиям выросли и частные доходы. Крупнейшие экономики ЕС опубликовали финальные цифры по падению ВВП за 2 квартал, в целом всё в рамках ожиданий. Отметим рост уверенности потребителей по опросу университета Мичигана, показатель вырос вопреки сложной внутренней обстановке.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
25.08.2020	USA	New Home Sales	Июль	790K	901K	776K	791K
25.08.2020	Germany	GDP SA QoQ	2Q F	-10,1%	-9,7%	-10,1%	--
26.08.2020	USA	Durable Goods Ord.	Июль P	4,8%	11,2%	7,6%	7,7%
27.08.2020	USA	GDP Annualized QoQ	2Q S	-32,5%	-31,7%	-32,9%	--
27.08.2020	USA	Initial Jobless Claims	22 Августа	1000K	1006K	1106K	1104K
28.08.2020	USA	Personal Income	Июль	-0,2%	0,4%	-1,1%	-1,0%
28.08.2020	USA	Personal Spending	Июль	1,6%	1,9%	5,6%	6,2%
28.08.2020	USA	Wholesale Inventories	Июль P	-0,9%	-0,1%	-1,4%	-1,3%
28.08.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Август F	72,8	74,1	72,8	--
28.08.2020	France	CPI MoM	Август P	-0,2%	-0,1%	0,4%	--
28.08.2020	France	GDP QoQ	2Q F	-13,8%	-13,8%	-13,8%	--
31.08.2020	Italy	GDP WDA QoQ	2Q F	-12,4%	-12,8%	-12,4%	--
31.08.2020	China	Manufacturing PMI	Август	51,2	51,0	51,1	--

На этой неделе будут опубликованы данные по индексу деловой активности по многим странам. В первую очередь нас интересуют США и Китай, и если в Поднебесной ожидают небольшое снижение показателя, то в США должен сохраниться рост. Также из важного отметим августовскую статистику по рынкам труда, консенсус ждёт восстановления после пандемии и снижения уровней безработицы ниже 10% в США. Учитывая достижение основными индексами своих исторических максимумов, важность позитивной макроэкономической статистики для сохранения текущих уровней крайне велика.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
01.09.2020	USA	Markit US Manufacturing PMI	Август F	53,6	--	53,6	--
01.09.2020	USA	ISM Manufacturing PMI	Август	54,5	--	54,2	--
01.09.2020	USA	Construction Spending	Июль	1,1%	--	-0,7%	--
01.09.2020	China	Caixin China PMI	Август	52,5	--	52,8	--
01.09.2020	Germany	Unemployment Change	Август	-2K	--	-18K	--
01.09.2020	EU	Unemployment Rate	Июль	8,0%	--	7,8%	--
01.09.2020	EU	CPI MoM	Август P	-0,1%	--	-0,4%	--
02.09.2020	USA	ADP Employment	Август	950K	--	167K	--
02.09.2020	USA	Factory Orders MoM	Июль	6,0%	--	6,2%	--
03.09.2020	USA	Initial Jobless Claims	29 Августа	950K	--	1006K	--
03.09.2020	USA	Trade Balance	Июль	-\$57,0b	--	-\$50,7b	--
04.09.2020	USA	Change in Nonfarm	Август	1400K	--	1763K	--
04.09.2020	USA	Unemployment Rate	Август	9,8%	--	10,2%	--



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 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.