



## Еженедельный обзор рынков

- По итогам первой недели мая индекс S&P 500 прибавил более 1%, однако весь этот рост был потерян в понедельник.** Нервозность инвесторов в преддверии выхода данных об инфляции за апрель затмила хорошие корпоративные результаты. Особенно сильно это ощущалось в акциях технологических компаний: индекс NASDAQ Composite с начала месяца потерял уже 4%.
- Российский рынок вырос на 4%, став одним из главных бенефициаров тенденции роста value акций.** Российский индекс вырос, несмотря на нейтральную динамику нефтяных цен в рублевом выражении. Основной причиной стал продолжающийся переход инвесторов в акции стоимости и угасающие санкционные и геополитические риски. Корпоративных новостей было не так много, отметим лишь сильные результаты Мосбиржи за 1K21, а также ее неплохие данные по торгам в апреле.
- Нефть выросла на 1,5%, по-прежнему торгуясь у локальных максимумов.** Ключевой новостью нефтяного рынка стала кибератака на важнейший трубопровод Colonial Pipeline, из-за чего теперь ожидается недозагрузка НПЗ в Мексиканском заливе. Также отметим сокращение спроса со стороны азиатских рынков из-за все еще тяжелой ситуации с коронавирусом. Впрочем, пока весь негатив нивелируется восстановлением нефтяных потребностей в США и Европе. Еженедельная статистика в США была позитивной: запасы нефти в стране сократились на 8 млн бар. (ожидали падение на 2,6 млн бар.), добыча осталась на уровне 10,9 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 2 до 344 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

	30.апр		07.май
S&P 500	4181,2	→	4232,6
MMББ	3544,0	→	3682,7
Brent \$	67,3	→	68,3
₽/\$	75,2	→	73,8

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

**Глобальные евробонды подросли в цене на 0,6% при умеренном снижении ставок US Treasuries 10Y на 5 б.п. до 1,58%.** Стабилизация безрисковых ставок с конца марта позволила восстановить евробондам около половины от амплитуды снижения с начала года (в терминах совокупной доходности, т.е. изменение цены + купон). Хотя темпы притоков средств инвесторов в фонды евробондов развивающихся стран замедлились, кредитные спреды находятся вблизи минимальных уровней не только с января 2021г, но и по историческим меркам. Отметим, что евробонды HY-сегмента с начала 2021г полностью нивелировали потери февраля-марта'21, а отдельные выпуски: Oman Telecom-28 (+6,1%), Delta Air Lines (+5,2%), Bayan Resources-23 (+4,2%), CSN-28 (+3,2%), UBS 5 perp (+3,3%) смогли показать опережающую ценовую динамику на фоне коррекции в высоконадежных евробондах (-2,6%).

Прошлая неделя оказалась весьма волатильной для US Treasuries, а диапазон изменения 10-летних ставок составил 1,46 – 1,65%. В первую очередь, это было обусловлено неожиданно слабыми макроданными по рынку труда в США: количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе выросло на 266 тыс vs. прогноз 1 млн. С одной стороны, это означает правильность решения ФРС о преждевременности сокращения покупки активов, что публично было подтверждено представителями Федрезерва. С другой, по мере нарастания масштабов вакцинации и роста потребительского спроса текущая разница в 8 млн рабочих мест с докоронакризисным уровнем будет, скорее всего, сокращаться, что позволит ФРС сигнализировать рынку о скором сворачивании объемов программы стимулирования. Примечательно, что при более быстром восстановлении американской экономики в сравнении с европейской, ЕЦБ не исключает снижения темпов покупки активов в рамках программы PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) уже в июне, что несколько контрастирует с ранее озвученным планом об ускорении покупки активов. Кроме того, при отсутствии негативных «сюрпризов» в экономике она вряд ли будет продлена после марта 2022г, а также может быть выполнена в неполном объеме.

**По итогам недели рублевые облигации показали скромный ценовой прирост в 0,1-0,3%, торговая активность оставалась низкой.** В условиях ожиданий по дальнейшему повышению ключевой ставки ЦБ РФ короткие выпуски ОФЗ снова выглядели хуже рынка, потеряв в цене 0,1%. Более привлекательны длинные гос.бумаги со сроком погашения через ~7-8 лет и доходностью 6,8-7,0% показывают положительную динамику – за прошедшую неделю (+0,4%) и месяца (+2,1%). Как мы указывали в прошлых обзорах, в среднесрочных выпусках ОФЗ (с погашением в 2025-26гг) рынком уже учтен подъем ключевой ставки до 5,25-5,50%. Тем не менее недельный рост потребительских цен в России остается на уровне +0,2%, а повышательный тренд издержек производителей при ценовом ралли на сырьевых рынках создает предпосылки для сохранения инфляционного давления в среднесрочной перспективе. Мы концентрируем покупки в HY-сегменте с доходностью 7%+ и дюрацией до 2-3 лет.

Сегмент/география	УТВ	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	0,9%	0,3%	0,6%	-3,4%	-3,2%
EM IG	2,5%	0,5%	0,6%	7,5%	-2,6%
EM HY	6,1%	0,7%	2,5%	21,9%	0,0%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	6,5%	0,1%	0,8%	2,6%	-2,2%
Муниципальные	6,8%	0,3%	0,0%	4,2%	-0,5%
Корпоративные	7,0%	0,1%	0,6%	5,1%	-0,9%

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

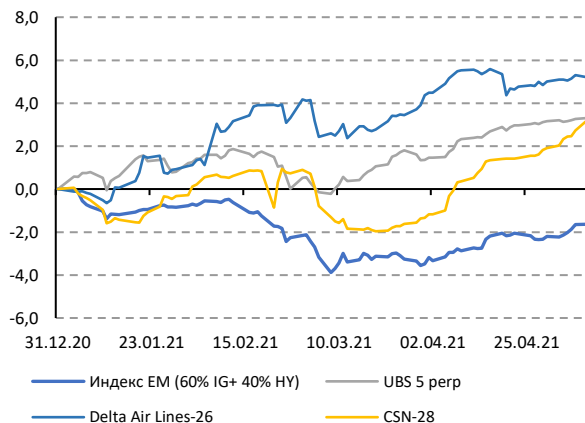
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### Доходность отдельных евробондов vs. индекс EM, %



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	16 июня	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	10 июня	-0,50%
ЦБ РФ	5,00%	11 июня	5,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



## Комментарий по глобальному рынку акций

Если не все, то большинство рыночных движений в последние дни объясняются инфляционными ожиданиями. В связи с этим ключевыми для дальнейшей динамики рынков (не только акций) станут данные об апрельской инфляции в США, которые будут опубликованы в среду. Экономисты ждут ее ускорения до 3,6% год-к-году в основном из-за эффекта низкой базы. По сравнению с предыдущим месяцем инфляция должна составить 0,2-0,3%.

Однако, судя по динамике рынков, инвесторы готовятся к более сильному росту. Индекс цен на промышленные металлы за месяц с момента выхода мартовской инфляции вырос на 14%, нефть – на 7%, акции группы Value – на 8%, а индекс NASDAQ Composite – упал на 4%. Учитывая такую сильную «опережающую» динамику, мы считаем, что даже чуть более сильных данных за апрель не хватит для продолжения роста акций циклических компаний относительно технологических.

На самом деле сравнение индексов Value vs Growth или Value vs NASDAQ не дает полной картины из-за существенного различия в структуре. Отставание индексов, ориентированных на компании роста, может быть вызвано как переключением в акции циклических компаний, так и банальным переходом в более дешевые акции. Чтобы оценить компрессию мультипликаторов надо брать для сравнения акции компаний из одного сектора. Традиционно для подобных упражнений мы берем сектор Software, т.к. здесь есть большой выбор компаний с самым разным профилем роста.

Ниже представлены 2 графика: на левом - динамика акций против мультипликаторов, на правом – динамика акций против пересмотра прогнозов по выручке. В нормальной ситуации мы бы не увидели очень незначительную корреляцию на левом графике и близкую к 1 корреляцию на правом. Сейчас же рынок не обращает почти никакого внимания на фундаментальные показатели и движется исключительно за счет макроэкономической статистики и ее ожиданий. Это достаточно редкое явление, которым интересно воспользоваться. Макроэкономические тенденции переменчивы сами по себе, а их ожидания тем более. В среднесрочной и уж тем более долгосрочной перспективе более значимым фактором являются фундаментальные изменения в бизнесе отдельных компаний. Текущая рыночная конъюнктура дает хороший шанс относительно недорого подобрать акции фундаментально очень сильных компаний.

Отдельно отметим, что многие акции из группы Value выросли настолько сильно, что перестали соответствовать этой группе. Одновременно с этим некоторые акции, которые традиционно относятся к группе Growth, подешевели настолько сильно, что их мультипликаторы уже близки к Value. В качестве примера можно привести Splunk, Palo Alto Networks и Salesforces, которые сейчас оценены в среднем по 8x Gross Profit, что соответствует мультипликаторам Oracle и SAP.

Рисунок 2.1 Динамика акций и мультипликаторы

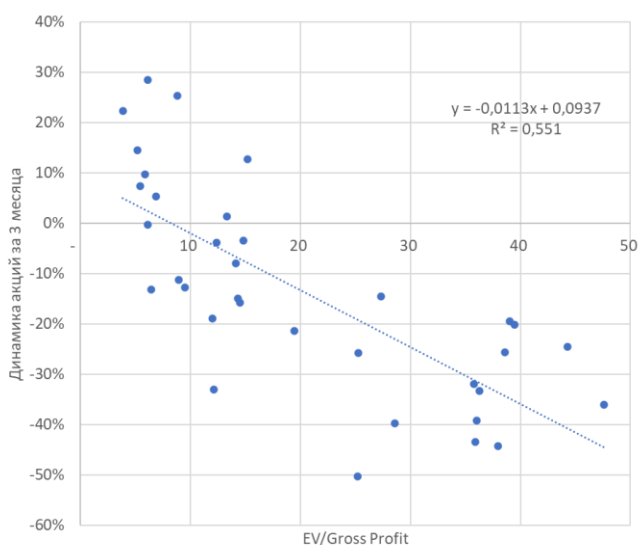
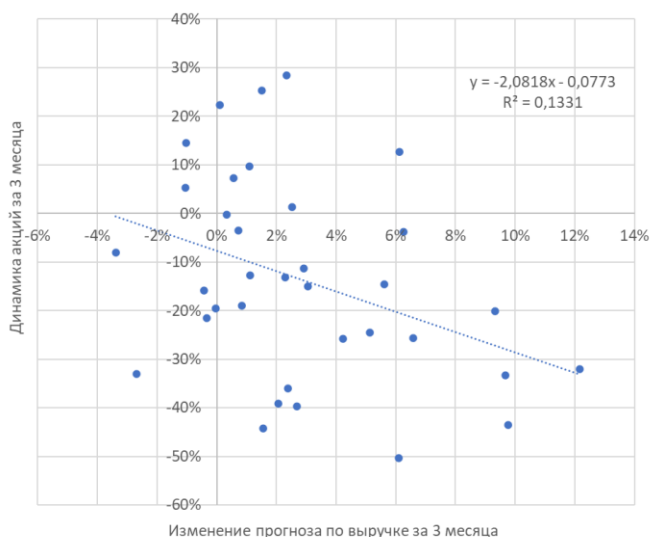


Рисунок 2.2 Динамика акций и изменение прогнозов





## Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была неоднозначной. В США продолжают сокращаться первичные обращения за пособиями по безработице, также за последние полгода почти вдвое сократилось количество получающих пособие. При этом прирост рабочих мест в апреле кардинально разминулся с прогнозом, в несельскохозяйственных секторах прибавилось 266 тыс. рабочих мест, а консенсус ждал 1 млн. Уровень безработицы вырос вопреки ожиданиям сокращения.

Отметим, что во время публикации данных по рынкам труда есть две различные оценки по рабочим местам. Сначала выходят данные ADP, а через двое суток отчитываются государственные органы. Мы приводим график разброса между оценками от двух игроков из которого следует, что данные от независимого агентства крайне неточные и в каждый последующий период они стараются сгладить предыдущий просчёт.

Европейские страны отчитались по промышленному производству за март, лучше всех себя показала Германия, а в Италии показатель снова ушёл в отрицательную зону. Большой объём статистики выпустил Китай. Профицит торгового баланса вырос более чем в 3 раза с предыдущей контрольной точки, в этот раз не за счёт сокращения импорта, а из-за опережающего роста экспорта. Также вышли данные по инфляции за апрель, отмечен существенный рост и по потребительской и по производственной части.

На этой неделе выйдет минимальный объём статистики, но именно эти цифры для рынка очень важны. В среду США отчитаются по потребительской инфляции, её ускорение может поддержать распродажи на фондовом рынке. Также США отчитаются по продажам в ритейле и промышленному производству за апрель, консенсус ждёт рост в рамках 1 процента. Великобритания отчитается по ВВП за 1 квартал и промышленному производству. В целом неделя будет волатильной.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
4 май	USA	Trade Balance	Март	-\$74,4b	-\$74,4b	-\$71,1b	-\$70,5b
4 май	USA	Factory Orders	Март	1,3%	1,1%	-0,8%	-0,5%
5 май	USA	ADP Employment	Апрель	850K	742K	517K	565K
6 май	USA	Initial Jobless Claims	1 Мая	538K	498K	553K	590K
6 май	UK	Bank of England Bank Rate	6 Мая	0,10%	0,10%	0,10%	--
7 май	USA	Change in Nonfarm	Апрель	1000K	266K	916K	770K
7 май	USA	Unemployment Rate	Апрель	5,8%	6,1%	6,0%	--
7 май	Germany	Industrial Production MoM	Март	2,2%	2,5%	-1,6%	-1,9%
7 май	France	Industrial Production MoM	Март	2,0%	0,8%	-4,7%	-4,8%
7 май	Italy	Retail Sales MoM	Март	-0,6%	-0,1%	6,6%	5,9%
7 май	China	Trade Balance	Апрель	\$27,7b	\$42,8b	\$13,8b	--
7 май	China	Exports YoY	Апрель	24,1%	32,3%	30,6%	--
7 май	China	Imports YoY	Апрель	44,0%	43,1%	38,1%	--
11 май	Italy	Industrial Production MoM	Март	0,4%	-0,1%	0,2%	0,1%
11 май	China	CPI YoY	Апрель	1,0%	0,9%	0,4%	--
11 май	China	PPI YoY	Апрель	6,5%	6,8%	4,4%	--



Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
12 май	USA	CPI MoM	Апрель	0,2%	--	0,6%	--
12 май	UK	GDP QoQ	1Q P	-1,6%	--	1,3%	--
12 май	UK	Industrial Production MoM	Март	1,0%	--	1,0%	--
13 май	USA	PPI Final Demand	Апрель	0,3%	--	1,0%	--
13 май	USA	Initial Jobless Claims	8 Мая	490K	--	498K	--
14 май	USA	Retail Sales Advance	Апрель	1,0%	--	9,8%	9,7%
14 май	USA	Industrial Production MoM	Апрель	1,0%	--	1,4%	--
14 май	USA	U. of Mich. Sentiment	Май P	90,0	--	88,3	--



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 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.