



Еженедельный обзор рынков: 02.06 – 09.06.2023г

АКЦИИ

S&P 500 и Nasdaq торговались в боковике после ралли на прошлой неделе. Опережающую динамику показывали акции второго эшелона, которые догоняли голубые фишки, Russel 2000 прибавил около 1,9%.

Российский рынок закрыл неделю в нейтральной зоне. Из главного: сохранение листинга на NASDAQ за Яндексом, потенциальное изменение экспортных пошлин на удобрения и хорошие результаты от Аэрофлота.

Китайский рынок также остался на прежних уровнях. Стимулы китайских властей пока ещё не начали вносить свой вклад в результаты, но и плохая статистика за прошлые периоды не отражает текущее положение дел.

ОБЛИГАЦИИ

Ставки UST умеренно подросли в пределах 5-10 б.п. Инвесторы постепенно учитывают заметное увеличение заимствований МинФина США во 2-3 кварталах после приостановки действия лимита гос.долга.

Доходности рублевых облигаций почти не изменились. ЦБ РФ сохранил ключевую ставку на уровне 7,5%, но сигнал стал более жестким. Вероятность ее подъема на 25-50 б.п. на заседании в июле повысилась.

ВАЛЮТЫ

Перед заседаниями ЕЦБ и ФРС валюты развитых стран продолжают укрепление. Особенно слабой выглядит турецкая лира, хотя в ее случае инвесторы сохраняют надежду на следующее заседание 22 июня, когда ключевая ставка может быть резко увеличена.

ТОВАРНЫЙ РЫНОК

Нефть продолжает медленно, но верно терять позиции, а газ, напротив, отталкивается от дна. Резко подросла стоимость газа в Европе на фоне переоценки рисков трейдерами и ожидаемой высокой конкуренции за СПГ в ближайшее время. Металлы показывали разнонаправленную динамику: с положительной стороны опять отличился литий и его производные на фоне сильных продаж электрокаров в Китае, а с негативной – платина перед заседанием ФРС.

ТЕМА НЕДЕЛИ

Акции или облигации. Что сейчас выгоднее? Если в прошлом столетии можно было наблюдать длительные периоды, когда облигации высокого качества приносили больший доход, чем голубые фишки, то в последнее время данный вопрос имел смысл только при добавлении дополнительных параметров вроде волатильности, уровня риска и горизонта инвестирования.

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Класс активов	Значение	Изменение за период		
		неделя	месяц	с начала 2023г
Индексы акций				
S&P 500	4 298,9	0,4%	4,4%	12,0%
Nasdaq Comp	13 259,1	0,1%	8,9%	26,7%
Euro Stoxx 600	460,0	-0,5%	-1,2%	8,3%
Shanghai Comp	3 231,4	0,0%	-3,8%	4,6%
Мосбиржи	2 708,0	-0,4%	6,3%	25,7%
Ставки долга 10Y (Δ, б.п.)				
US Treasuries	3,8%	6	32	-13
Germany Bunds	2,4%	6	9	-19
UK Gilts	4,2%	8	44	57
China Bonds	2,7%	-4	-6	-19
Russia OFZ	10,6%	4	6	45
Валютный рынок				
EUR/USD	1,07	0,4%	-1,9%	0,4%
USD/CNY	7,13	0,6%	2,9%	3,2%
USD/RUB	82,6	1,4%	8,0%	15,4%
EUR/RUB	89,0	1,8%	6,1%	16,5%
CNY/RUB	11,6	0,8%	5,2%	14,3%
Товарный рынок				
Нефть Brent, \$/бэпп.	74,8	-1,8%	-2,1%	-12,9%
Нефть Urals, \$/бэпп.	57,1	0,7%	1,1%	1,5%
Медь, \$/т	8 325,8	1,5%	-1,3%	-0,8%
Алюминий, \$/т	2 268,0	0,2%	0,0%	-4,6%
Золото, \$/унц.	1 960,6	0,7%	-3,4%	7,5%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

Костин Антон (Руководитель инвестиционного блока)
akostin@sistema-capital.com

Ушаков Андрей (Старший аналитик)
aushakov@sistema-capital.com

Асатуров Константин (Управляющий директор)
kasaturov@sistema-capital.com

Терпелов Дмитрий (Портфельный управляющий)
dterpelov@sistema-capital.com

Митрофанов Павел (Портфельный управляющий)
pmitrofanov@sistema-capital.com



Глобальные рынки акций и сырья

- Второй эшелон отыграл часть отставания от голубых фишек.** Основной рост рынка в этом году обеспечивают топ-10 крупнейших компаний, но на прошедшей неделе опережающую динамику наконец показали акции второго эшелона, лучше всего себя показал потребительский дискреционный сектор, в отстающих технологический сектор. Среди лидеров роста акции Warner Bros Discovery, после ухода CEO её дочки CNN вновь появились слухи относительно вероятной продажи бизнеса.
- Российский рынок продолжил движение в боковике, показав символическое снижение за неделю.** При этом рубль ослаб на 1% к доллару, частично компенсировав движение в нефти. В корпоративном мире выделим сильные результаты Сбера за 5М23 по РСБУ, неплохие операционные результаты Аэрофлота за май, новый повышенный прогноз по росту GMV в 2023 от Ozon на уровне 70%+ г/г, возможное изменение в экспортных пошлинах на удобрения, сохранение Яндексом листинга на NASDAQ, а также запуск им беспилотного такси в Москве. Отдельно стоит отметить рекомендации СД Русала и Полюса не выплачивать дивиденды за 2022, а также потенциальное разрешение от правительства в адрес ФСК не платить дивиденды до 2026 включительно в обмен на реализацию масштабной инвестиционной программы.
- Китайский регулятор пытается стимулировать экономику.** Основные китайские индексы показали боковую динамику, сохраняется высокая неопределённость на фоне слабой статистики и желания властей помочь росту экономики. Регулятор снизил на 10 б.п. краткосрочную ставку, что привело к очередной волне ослабления юаня к доллару. Один из крупнейших китайских хэдж-фондов Shanghai Vanxia отчитался о рекордном месячном убытке, компания поставила на восстановление рынка недвижимости, который пока слабо реагирует на стимулы, менеджмент пересмотрел свою стратегию и теперь ожидает негативную динамику по сектору до первой половины 2024.
- Нефть потеряла 2% на прошлой неделе, несмотря на все усилия ОПЕК+.** В ожидании заседаний ФРС и ЕЦБ нефть все же вернулась к коррекции, несмотря на недавние словесные интервенции от ОПЕК+. Однако если в июле Саудовской Аравии, действительно, удастся сократить добычу нефти на 1 млн бар.в сутки, то вполне вероятен отскок и смена настроений на рынке. Минэнерго США выпустило краткосрочный прогноз: организация повысила прогноз цен на нефть с 79 и 74 до 80 и 84 долл за бар. в 2023 и 2024 соответственно, но при этом также подняло оценку добычи в стране с 12,53 и 12,69 до 12,61 и 12,77 млн бар. в сутки. Еженедельная статистика в США была умеренно негативной: запасы нефти сократились на 0,5 млн бар. (ожидало рост на 1 млн бар.), добыча выросла на 200 тыс бар. в сутки до 12,4 млн бар. в сутки, а количество вышек увеличилось на 1 до 556 единиц.

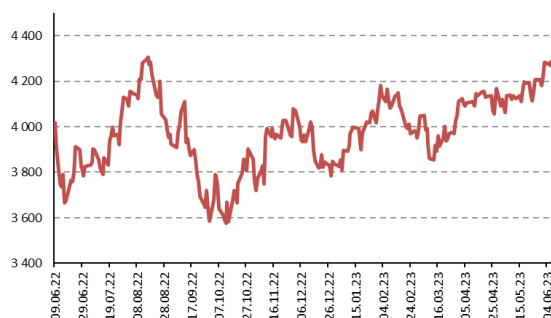
Лидеры роста/падения	Значение	Изменение за неделю	
		рост	падение
Акции США			
Warner Bros Discovery	14,0	15,5%	
Carnival Corp	14,7	15,3%	
Tesla	249,8	12,9%	
Campbell Soup	46,0		-9,1%
Nasdaq	51,0		-10,7%
DISH Network	6,6		-12,5%
Российские акции			
HeadHunter	2209	10,2%	
Ozon	1935,0	9,3%	
Сургутнефтегаз прив.	35,0	8,4%	
Русал	38,64		-0,2%
VK	634		-0,4%
Полиметалл	533,8		-5,9%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

Динамика индекса Мосбиржи



Динамика индекса S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Глобальные евробонды стабилизировались в цене на фоне умеренного повышения ставок UST в пределах 5-10 б.п. Инвесторы постепенно учитывают ожидаемое увеличение заимствований Минфина США во 2-3 кварталах после приостановки действия лимита гос.долга. С учетом оценки дефицита бюджета в последующие 4 месяца ~\$600-700 млрд (за прошедшие 8 месяцев он составил \$1,2 трлн) и планов Минфина по объему свободных средств в \$600 млрд на счете в ФРС к концу сентября'23, совокупные чистые займы могут составить ~\$1,2-1,3 трлн. Это станет максимальным уровнем предложения на рынке UST с 1-го квартала 2018г. Отметим, что из-за повышения стоимости длинных денег на фоне стремительного подъема ставки ФРС акцент будет смещен на краткосрочные T-Bills (сроком до 1 года), объем которых может оказаться почти в 3 раза выше, чем по средне/долгосрочным T-Notes и T-Bonds. Вероятно, это окажет умеренное (повышательное) давление на ставки UST 5-30Y, что позволяет говорить о приближении момента для наращивания дюрации евробондов IG-сегмента. В фокусе на этой неделе – заседание FOMC, на котором ожидается сохранение ставки 5,25%.

Доходности ОФЗ и корпоративных облигаций почти не изменились. ЦБ РФ сохранил ключевую ставку на уровне 7,5%, как и ожидалось, но сигнал стал более жестким. При текущей околонулевой инфляции регулятор оставил прогноз по росту потребительских цен на 2023г прежним в 4,5-6,5%. Для достижения цели по инфляции в 4% ЦБ РФ, вероятно, придется сделать некоторое «страховочное» повышение ключевой ставки из-за усиления проинфляционных рисков. Оценки регулятора указывают на ускорение инфляции в последующие месяцы, а вероятность подъема ключевой ставки возросла с предыдущего заседания в апреле, при этом амплитуда шага будет зависеть от поступающих данных. Отметим, что на этот раз глава Э.Набиуллина объявила о рассматриваемых вариантах подъема ставки в пятницу от 25 до 75 б.п., но консенсус-решение – сохранение ставки на уровне 7,5%. Мы полагаем, что на опорном заседании в июле, на котором возможен пересмотр диапазона нейтральной ключевой ставки в сторону повышения, ЦБ РФ может поднять ее на 25-50 б.п. до 7,75-8,0%.

Повышение проинфляционных рисков. По мере увеличения активности розничного кредитования и постепенного переноса в цены ослабления курса рубля в 2023г рост инфляционного давления наблюдается по все большему спектру товаров и услуг. По оценкам ЦБ РФ устойчивые показатели ценового роста приближаются к 4% в пересчете на годовые темпы. Экономическая активность растет с опережением ожиданий регулятора, безработица снижается, что вместе с ростом доходов населения указывает на вероятный рост цен. Отдельно стоит выделить инфляционный риск, который может проявиться из-за возможного ужесточения вторичных санкций и ограничения предложения товаров на внутреннем рынке.

Сегмент/география	УТW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2023г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	3,6%	0,0%	-1,5%	-2,4%	2,0%
US IG	5,1%	-0,1%	-1,0%	-1,2%	2,6%
US HY	7,0%	0,3%	0,7%	2,4%	4,9%
Рублевые облигации					
ОФЗ	9,3%	0,1%	0,5%	7,9%	3,6%
Муниципальные	9,0%	0,4%	0,9%	10,1%	2,9%
Корпоративные	10,1%	0,2%	1,4%	10,2%	2,6%

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

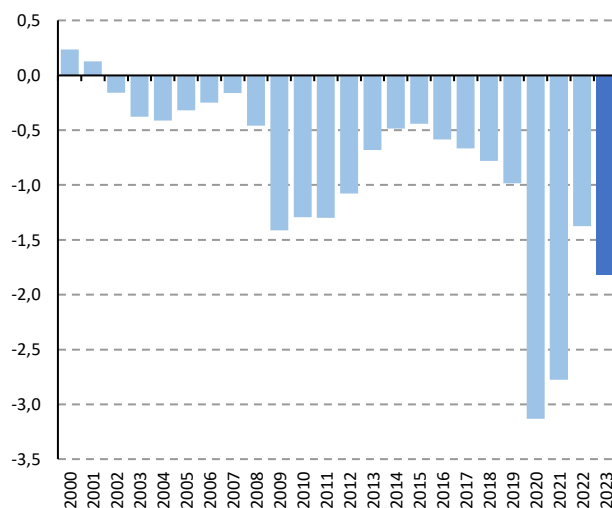
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская биржа, УК Система Капитал

Профицит (+) / дефицит (-) бюджета США, \$ трлн



Источник: U.S. Office of Management and Budget, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	5,25%	14 июня	5,25%
ЕЦБ	3,75%	15 июня	3,75-4,0%
ЦБ РФ	7,50%	21 июля	7,5-8,0%

Источник: Центробанки, УК Система Капитал

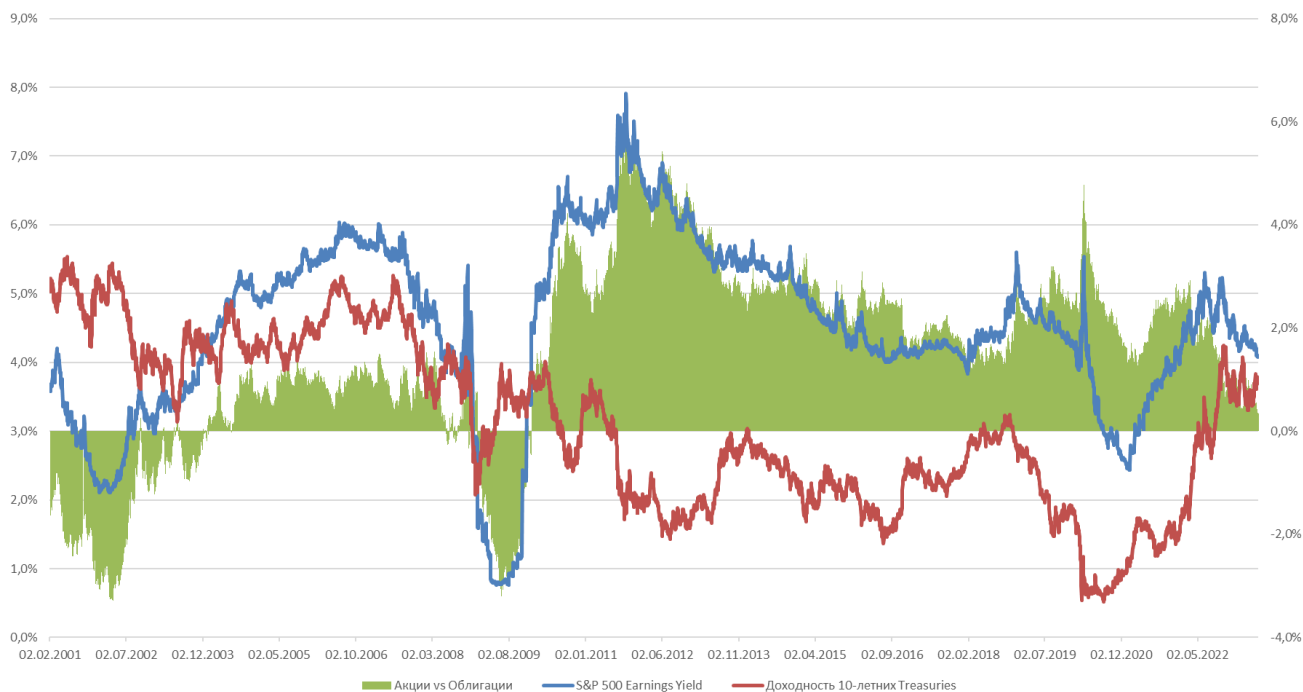


Тема недели: Акции или Облигации

Акции и облигации в последнее время редко рассматриваются как конкурирующие активы, доля этих классов регулируется в зависимости от риск-профиля инвестора, а вопросы повышения доходностей решаются внутри каждого класса увеличением или снижением рисков и дюрации. Дело в том, что за последние десятилетия голубые фишки из индекса S&P 500 без шансов обыгрывают по доходности соответствующие облигации высокого качества. Среднегодовая доходность за 20 лет с учётом реинвестирования дивидендов по S&P 500 превышает 10%, что в 2 раза превосходит показатели облигаций. При допущении, что у инвестора горизонт инвестирования достаточно длинный, чтобы переждать в активах потенциальные кризисы, а толерантность к риску позволяет не реагировать на коррекции, можно даже сделать вывод, что облигации вовсе не нужны.

Тем не менее в истории есть продолжительные периоды, когда облигации обыгрывали акции, как правило они пересекаются с кризисами и глобальными геополитическими событиями. Такими периодами были 5-летки 1928-32, 1938-42, 1973-77, 1998-2002, 2008-12. Если мы посмотрим на график сравнения доходностей американских 10-летних трежерис и акций из S&P 500 (отношение прогнозной неочищенной прибыли на акцию к её цене), мы увидим минимальный спред доходностей за последние 10 лет, который стремится к нулю. А учитывая вероятное сохранение текущих ставок ФРС на высоких уровнях и вероятное снижение прибылей компаний, разница в ближайшие месяцы может стать отрицательной. Конечно показатель E/P не является прямым аналогом доходности облигаций, так как акционеры редко получают всю прибыль в виде дивидендов и байбэков, а инвестиции в рост и кап. затраты могут быть как более доходными так и менее. Но это лишь увеличивает справедливый уровень премии для инвестиций в акции и говорит в пользу того, что облигации ещё более привлекательны относительно акций в моменте, а довольно высокие мультипликаторы не позволяют рассчитывать на опережающий рост акций без соответствующего роста прибыли. Если добавить к этому общую геополитическую ситуацию, все необходимые условия для очередной 5-летки облигаций уже сложились.

Рисунок 1. Динамика доходностей 10-летних гос. бумаг США и доходность компаний из индекса S&P 500 (обратный показатель к P/E)





Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была неоднозначной. В контексте стремления развитых стран к сокращению инфляции статистику можно назвать позитивной, так как в США потребительская часть замедлилась сильнее ожиданий, в Китае она же находится возле нулевой отметки, а по производственной наблюдается сильная дефляция. Тем не менее борьба с инфляцией идёт в ущерб экономике и в данной части всё больше красных флагов. Экономика ЕС вошла в техническую рецессию после финального пересмотра роста ВВП в 1 квартале 23 и 4 квартале 22, об значения составили минимальные - 0,1%. Слабые данные по промышленным заказам опубликовали США и Германия. Промышленность Италии сократилась вопреки ожиданиям роста. В США вырос дефицит торгового баланса, а внешняя торговля Китая буксует, экспорт обвалился на 7,5%, что привело к сокращению профицита торгового баланса более чем на 25 млрд. \$. Первичные обращения за пособиями по безработице в США подскочили более чем на 10%. Умеренно позитивно выглядят индийские данные, инфляция замедляется на фоне роста промышленного производства.

На этой неделе основное внимание будет сосредоточено на заседаниях ФРС и ЕЦБ. На фоне позитивной динамики по инфляции рынок ожидает сохранения ключевой ставки в США на уровне прошлого месяца, а из публичных заявлений европейского регулятора стоит ожидать сохранения курса на ужесточение монетарной политики. Китай отчитается по промышленному производству и продажам в ритейле. В последние месяцы восстановление экономики не оправдывает ожидания, так что возможны очередные негативные сюрпризы. США также представят данные по ритейлу и промышленности, консенсус пессимистичный. В целом обещает быть волатильной.

Что есть что в статистике. FOMC Rate Decision – решение ФРС по ставке рефинансирования. Один из основных инструментов монетарной политики и регулирования экономики – возможность менять ставку. В классической теории для улучшения экономических показателей ставку максимально снижают, что способствует росту кредитования бизнеса и развитию экономики. Для сдерживания инфляции, наоборот, ставку следует повышать, чтобы изъять лишнюю ликвидность с рынка. Инструмент довольно инерционный и начинает действовать не сразу, поэтому правильно рассчитать тайминг и оптимальную ставку может быть проблематично.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Пред.	Пересм.
5 июн	USA	Factory Orders MoM	Апрель	0,8%	0,4%	0,9%	0,6%
6 июн	Germany	Factory Orders MoM	Апрель	3,0%	-0,4%	-10,7%	-10,9%
6 июн	EU	Retail Sales MoM	Апрель	0,2%	0,0%	-1,2%	-0,4%
7 июн	China	Trade Balance	Май	\$92,0b	\$65,8b	\$90,2b	--
7 июн	China	Exports YoY	Май	-0,4%	-7,5%	8,5%	--
7 июн	China	Imports YoY	Май	-8,0%	-4,5%	-7,9%	--
7 июн	Germany	Industrial Production MoM	Апрель	0,6%	0,3%	-3,4%	-2,1%
7 июн	USA	Trade Balance	Апрель	-\$75,2b	-\$74,6b	-\$64,2b	-\$60,6b
8 июн	Japan	GDP QoQ	1Q F	0,5%	0,7%	0,0%	0,1%
8 июн	EU	GDP QoQ	1Q E	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%
8 июн	USA	Initial Jobless Claims	03 Июня	235K	261K	232K	233K
8 июн	USA	Wholesale Inventories	Апрель	-0,2%	-0,1%	-0,3%	-0,2%
9 июн	China	CPI YoY	Май	0,3%	0,2%	0,1%	--
9 июн	China	PPI YoY	Май	-4,3%	-4,6%	-3,6%	--
9 июн	Italy	Industrial Production MoM	Апрель	0,1%	-1,9%	-0,6%	--
9 июн	Russia	CPI MoM	Май	0,3%	0,3%	0,4%	--
12 июн	Japan	PPI YoY	Май	5,5%	5,1%	5,8%	5,9%
12 июн	India	Industrial Production YoY	Апрель	1,8%	4,2%	1,1%	1,7%
12 июн	India	CPI YoY	Май	4,4%	4,2%	4,7%	--
13 июн	UK	Unemployment Rate	Апрель	4,0%	3,8%	3,9%	--
13 июн	USA	CPI MoM	Май	0,2%	0,1%	0,4%	--

Данные из открытых источников

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Пред.	Пересм.
14 июн	UK	Industrial Production MoM	Апрель	-0,1%	--	0,7%	--
14 июн	EU	Industrial Production MoM	Апрель	0,8%	--	-4,1%	--
14 июн	USA	PPI Final Demand	Май	1,5%	--	2,3%	--
14 июн	USA	FOMC Rate Decision	14 Июня	5,25%	--	5,25%	--
15 июн	China	Industrial Production YoY	Май	3,8%	--	5,6%	--
15 июн	China	Retail Sales YoY	Май	13,7%	--	18,4%	--
15 июн	China	Unemployment Rate	Май	5,2%	--	5,2%	--
15 июн	EU	ECB Main Refinancing Rate	15 Июня	4,00%	--	3,75%	--
15 июн	EU	ECB Deposit Facility Rate	15 Июня	3,50%	--	3,25%	--
15 июн	USA	Retail Sales Advance	Май	-0,1%	--	0,4%	--
15 июн	USA	Initial Jobless Claims	10 Июня	249K	--	261K	--
15 июн	USA	Industrial Production MoM	Май	0,1%	--	0,5%	--
15 июн	Russia	GDP YoY	1Q F	-1,9%	--	-2,7%	--
16 июн	USA	U. of Mich. Sentiment	Июнь P	60,0	--	59,2	--

Данные из открытых источников



ООО УК «Система Капитал». Российская Федерация, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Даниловский, пр-кт Андропова д.18 к.1., 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.