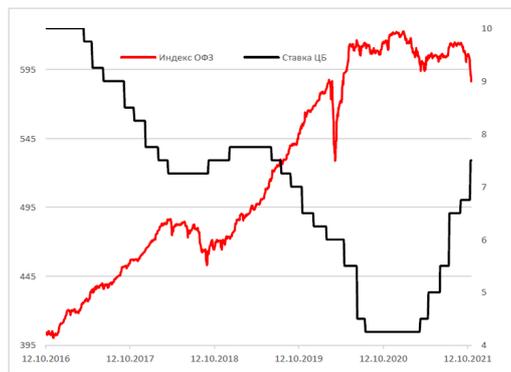


- Сильная отчетность перекрывает негатив от смешанной макростатистики США
- Больше половины эмитентов из S&P 500 уже отчитались за 3К21
- Американская экономика выросла в 3К21 хуже ожиданий
- Экономика ЕС, напротив, прибавила больше консенсуса
- Кривая ОФЗ инвертирована
- Доля нерезидентов в российском госдолге растет
- Корпоративные облигации EM снижаются вопреки сильным результатам за 3К21
- Нефть и другие ресурсы корректируются

Ставка рефинансирования ЦБ и индекс государственных облигаций Мосбиржи



Рынок российского долга с самого начала года находится в состоянии снижения. Причина – в продолжающемся цикле повышения ключевой ставки со стороны ЦБ. После неожиданного повышения сразу на 75 б.п. рынок ускорил падение. Индекс государственных облигаций Мосбиржи сейчас находится на уровнях начала пандемии.

Целью ужесточения монетарной политики является снижение инфляции, и пока результаты политики неочевидны.

Сложившаяся ситуация создает условия для ускоренного роста рынка российского долга в будущем. Полагаем, что по мере стабилизации инфляции можно ожидать заметного роста интереса к этому классу активов со стороны нерезидентов, особенно игроков рынка *carry trade*. При этом текущие уровни доходности корпоративных облигаций эмитентов с высоким кредитным качеством уже представляют интерес для широкого круга инвесторов даже с учетом уровня рублевой инфляции.

29.10.2021	Значение	За неделю	За месяц	За 3 месяца	За год
<b>S&amp;P500</b>	4 605	+1.3%	+5.6%	+4.2%	+39.1%
<b>Dow Jones</b>	35 820	+0.4%	+4.2%	+2.1%	+34.4%
<b>Nasdaq</b>	15 498	+2.7 %	+6.8%	+4.9%	+38.6%
<b>EuroSTOXX 600</b>	476	+0.8 %	+4.5 %	+2.5 %	+39.1%
<b>CSI-300</b>	4 909	-1.0%	+1.5 %	+1.2 %	+2.8 %
<b>Индекс МосБиржи</b>	4 150	-1.1 %	+2.3 %	+9.1 %	+53.2 %
<b>UST10 YTM</b>	1,55	-5 б.п.	+2 б.п.	+22 б.п.	+89 б.п.
<b>UST30 YTM</b>	1.93	-7 б.п.	-6 б.п.	+1 б.п.	+21 б.п.
<b>ОФЗ 26207 YTM</b>	8.22	+5 б.п.	+13 б.п.	+20 б.п.	+34 б.п.
<b>EUR/USD</b>	1.16	-0.7 %	-0.3%	-2.8 %	-1.0 %
<b>USD/RUB</b>	70.8	+0.4%	-2.8%	-3.1%	-10.2%
<b>Brent</b>	84.4	-1.3%	+7.3%	+11.0%	+124.1%
<b>Gold</b>	1 783	-0.5 %	+3.3 %	-2.4 %	-4.5 %

Источник данных: Bloomberg

## АКЦИИ

### Корпоративная отчетность за 3К21 воодушевляет покупателей

Большинство значимых американских индексов снова закрыли неделю в плюсе, обновив исторические максимумы. Основным драйвером роста является отчетность за 3К21, в среднем выходящая со значительным превышением фактических результатов над прогнозами. При этом росту рынков не помешала довольно смешанная макростатистика.

На фоне сильнейшей отчетности технологических корпораций особенно сильный рост показал индекс NASDAQ. Мощным фактором поддержки субсектора S&P 500 Товары длительного потребления стала новость о заказе 100 тыс. автомобилей Tesla со стороны Hertz Global – всего за неделю капитализация автопроизводителя прибавила почти четверть, уверенно превысив 1 трлн долл.

### Больше половины эмитентов из S&P 500 отчитались за 3К21

По состоянию на конец прошлой недели 56% компаний из S&P 500 опубликовали результаты за 3К21.

82% эмитентов показали прибыль выше ожиданий рынка. В среднем превышение прибыли составляет 10,3%. В результате публикации отчетности рынок пересматривает ожидания относительно итогового влияния результатов на индекс. На сегодняшний день наибольший вклад в повышение ожиданий с 30.09.2021 внесли компании из следующих отраслей: Банки и финансы, Здравоохранение, ИТ, Коммуникации и Энергетика. Если превышение фактических результатов над прогнозами сохранится на текущем уровне, то это будет третьим относительно ростом годовой прибыли с 2010 года. Необычно высокий рост прибыли по-прежнему во многом связан с эффектом низкой базы 2020 года. На сегодняшний день консенсус роста годовой прибыли на 2021 год составляет 20%.

Что касается выручки, то три из четырех компаний показывают превышение продаж над ожиданиями. В среднем за последние пять лет этот показатель составил

67%. Наибольшую прибавку выручки на акцию в индексе обеспечили результаты компаний следующих секторов: Нефть и газ, Банки и финансы, а также Здравоохранение. Если текущие темпы превышения выручки над прогнозами сохранятся до конца сезона отчетности, то это станет вторым по масштабам результатом с 2008 года.

Сейчас форвардный коэффициент P/E S&P 500 составляет 21,1 – выше средних значений за 5 и 10 лет. Коэффициент также выше значения на конец 3К21 – рынок с начала октября рос быстрее, чем прогнозы.

## Неоднозначная макростатистика

Американская экономика выросла на 2% (квартал к кварталу, аннуализированный) по результатам 3К21. Такой результат – это значительное снижение после 6,7% во 2К21. При этом консенсус-прогноз составлял 2,7%.

Замедление роста американской экономики связывают с влиянием распространения дельта-штамма коронавируса и влиянием проблем с производством и поставками отдельных категорий товаров.

С другой стороны, на минимум с начала пандемии опустилось количество обращений за пособиями по безработице, составившее 281 тыс. за неделю. Этот показатель почти непрерывно снижается с апреля 2020-го. Текущие уровни не так уж далеки от докризисных показателей (~220 тыс.).

## Европейская экономика – неожиданное превышение над ожиданиями

Экономика ЕС выросла в 3К на 2,2% в годовом выражении – больше чем 2,1% по результатам 2К. Консенсус ожиданий находился на уровне 2%. Экономики Италии и Франции выросли заметно больше ожиданий.

Предварительная оценка инфляции в ЕС за октябрь составила 4,1% – наивысший уровень за последние 13 лет и выше ожиданий. Несмотря на это, ЕЦБ планирует сохранять действующую политику покупки активов в рамках программы REPP как минимум до марта 2022 года. Однако К. Лагард заявила, что ЕЦБ не исключает внесения небольших коррективов уже в декабре.

## РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

### Кривая ОФЗ инвертирована

На прошлой неделе мы увидели мощное продолжение снижения цен на рынке рублевых облигаций. Кривая доходностей ОФЗ уже стала инвертированной.

### Скромные размещения ОФЗ

Инфляция в России с 19 по 25 октября составила 0,28%. Год к году, по нашим расчетам, уровень роста цен продолжил расти и составляет сейчас 7,88%, что, безусловно, подлило масла в огонь, а возможно, и стало ключевой причиной снижения цен.

На прошлой неделе директор Департамента денежно-кредитной политики ЦБ Кирилл Трemasов заявил, что инфляция в РФ пока складывается ближе к верхней границе прогноза Банка России на 2021 год (7,4–7,9%). «Мы видим повышенный рост цен сейчас и в продовольствии, и во внепродовольственных товарах», – пояснил он. «Прогноз на следующий год остается неизменным – 4–4,5%. Мы видим, что в первой половине следующего года разворот инфляционных трендов начнет принимать устойчивый характер», – добавил Трemasов.

### Размещения ОФЗ и доля нерезидентов

Минфин разместил ОФЗ 52004 на 7 млрд руб. из 10, спрос составил 17 млрд руб. Дата погашения ОФЗ выпуска 52004 – 17 марта 2032 года. Ставка купона на весь срок обращения займа составляет 2,50% годовых. Номинал ежедневно индексируется на величину инфляции, взятую с трехмесячным лагом.

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ по состоянию на 1 октября 2021 года составляла 21,6%, говорится в материалах ЦБ РФ. Номинальный объем гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, на 1 октября составлял 3,383 трлн руб. при общем объеме рынка ОФЗ в 15,633 трлн руб. Но в октябре, по оценкам, ситуация поменялась, и нерезиденты стали забирать деньги с рынка гособлигаций.

### Розничные инвесторы набирают вес на долгом рынке

Доля розничных инвесторов в первичном размещении корпоративных облигаций, по данным Мосбиржи, подскочила на 1 октября до 25% против 18% на конец прошлого года. На вторичном рынке корпоративного долга также заметен рост участия физлиц: за 9 месяцев 2021 года их доля возросла с 12,5 до 19%, следует из данных биржи.

«Физики» уже стали огромной силой, и мы ожидаем, что тенденция продолжится. Квалифицированных розничных инвесторов при этом немного – около 2,5–3% от общей численности присутствующих на фондовом рынке инвесторов; всего же на рынке облигаций – 1 млн активных инвесторов, которые предпринимают какие-то действия на рынке, оценил директор Департамента долгового рынка Московской биржи Глеб Шевеленков.

В целом же на долгом рынке сейчас идет порядка 13% от всех средств, инвестируемых на фондовый рынок (против 50% ранее), уточнил Шевеленков.

### Инфляционные ожидания растут

Инфляционные ожидания на прошлой неделе продолжили расти, несмотря на охлаждение цен на рынках сырья. Ожидания по инфляции в США на следующие пять лет поднимались выше отметки 3%, что отправило значения реальных доходностей еще глубже в отрицательную зону. Участники рынка продолжили пересматривать траекторию денежно-кредитной политики в сторону большего ужесточения, что выразилось в росте доходностей ближней части кривой казначейских облигаций и ожиданий по числу повышений ставки: сейчас инвесторы уже закладывают от двух до трех повышений ставки в ФРС в следующем году.

### Сильная отчетность не способствует росту цен в долгах ЕМ

На развивающихся рынках в фокусе была публикация отчетностей, где большинство компаний продолжили показывать сильную отчетность по результатам 3К21 на фоне восстановления спроса и роста цен на сырье. Тем не менее цены на облигации снижались, отражая ожидания инвесторов по росту доходностей в будущем. Отдельно можно выделить китайский рынок, где недостаточная уверенность инвесторов в эффективности плана поддержки сектора недвижимости привела к существенному снижению цен на облигации застройщиков.

## СЫРЬЕ И ВАЛЮТЫ

### Нефть корректируется

Цена бочки Brent за неделю снизилась на 2 долл., достигнув 83,5 долл. Запасы нефти в США, согласно данным Американского института нефти, растут уже пятую неделю подряд, причем растут быстрее ожиданий аналитиков. В этой связи остается все меньше сомнений в том, что на заседании ОПЕК, которое состоится уже в этот четверг, картель продолжит придерживаться изначальных планов по увеличению добычи на 400 тыс. барр. в сутки, что является консенсусом на данный момент.

Месячный форвард на хабе TTF сейчас торгуется по 860 долл. за тыс. куб. м. Недавнюю повышенную волатильность на рынке сейчас можно трактовать в рамках классической макроэкономической паутинообразной модели с жестким предложением: под влиянием шока спроса рынок ищет новое равновесие и приходит к нему с затухающими колебаниями. Поэтому недавние сильные колебания газовых цен не стоит экстраполировать в будущее: рынок плавно привыкает, что в сложившихся условиях высокие цены на газ – это новая реальность.

Одним из немногих факторов, способных снизить цены на газ в Европе, могло бы стать введение в эксплуатацию «Северного потока –2». Проект выгоден как для европейских потребителей газа, так и для Газпрома – транзит через СП2 заметно дешевле, чем через территорию Украины. Тем не менее сертификация трубопровода может занять значительное время, вплоть до весны 2022 года, поэтому, скорее всего, зиму Европа проведет в условиях высоких цен на энергоресурсы.

## **Сталь снижается**

Спотовая средняя цена горячекатаной стали в Китае снизилась за неделю на 5%, снижению подверглись котировки и на прочих мировых биржах. Рост неопределенности в строительной отрасли Китая (занимающей около 25% ВВП КНР) и продолжающийся кризис в автомобильной промышленности продолжают давить на спрос на металл.

## **Рубль слабеет в ожидании заседания ФРС**

**Доллар несколько укрепился (USD/RUB +1,2%)** на прошлой неделе в ожидании заседания ФРС, результаты которого мы узнаем уже в эту среду и на котором может быть раскрыта информация по поводу объемов и сроков сокращения программы выкупа активов. И хотя в текущий сезон отчетности компании в основном отчитываются лучше ожиданий, менеджмент строит очень осторожные прогнозы насчет будущего в связи с неопределенностью относительно роста американской экономики. В этой связи можно ожидать, что ФРС будет продолжать придерживаться голубиной риторики, несмотря на то что текущий консенсус подразумевает сокращение программы выкупа активов на 15 млрд долл. в месяц (с текущих 120 млрд долл.). Также прогнозируется два повышения ключевой ставки ФРС в следующем году.

Первое повышение ставки ФРС может состояться уже летом следующего года, в то время как ключевая ставка ЦБ РФ будет, по всей видимости, дополнительно поднята еще раньше. По мере того как цикл повышения ставки Банком России будет подходить к концу и доходности ОФЗ прекратят расти так стремительно, может начаться волна carry trade, которая приведет к дополнительному укреплению рубля в перспективе полугода.