



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 снизился на 0,8% по итогам недели.** При этом в среду, после заседания ФРС, рынок акций установил новый исторический максимум – 3974 по S&P 500. Континентальная Европа не успевает вакцинироваться и постепенно погружается в «третью волну» эпидемии.
- **Российский рынок упал на 2%, следуя за нефтью и глобальными площадками.** Падение нефтяных котировок на 6% в рублевом выражении не прошло бесследно для российского нефтяного сектора, который внес основной вклад в снижение индекса. Из новостей отметим снижение производственного плана Норникеля из-за аварии на ключевых рудниках, что разочаровало акционеров компании, однако обрадовало инвесторов в палладий, прибавивший почти 20% на этом фоне. Из других новостей отметим день инвестора Ленты и банка Санкт-Петербург, что впрочем не сильно помогло котировкам, сильную отчетность HeadHunter, МКБ и нейтральные результаты X5, Эсел, Совкомфлота и Русала за 4К20. Также стоит сказать о принятии законопроекта о предустановке российского ПО на различные гаджеты, выхода Магнит на рынок товаров для дома и ремонта и оценке активов ПИКа, включая земельный банк, со стороны независимого аудитора, что помогло последнему прибавить 3% за прошлую неделю.
- **Нефть потеряла 7%, вступив в фазу коррекции на фоне возвращения ограничительных мер из-за коронавируса.** В связи с новыми локдаунами в Европе, а также подготовкой очередной встречи ОПЕК+ 1 апреля, где может быть принято решение по дальнейшему смягчению квот, черное золото растеряло рост последних четырех недель. Минэнерго США выпустило отчет по бурению: организация ожидает снижения сланцевой добычи в стране на 46 тыс бар. в сутки в апреле, хотя и в Пермском бассейне прогнозируется небольшой рост. Еженедельная статистика в США была умеренно негативной: запасы нефти в стране выросли на 2,4 млн бар. (ожидали роста на 2,1 млн бар.), добыча не изменилась и осталась на уровне 10,9 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 9 до 318 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

	12.мар		19.мар
S&P 500	3943,3	→	3913,1
MMBБ	3539,5	→	3475,3
Brent \$	69,2	→	64,5
₽/\$	73,3	→	74,1

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Доходности евробондов выросли вслед за ставками US Treasuries (+5-9 б.п. за неделю). Федрезерв улучшил прогнозы по росту ВВП и снижению уровня безработицы, повысил по инфляции в 2021-22гг. По итогам заседания FOMC смягченная риторика сохранилась: параметры программы выкупа активов остаются прежними, о сворачивании ее объемов говорить преждевременно. Наиболее важными стали прогнозы ФРС на 2021г по улучшению экономического роста (с 4,2 до 6,5%) и безработицы (с 5,0 до 4,5%), а также повышению базовой инфляции (с 1,8 до 2,2%). Изменения коснулись и прогнозов членов FOMC по подъему ставки в 2022-23гг: их стало на 3 и 2 соответственно больше по сравнению с декабрем. На фоне растущих инфляционных ожиданий (на 5-летнем горизонте достигли максимального с 2008г уровня 2,6%) и сохранения «толерантной» позиции ФРС в отношении роста рыночных ставок 10-летние UST показали прирост в доходности за неделю на 9 б.п. до 1,72%. Поэтому слабее общего рынка снова выглядел IG-сегмент по сравнению с HY-выпусками, которые прибавили в цене 0,6% из-за улучшений прогнозов в экономике. Хуже рынка выглядели российские евробонды (-0,5% за неделю) из-за санкционных рисков (см.ниже).

Коррекция на рынке рублевого долга усилилась, ОФЗ потеряли в цене 0,2-1,5% на фоне роста ставок UST после заседания FOMC, ужесточение санкционной риторики в отношении РФ и неожиданное повышение ключевой ставки ЦБ РФ на 25 б.п. Ухудшение внешнего риск-сентимента на локальных рынках долга EM из-за продолжающегося повышения безрисковых ставок затронуло и рублевые облигации. Однако внутренний фактор оказал давление на цены ОФЗ и корпоративных выпусков в большей степени. Несмотря на применяемые до сих пор «косметические» ограничительные меры США и ЕС в отношении РФ, ужесточение риторики президента США Д.Байдена и возобновление санкционных опасений были весьма негативно и чувствительно восприняты инвесторами.

Негативным «сюрпризом» для участников рынка также оказалось решение ЦБ РФ повысить ключевую ставку на 25 б.п. до 4,5%, тогда как большинство экономистов ожидали ее неизменности. Более устойчивое восстановление внутреннего спроса и смещение рисков в сторону проинфляционных побудило регулятора начать возвращение к нейтральной политике уже сейчас. Согласно ожиданиям ЦБ инфляция вернется к целевому уровню вблизи 4% в 1-й половине 2022г вместо представленного в феврале диапазона инфляции в 3,7-4,2% на конец 2021г. Несмотря на прогнозируемое замедление инфляции в последующие месяцы, что является рыночным консенсусом, мы считаем, что решительные действия ЦБ указывают на готовность продолжать повышать ключевую ставку на ближайших заседаниях (в апреле и, возможно, июне). По нашим оценкам, рынок учитывает ее подъем еще на 50-75 б.п., поэтому фундаментально «дно» на рынке рублевого долга находится уже близко. Основными факторами, влияющими на изменение доходностей облигаций остаются инфляционная траектория в РФ, динамика ставок UST и санкционный фактор риска.

Сегмент/география	УТВ	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	1,0%	-0,3%	-2,2%	-0,7%	-4,3%
EM IG	2,5%	0,1%	-2,4%	11,9%	-3,8%
EM HY	6,3%	0,6%	-1,4%	27,0%	-2,0%
Рублевые облигации					
ОФЗ	6,5%	-0,6%	-1,7%	11,9%	-2,9%
Муниципальные	6,6%	-0,5%	-0,9%	10,9%	-0,8%
Корпоративные	6,8%	-0,5%	-0,5%	13,7%	-1,1%

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

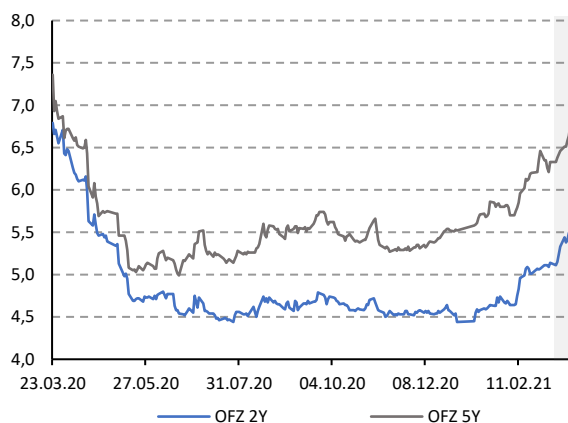
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Продолжение роста доходностей ОФЗ из-за санкционных рисков и ужесточения монетарной политики ЦБ РФ, %



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	28 апреля	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	22 апреля	-0,50%
ЦБ РФ	4,50%	23 апреля	4,75%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



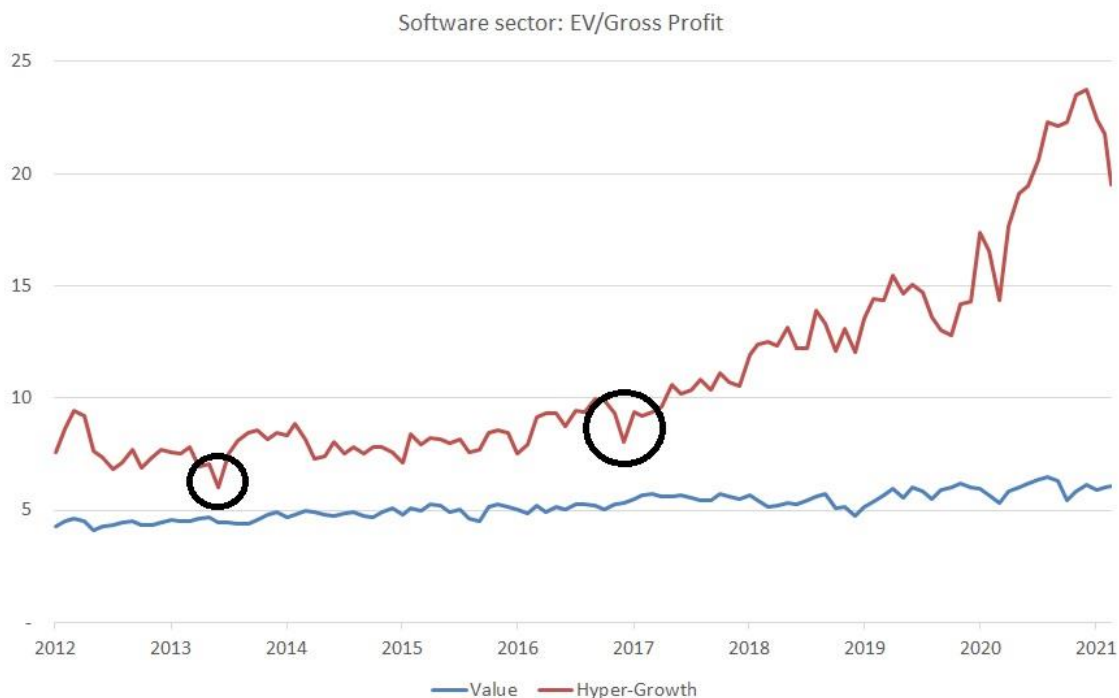
Комментарий по глобальному рынку акций

Несмотря на сильную распродажу в четверг, когда индекс NASDAQ Composite потерял 3%, по итогам недели технологические акции вновь немного опередили S&P 500. При этом на рынке складываются неплохие условия для дальнейшего реванша компаний роста:

- 1) Средний потенциал роста до консенсус-прогноза sell-side аналитиков по крупным технологическим компаниям составляет 20%. Это очень большое расхождение между рыночной ценой и прогнозной, которое характерно для сильных рыночных коррекций. Не считая обвала рынка в начале пандемии, такое было перед выборами в 2020 году или во время пика торговых войн в 2018.
- 2) Для циклических акций картина обратная: большое число акций и даже целые сектора оценены сейчас выше текущего консенсус-прогноза. Это достаточно редкое явление, которое может свидетельствовать о высоких заложенных ожиданиях.
- 3) При этом перспектив для дальнейшего повышения прогнозов сейчас больше именно для компаний технологического сектора. Здесь нет завышенных ожиданий, т.к. прогнозы, озвученные топ-менеджментом компаний в январе-феврале, оставляли пространство для их повышения в течение года. К тому же, судя по всему, к началу сезона отчетностей во второй половине апреля, мир вновь окажется в ситуации постепенно растущего числа случаев заражения. Это окажет давление на циклические акции, а прогнозы на этот год могут разочаровать инвесторов.
- 4) Доходности на долговом рынке снизились со своих локальных максимумов, а глава ФРС ясно дал понять, что монетарные власти не рассматривают ужесточение политики и спокойно относятся к временным всплескам инфляции, которые могут вывести ее выше целевых значений.

Отдельно отметим сегмент hyper-growth, где мультипликаторы испытали самое сильное падение с 2012 года. На графике ниже приведено сравнение мультипликатора EV/Gross Profit для сектора Software, где Value – компании с ожидаемыми темпами роста от 1 до 5%, Hyper-Growth – компании с ожидаемыми темпами роста в ~30%. Черным выделены коррекции мультипликаторов во время резкого роста доходностей (более чем на 1% за 2-3 месяца).

Рисунок 2. Изменение мультипликаторов в секторе Software





Макроэкономическая статистика

Редкое явление для этого года, когда почти вся статистика оказалась хуже ожиданий. Строительство новых домов в США в феврале снизилось более чем на 150 тысяч относительно предыдущего месяца. Упали продажи в ритейле и промышленное производство, замедлился рост индекса опережающих индикаторов, а также вновь выросли первичные обращения за пособиями по безработице. Из стабильного отметим заседания ФРС и ЦБ Англии, ставки остались без изменений, риторика осталась мягкой.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
16.03.2021	USA	Retail Sales Advance	Февраль	-0,5%	-3,0%	5,3%	7,6%
16.03.2021	USA	Industrial Production MoM	Февраль	0,3%	-2,2%	0,9%	1,1%
17.03.2021	USA	Housing Starts	Февраль	1560K	1421K	1580K	1584K
17.03.2021	USA	FOMC Rate Decision	17 Марта	0,25%	0,25%	0,25%	--
18.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	13 Марта	700K	770K	712K	725K
18.03.2021	USA	Leading Index	Февраль	0,3%	0,2%	0,5%	--
18.03.2021	UK	Bank of England Bank Rate	18 Марта	0,10%	0,10%	0,10%	--

На этой неделе основная часть статистики будет вновь по США. Продолжится публикация февральских данных по рынкам недвижимости, после данных прошедшей недели ожидания скорректировались. Агентство Markit опубликует предварительную оценку по индексу деловой активности в промышленности за март, ожидания позитивные. Также на этой неделе будет опубликовано финальное уточнение по росту ВВП за 4 квартал и данные по частным доходам и расходам. Как и в случае с резким ростом январских данных по доходам, февральские также ни о чём не говорят, так как существенное влияние оказывают разовые стимулирующие выплаты, более того, эта волатильность продолжится и в марте. Великобритания отчитается по инфляции, безработице и продажам в ритейле, в целом ожидания позитивные, но эти данные приходятся на период снижения количества заболевших и не учитывают последних событий. Неделя вновь будет довольно волатильной и статистика останется в центре внимания.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
22.03.2021	USA	Existing Home Sales	Февраль	6,50m	--	6,69m	--
23.03.2021	USA	New Home Sales	Февраль	875K	--	923K	--
23.03.2021	UK	ILO Unemployment	Январь	5,2%	--	5,1%	--
24.03.2021	USA	Durable Goods Ord.	Февраль P	0,7%	--	3,4%	--
24.03.2021	USA	Markit US Manufacturing PMI	Март P	59,5	--	58,6	--
24.03.2021	UK	CPI MoM	Февраль	0,5%	--	-0,2%	--
25.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	20 Марта	730K	--	770K	--
25.03.2021	USA	GDP Annualized QoQ	4Q T	4,1%	--	4,1%	--
26.03.2021	USA	Wholesale Inventories	Февраль P	1,2%	--	1,3%	--
26.03.2021	USA	Personal Income	Февраль	-7,2%	--	10,0%	--
26.03.2021	USA	Personal Spending	Февраль	-0,8%	--	2,4%	--
26.03.2021	USA	U. of Mich. Sentiment	Март F	83,6	--	83	--
26.03.2021	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Февраль	2,1%	--	-8,2%	--



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 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.