

## Еженедельный обзор рынков: 05.05 – 12.05.2023г

### АКЦИИ

**Российский рынок немного прибавил перед заседанием G7.** Внимание инвесторов приковано к встрече G7, где, вероятно, будет объявлен новый санкционный пакет против РФ.

**Американский рынок торговался в боковике.** Из-за отсутствия фундаментальных триггеров в виде корпоративных событий и сюрпризов по макроэкономической статистике рынок занял выжидательную позицию. Существенные движения могли наблюдаваться в акциях Twitter из-за назначения нового CEO, но компания уже непубличная.

### ОБЛИГАЦИИ

**Ставки UST почти не изменились вдоль кривой.** Данные по инфляции в США за апрель 0,4% м/м и 5,5% г/г подтверждают тезис о более продолжительном сохранении ставки ФРС выше 5%.

**Цены рублевых облигаций показали прирост на 0,2%, длинные ОФЗ остаются под некоторым давлением.** Дефицит бюджета вырос на 1 трлн руб. до 3,4 трлн руб. в апреле на фоне ускорения гос.расходов.

### ВАЛЮТЫ

**Неделя прошла под знаком ослабления доллара.** История с потолком госдолга продолжает влиять на американскую валюту, доллар ослаб относительно других мировых валют. В преддверии нового пакета санкций плохо чувствовал себя и рубль, хотя в паре с долларом он выглядел лучше.

### ТОВАРНЫЙ РЫНОК

**Нефть продолжает медленно, но верно терять позиции.** На этот раз плохие новости пришли из США, а отчет ОПЕК не смог придать импульс «быкам». Из другого сырья отметим небольшой рост драгоценных металлов за последний месяц вопреки общей негативной динамике сырьевых активов. Причем в лидерах был палладий, который вернул часть утраченных позиций на фоне восстановления мирового автопрома.

### ТЕМА НЕДЕЛИ

**Потолок госдолга США.** Одной из центральных тем сейчас является возможный дефолт по госдолгу США. Такое развитие событий маловероятно, но благодаря историческим данным можно попытаться оценить движение фондового рынка в ближайшие месяцы и использовать при инвестициях.

### РИНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Класс активов	Значение	Изменение за период		
		неделя	месяц	с начала 2023г
<b>Индексы акций</b>				
S&P 500	4 124,1	-0,3%	0,8%	7,4%
Nasdaq	12 284,7	0,4%	3,0%	17,4%
Shanghai Comp	3 272,4	-1,9%	-1,6%	5,9%
PTC	1 038,3	0,4%	6,7%	7,0%
Мосбиржи	2 565,2	1,1%	1,2%	19,1%
<b>Ставки долга 10Y (Δ, б.п.)</b>				
US Treasuries	3,5%	2	3	-42
Germany Bunds	2,3%	-2	-9	-29
UK Gilts	3,8%	0	21	11
China	2,7%	-2	-11	-17
Russia OFZ	10,5%	3	-9	41
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,08	-1,5%	-1,3%	1,4%
GBP/USD	1,25	-1,5%	-0,2%	3,0%
USD/RUB	77,9	-0,7%	5,2%	-10,3%
EUR/RUB	84,8	0,7%	5,6%	-12,4%
CNY/RUB	11,1	0,4%	7,0%	-10,9%
<b>Товарный рынок</b>				
Нефть Brent, \$/барр.	74,2	-1,5%	-13,4%	-13,7%
Нефть WTI, \$/барр.	70,0	-1,8%	-14,1%	-12,7%
Медь, \$/т	8 220,0	-3,7%	-7,7%	-2,0%
Алюминий, \$/т	2 231,5	-3,8%	-3,1%	-6,2%
Золото, \$/унц.	2 011,2	-0,3%	0,4%	10,2%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

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

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

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

**Костин Антон** (Директор департамента управления активами с фиксированным доходом)  
akostin@sistema-capital.com

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

## Глобальные рынки акций и сырья

- Американский рынок замер в ожидании достижения потолка госдолга.** Уже через 2 недели США могут исчерпать свои лимиты по долговому финансированию из-за более низких поступлений в бюджет с начала года, хотя у властей ещё остаётся ряд инструментов для получения небольшой отсрочки. Фондовый рынок показал боковую динамику: S&P 500 потерял 0,3%, Nasdaq вырос на 0,4%. Лидером роста среди голубых фишек стал Amazon, компания оптимизирует свой сервис доставки, но рост скорее связан с переоценкой рынком квартальных результатов.
- Российский рынок прибавил 1% на прошлой неделе.** При этом рубль двигался в боковике, а нефть просела на 1,5%. Главной новостью прошлой недели стал готовящийся пакет санкций со стороны G7, который может быть анонсирован уже в конце этой недели. По некоторым данным, в нем будет сделан упор на пресечение обхода санкций Россией, что предполагает новые ограничения против российского теневого флота для перевозки нефти. В корпоративном мире выделим сильную отчетность VK за 1К23, хорошие результаты Сбера за 4М23 по РСБУ и прошедший день инвестора Polymetal. Отдельно стоит отметить рекомендацию СД Полюса по дивидендам в размере 436,79 рублей на акцию, планы VK по строительству data-центров в Москве и Санкт-Петербурге и переназначение Германа Грефа на посту председателя совета директоров Сбера на следующие 4 года.
- Китайский рынок корректируется в ожидании статистики.** Основные индексы поднебесной Hang Seng и Shanghai Composite потеряли от 2,1 до 1,9%. Апрельские данные по ритейлу и промышленности, которые выйдут на этой неделе, покажут, насколько успешно идёт открытие экономики после локдаунов. Также под риском ряд китайских компаний, которые могут попасть в санкционные списки из-за помощи России. Тут стоит отметить, что в список могут попасть просто мешающие американскому бизнесу компании, в том числе автомобильная промышленность и ИТ.
- Нефть потеряла еще 1,5% на фоне обсуждений потолка госдолга и проблем банков в США.** Банковский кризис и напряженная ситуация вокруг потолка государственного долга в США продолжают оказывать негативное воздействие на нефтяные котировки, которые демонстрируют умеренное снижение. ОПЕК выпустил ежемесячный отчет: картель снизил добычу на 190 тыс бар. в сутки до 28,6 млн бар. в сутки, при этом основной вклад в сокращение производства внесли Ирак и Нигерия. Еженедельная статистика в США была нейтральной: запасы нефти выросли на 3 млн бар. (ожидали падения на 0,9 млн бар.), добыча не изменилась и осталась на уровне 12,3 млн бар. в сутки, а количество вышек сократилось на 2 до 586 единиц.

Лидеры роста/падения	Значение	Изменение за неделю рост	Изменение за неделю падение
<b>Акции США</b>			
Signature Bank	0,1	20,0%	
Steris	210,9	11,6%	
Alphabet	117,5	9,0%	
IFF	83,2		-14,4%
DISH Network	6,2		-15,3%
PayPal	61,7		-18,3%
<b>Российские акции</b>			
HeadHunter	1623	12,1%	
Сургутнефтегаз прив.	34,4	9,2%	
Лукойл	4802,5	8,6%	
Полюс	10480		-0,1%
Сбербанк прив.	225,5		-3,6%
Сбербанк	228,86		-3,9%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

### Динамика индекса Мосбиржи



### Динамика индекса S&P 500



## Инструменты с фиксированной доходностью

**Глобальные евробонды умеренно снизились в цене на 0,1-0,2%.** Базовая инфляция в США за апрель несколько замедлилась с 5,6 до 5,5% г/г. Месячная инфляция остается повышенной на уровне 0,4% м/м, что подтверждает тезис о более продолжительном сохранении ставки ФРС выше 5%. Ставки UST почти не изменились вдоль кривой, короткие 2-летние подросли на 6 б.п. до 4,0%. Основной же повесткой для рынков является повышение потолка гос.долга США, поскольку Минфин может исчерпать доступные ресурсы уже к 1 июня. В случае продолжительной паузы с решением вопроса и отсрочками платежей держателям UST это может подорвать доверие к Правительству-эмитенту и вызвать масштабный кризис для мировой экономики. Более подробный анализ ситуации приведен в разделе «Тема недели».

**Цены рублевых облигаций показали скромный прирост на 0,2%.** Дефицит бюджета РФ вырос на 1 трлн руб. до 3,4 трлн руб. в апреле на фоне ускорения гос.расходов. На сокращенной рабочей неделе торговая активность была умеренной, аукционы Минфина по размещению ОФЗ не проводились. Под некоторым давлением оказались длинные выпуски гос.бумаг (снижение цен ~0,2%), что в большей степени связано с увеличением инфляционных рисков после публикации оценки Минфина о возможном дефиците бюджета в апреле. Так, расширение дефицита бюджета составило 1 трлн руб., преимущественно из-за увеличения гос.расходов на 3,1 трлн руб. за месяц, что стало исторически максимальным приростом, за исключением традиционно высоких расходов в декабре каждого года. Мы продолжаем придерживаться мнения, что при выпадающих доходах из-за санкций и высоких расходах основным источником покрытия дефицита бюджета станут внутренние заимствования, оказывая некоторое давление на цены средне/долгосрочных ОФЗ.

**Инфляция за апрель составила 0,38% м/м.** Опубликованные данные Росстата указали на более умеренный рост потребительских цен в апреле, чем в среднем за этот месяц в 2017-2021 гг. В годовом сопоставлении инфляция замедлилась до 2,3% с 3,5% в марте. Несмотря на заметный рост цен в секторе услуг (+0,8% м/м и 9,4% г/г), в первую очередь, из-за удорожания пассажирского транспорта и зарубежного туризма, это было обусловлено скромным изменением цен продовольственных и непродовольственных товаров (+0,2% м/м каждый) из-за сдержанного потребительского спроса.

**В ближайший месяц не ожидаем какого-либо ускорения цен.** Низкая инфляция в вышеуказанных категориях товаров остается и в начале мая – с начала месяца цены подросли лишь на 0,05%. На наш взгляд, инфляция в мае может снова оказаться ниже среднего уровня ~0,4% за предыдущие 5-7 лет. Однако в последующие месяцы эффект ослабления рубля и проинфляционный фактор расширения дефицита бюджета могут привести к некоторому ускорению потребительских цен. На наш взгляд, данные последних 2-3 недель указывают на вероятное сохранение ключевой ставки ЦБ РФ на заседании в июне.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2023г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	3,3%	-0,2%	-0,1%	-1,0%	3,5%
US IG	4,9%	-0,2%	-0,6%	0,6%	3,5%
US HY	7,2%	-0,1%	0,0%	2,9%	4,2%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	9,1%	0,1%	1,4%	12,9%	3,1%
Муниципальные	9,0%	0,2%	0,6%	15,1%	1,9%
Корпоративные	9,9%	0,2%	1,0%	17,3%	1,5%

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

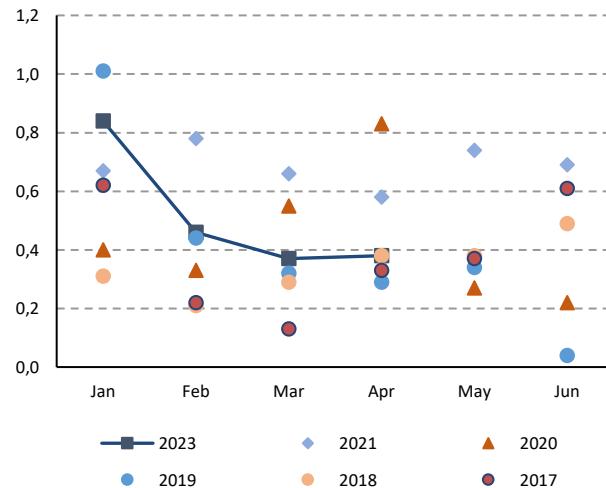
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская биржа, УК Система Капитал

### Инфляция в РФ остается умеренной в апреле (м/м), %



Источник: Росстат, УК Система Капитал

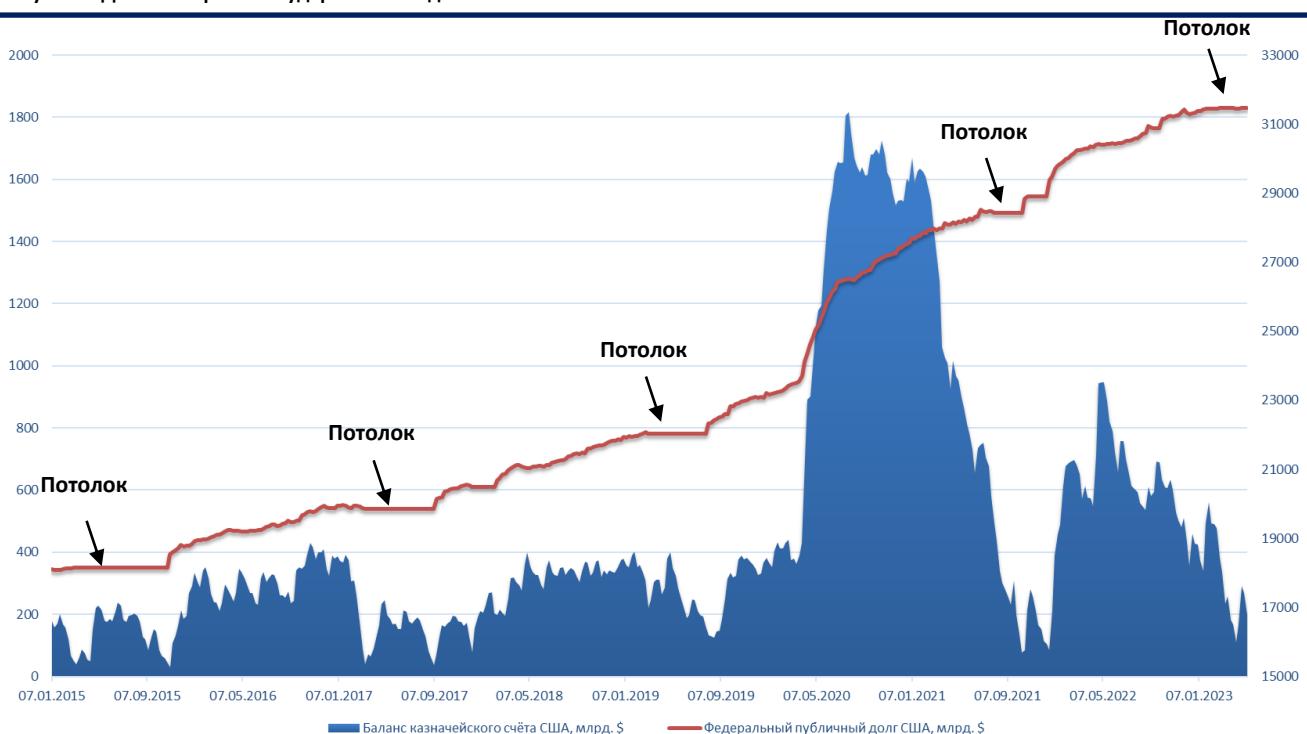
Центрбанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	5,25%	14 июня	5,25%
ЕЦБ	3,75%	15 июня	3,75-4,0%
ЦБ РФ	7,5%	9 июня	7,5-8,0%

Источник: Центробанки, УК Система Капитал

## Тема недели: Потолок Государственного долга США

В ближайший месяц государственный долг США может достигнуть установленного законом потолка, поэтому страна не сможет занимать дополнительные средства. Казна постепенно пустеет, что в теории может привести к дефолту крупнейшей экономики мира. Сам инструмент с потолком долга пришёл на смену одобрений конгрессом каждого выпуска облигаций в 1917 году, что позволило сократить бюрократию, но открыло путь к лавинообразному росту долга в наше время. Тема дефолта США стала регулярно появляться на повестке дня после 2008 года. Государственный долг уже превышает 31 трлн. \$, по оптимистичным прогнозам в 2023 дефицит составит ещё 1,5 трлн. \$, соотношение долга к ВВП составляет примерно 123%, обслуживание долга в абсолютных величинах достигло 460 млрд. \$ в год, что соответствует 7,2% всех бюджетных трат. Однолетние страховки от дефолта (CDS) предполагают вероятность дефолта США в 3,9%, что при равных предположениях о Recovery Rate (потенциальный возврат инвестированных средств), более чем в 4 раза превышает вероятность дефолта Греции и Мексики.

Рисунок 1. Динамика роста государственного долга США и баланса казначейства



Данные Казначейства США

При приближении потолка, как правило, проходят бюджетные торги между демократами и республиканцами. В стремлении продавить оппонента «шатдауны» стали уже обычной практикой. В 2019 году целый месяц около 800 тыс. госслужащих не получали зарплату и уходили в неоплачиваемые отпуска, закрывались музеи и другие бюджетные учреждения. Все эти действия позволяют не допустить дефолта по облигациям за счёт заморозки расходной части. Позиции двух сторон вполне простые, Демократы хотят наращивать бюджетные траты, в том числе в оборонной отрасли, а Республиканцы призывают сокращать расходы. Обе партии понимают, что такой дефицит бюджета является угрозой для экономики, но методы стабилизации у них разные - те же демократы предпочтут сокращение дефицита бюджета за счёт повышения налогов, однако, провести такой закон в конгрессе не выйдет из-за отсутствия большинства голосов. Банкротить сами себя США, конечно же, не станут, но консенсус демократов и республиканцев мало вероятен.

У Демократической партии основной интерес в сохранении шансов на президентских выборах 2024 года, поэтому они не готовы к сокращениям важных для них программ. Возможно, в ход пойдут различные уловки. Уже не раз обсуждались такие приёмы для обхода потолка, как чеканка платиновой монеты с номиналом в 1 трлн. \$ и 14 поправка к конституции США, которая запрещает ставить под сомнение платёжеспособность США по долгам.

## Тема недели: Потолок Государственного долга США

С точки зрения экономики в этот раз вопрос повышения лимита выпал на довольно трудное время. Высокие ставки рефинансирования уже нанесли урон банковскому сектору США, а вероятность рецессии как никогда высока. Нельзя не отметить соответствующий рост обслуживания долга, ведь текущий средний купон по долгу США находится в районе 2%, а доходность 30-летних государственных бумаг превышает 3,6%. В совокупности все эти события привели к боковой динамике фондового рынка и росту золота. Пока не будет чётких сигналов, что инфляцию удалось побороть раньше, чем разразится глубокий экономический кризис, существенного роста рынка ждать не приходится. Более того, на предстоящем «шатдауне» вероятны просадки. А из-за рисков дефолта короткие трежерис перестали быть тем защитным инструментом, который предпочитали консервативные инвесторы.

Рисунок 2. Динамика индекса S&P 500 в 2011 и 2023 году



Данные из открытых источников

Но достижение консенсуса по потолку долга может стать отнюдь не позитивным событием. Во-первых, наиболее вероятным сценарием будет сокращение части расходов, что повысит вероятность рецессии. Во-вторых, из-за истощения казначейских запасов и высокого дефицита бюджета вскоре после принятия нового потолка по долгу казначейство приступит к размещению бумаг. Такой ход приведёт к выкачиванию ликвидности с фондового рынка, что может привести к коррекции, как это было в 2011 году. Учитывая общую ситуацию, коррекция может быть более существенной, именно такой вариант развития событий является базовым сценарием в нашей стратегии на этот год. Так как мы считаем вероятность реального дефолта близкой к нулю, стратегия с превалированием облигаций с дюрацией 3-5 лет является оптимальной. Золото также является защитным инструментом в такие периоды, но цены на него уже существенно выросли, так что с этим инструментом нужно быть осторожными.

## Макроэкономическая статистика

**Статистика на прошедшей неделе** была нейтральной. Прежде всего рынок ждал данные по инфляции в США. Потребительская часть совпала с ожиданиями, а на годовом базисе даже немного снизилась. Производственная часть также была благоприятной для рынков. В Китае продолжаются дезинфляционные движения, производственная инфляция опустилась до -3,6%, потребительская близка к нулю. Учитывая ожидаемый рост производства и потребления, скоро должен наметиться разворот. В Индии, Японии и России также отмечено замедление инфляции. Уточнённый рост ВВП Великобританий совпал с прогнозом и предыдущей оценкой. Промышленное производство в ЕС сократилось намного сильнее ожиданий. Резкий скачок отмечен в первичных обращениях за пособиями по безработице, в совокупности с данными по продолжающимся выплатам это уже звоночек. Но больше всего удивило падение индекса уверенности потребителей по версии университета Мичигана, возможно, так люди реагируют на шумиху вокруг потолка госдолга и из-за опасений касательно зарплат госслужащих.

На этой неделе вновь выйдет небольшой объём статистики. Китай отчитается по промышленному производству и продажам в ритейле, консенсус ждёт мощного рывка. Если его не случится, на китайском рынке можно ждать волну распродаж. США также отчитываются по этим метрикам, здесь ожидания очень консервативные и на рынки влияния оказать не должны. Также США начнут публикацию апрельских данных по рынкам недвижимости, сильных движений пока не ждём. ЕС, Япония и Россия дадут оценки по ВВП за 1 квартал.

**Что есть в статистике.** Industrial Production и Retail Sales – промышленное производство и продажи в ритейле, два старожила для оценки экономики. Если в прошлом веке основу экономик развитых стран составляла промышленность, что зачастую служило триггером для кризисов и существенных колебаний в прибыли компаний, то сейчас все перешли в «сервисную» эпоху. Это сделало рынок более устойчивым, простой пример – продажа MS Office по подписке, а не бессрочной лицензии, делает финансовый поток Microsoft значительно стабильнее. В связи с этим больший вес начали занимать продажи в ритейле, но и на промышленность обращать внимание также стоит.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
10 май	USA	CPI MoM	Апрель	0,4%	0,4%	0,1%	--
11 май	China	CPI YoY	Апрель	0,4%	<span style="color: green;">0,1%</span>	0,7%	--
11 май	China	PPI YoY	Апрель	-3,2%	<span style="color: red;">-3,6%</span>	-2,5%	--
11 май	UK	Bank of England Bank Rate	Март	4,50%	4,50%	4,25%	--
11 май	USA	PPI Final Demand	Апрель	2,4%	<span style="color: green;">2,3%</span>	2,7%	--
11 май	USA	Initial Jobless Claims	06 Мая	245K	<span style="color: red;">264K</span>	242K	--
12 май	UK	GDP QoQ	1Q Р	0,1%	0,1%	0,1%	--
12 май	UK	Industrial Production MoM	Март	0,0%	<span style="color: green;">0,7%</span>	-0,2%	-0,1%
12 май	India	Industrial Production YoY	Март	3,3%	<span style="color: green;">1,1%</span>	5,6%	--
12 май	India	CPI YoY	Апрель	4,8%	<span style="color: green;">4,7%</span>	5,7%	--
12 май	USA	U. of Mich. Sentiment	Май Р	63,0	<span style="color: red;">57,7</span>	63,5	--
12 май	Russia	CPI MoM	Апрель	0,5%	<span style="color: green;">0,4%</span>	0,4%	--
15 май	Japan	PPI YoY	Апрель	6,5%	<span style="color: green;">5,8%</span>	7,2%	7,4%
15 май	EU	Industrial Production MoM	Март	-2,5%	<span style="color: red;">-4,1%</span>	1,5%	--

Данные из открытых источников

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
16 май	China	Industrial Production YoY	Апрель	10,9%	--	3,9%	--
16 май	China	Retail Sales YoY	Апрель	21,0%	--	10,6%	--
16 май	China	Unemployment Rate	Апрель	5,3%	--	5,3%	--
16 май	UK	Unemployment Rate	Март	3,8%	--	3,8%	--
16 май	EU	GDP QoQ	1Q Р	0,1%	--	0,0%	--
16 май	USA	Retail Sales Advance	Апрель	0,7%	--	-0,6%	--
16 май	USA	Industrial Production MoM	Апрель	0,0%	--	0,4%	--
17 май	Japan	GDP QoQ	Март	0,0%	--	-0,2%	--
17 май	USA	Housing Starts	Апрель	1400K	--	1420K	--
17 май	Russia	GDP YoY	1Q Р	-3,0%	--	-2,7%	--
18 май	USA	Initial Jobless Claims	13 Мая	254K	--	264K	--
18 май	USA	Existing Home Sales	Апрель	4,3m	--	4,4m	--
19 май	Japan	CPI YoY	Апрель	3,2%	--	3,2%	--

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](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.