



## Еженедельный обзор рынков

- Ротация из Growth в Value взяла паузу и по итогам недели выросли все классы акций.** По итогам недели индекс S&P 500 вырос на 2,6%, NASDAQ Composite – на 3,1%, несмотря на ощутимое падение в понедельник. Однако говорить о том, что ротация закончилась - ещё рано. Доходность по 10-летним US Treasuries продолжает подрастать и в пятницу превысила отметку в 1,6%.
- Российский рынок вновь опередил глобальные площадки и вырос на 5% в долларах.** При этом нефтяные цены в рублевом выражении продемонстрировали даже небольшое снижение. Тем не менее, именно нефтегазовые компании внесли основной вклад в рост российского индекса: инвесторы переоценивали стоимость их акций исходя из обновленных нефтяных котировок. Из других громких новостей отметим объявление неожиданно высоких дивидендов от СД ТМК в размере 9,67 рублей на акцию, что стало причиной взлета бумаг на 30%. Кроме того, менеджмент объявил о покупке 87% ЧТПЗ, что также было позитивно воспринято инвесторами. Также выделим SPO от М.Видео, что увеличило долю акций в свободном обращении с 10% до 24%. Из других новостей стоит упомянуть о сильных результатах TCS Group, нейтральной отчетности от Лукойла и слабых цифр от Аэрофлота за 4K20.
- Нефть движется в боковике после триумфального роста с начала года.** Нефть закрыла прошлую неделю в нейтральной зоне, а основной новостной поток обеспечил выход новых отчетов. Так, после встречи ОПЕК+ Минэнерго США решило увеличить свои прогнозы цен на нефть с 52 и 55 до 58 и 59 долл за бар. в 2П21 и 2022 соответственно. Более того, организация повысила оценку добычи в стране на 0,1 и 0,5 до 11,1 и 12 млн бар. в сутки в 2021 и 2022 соответственно. Также отметим выход отчета ОПЕК+: несмотря на решение Саудовской Аравии сократить добычу в феврале на 1 млн бар. в сутки, производство всего картеля упало лишь на 650 тыс бар. в сутки за счет роста со стороны Нигерии, Ирана, Ливии, Ирака и Венесуэлы. Еженедельная статистика в США была негативной, что однако не помешало нефтяным ценам двигаться в боковике: запасы нефти в стране выросли на 13,8 млн бар. (ожидали небольшого роста на 0,3 млн бар.), добыча увеличилась на 0,9 до 10,9 млн бар. в сутки (идет восстановление объемов после аномальных заморозков в Техасе), а количество вышек снизилось на 1 до 309 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

	05.мар		12.мар
S&P 500	3841,9	→	3943,3
MMББ	3414,1	→	3539,5
Brent \$	69,4	→	69,2
₽/\$	74,2	→	73,3

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

**Евробонды на глобальном рынке показали скромное ценовое снижение по итогам волатильной недели.** После ценовой коррекции евробондов развивающихся стран на 2,5-3,5% за месяц, в первую очередь, из-за существенного роста доходностей длинных выпусков IG-сегмента, рынок несколько восстановился при стабилизации ставок US Treasuries, в т.ч. после публикации посредственных данных о базовой инфляции в США за февраль (1,3% г/г vs. прогноз 1,4% г/г). Дополнительную поддержку евробондам оказали итоги заседания ЕЦБ, которые не преподнесли каких-либо значимых «сюрпризов», но проактивная позиция регулятора в части реагирования на рост доходностей гос.долга стран еврозоны (ЕЦБ значительно ускорит покупку активов в следующем квартале) была позитивно воспринята инвесторами.

При увеличении предложения казначейских облигаций МинФинанс США, Фредрезерв нарастил объем покупок UST до максимального уровня с июня прошлого года. Однако пока это не смогло преломить тренд повышения ставок UST, а сохранение спроса на аукционах T-Notes ниже среднего привело к возобновлению роста 10Y UST до 1,63% в конце недели. В результате восстановление цен было в большей степени нивелировано, хуже рынка снова выглядел IG-сегмент (-0,3% за неделю), а бессрочные евробонды (perpetuals) европейских банков показали ценовой прирост в среднем +0,5%.

**Снижение цен ОФЗ возобновилось на фоне повышения вероятности нормализации монетарной политики ЦБ РФ в 2021г.** Несмотря на позитивный эффект для ОФЗ от снижения давления на их доходности при сокращении предлагаемой премии на аукционах Минфина, а также вероятном сокращении объемов заимствований ведомства в 2021г, настороженность инвесторов в отношении более ранних сроков начала нормализации политики ЦБ РФ обусловила снижение цен в сегменте гос.долга. Для 2-5-летних выпусков оно составило 0,3-0,5%, для долгосрочных – в пределах 1%. Так, рынок весьма негативно воспринял заявления зампреда ЦБ о сохранении в текущем году смягченного режима денежно-кредитной политики «в среднем», что теоретически не исключает подъема ключевой ставки выше 5% (нижней границы диапазона нейтральной ставки 5-6%). В дополнение риторика Э.Набиуллиной относительно устойчивого восстановления деловой активности и усиления инфляционного давления указывает на необходимость реагирования регулятора для сдерживания инфляции вблизи таргетируемого уровня 4%.

Мы полагаем, что с учетом инфляционного тренда (недельный рост потребительских цен остается на уровне 0,2%, а с начала года он уже достиг 1,7% при прогнозе ЦБ в 3,7-4,2% на конец года) ужесточение риторики со стороны ЦБ увеличивает шансы на повышение ключевой ставки на 25 б.п. до 4,5% уже в апреле. Отметим, что рост доходностей ОФЗ на прошлой неделе был наиболее выраженным как раз на коротком и среднем участке кривой (+22 и +15 б.п. соответственно) и сопровождался оттоком средств нерезидентов.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	1,0%	-0,5%	-2,6%	-3,3%	-4,1%
EM IG	2,5%	-0,3%	-3,0%	2,4%	-3,8%
EM HY	6,4%	-0,1%	-2,4%	9,5%	-2,6%
Россия	2,7%	-0,3%	-1,9%	5,1%	-2,7%
Азия	3,2%	-0,3%	-1,7%	2,5%	-1,9%
Бразилия	4,1%	-0,7%	-4,3%	7,0%	-4,8%
Мексика	4,4%	0,0%	-3,7%	9,0%	-5,4%
Турция	5,2%	0,4%	-2,1%	10,2%	-1,2%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	6,3%	-0,4%	-2,1%	7,8%	-2,3%
Муниципальные	6,4%	0,1%	-0,4%	7,6%	-0,4%
Корпоративные	6,6%	0,2%	-0,3%	9,1%	-0,6%

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

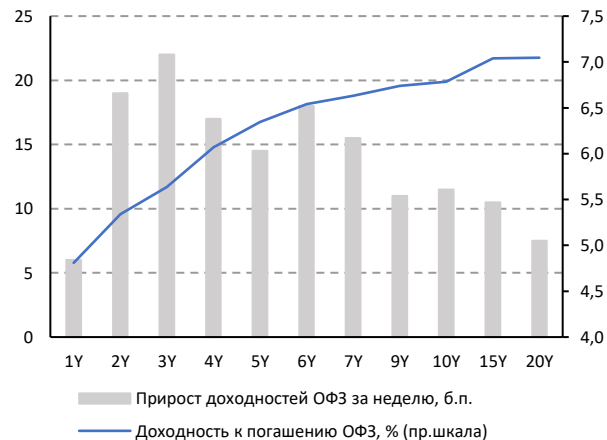
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### Прирост доходностей ОФЗ вдоль кривой за неделю



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	17 марта	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	22 апреля	-0,50%
ЦБ РФ	4,25%	19 марта	4,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



## Комментарий по глобальному рынку акций

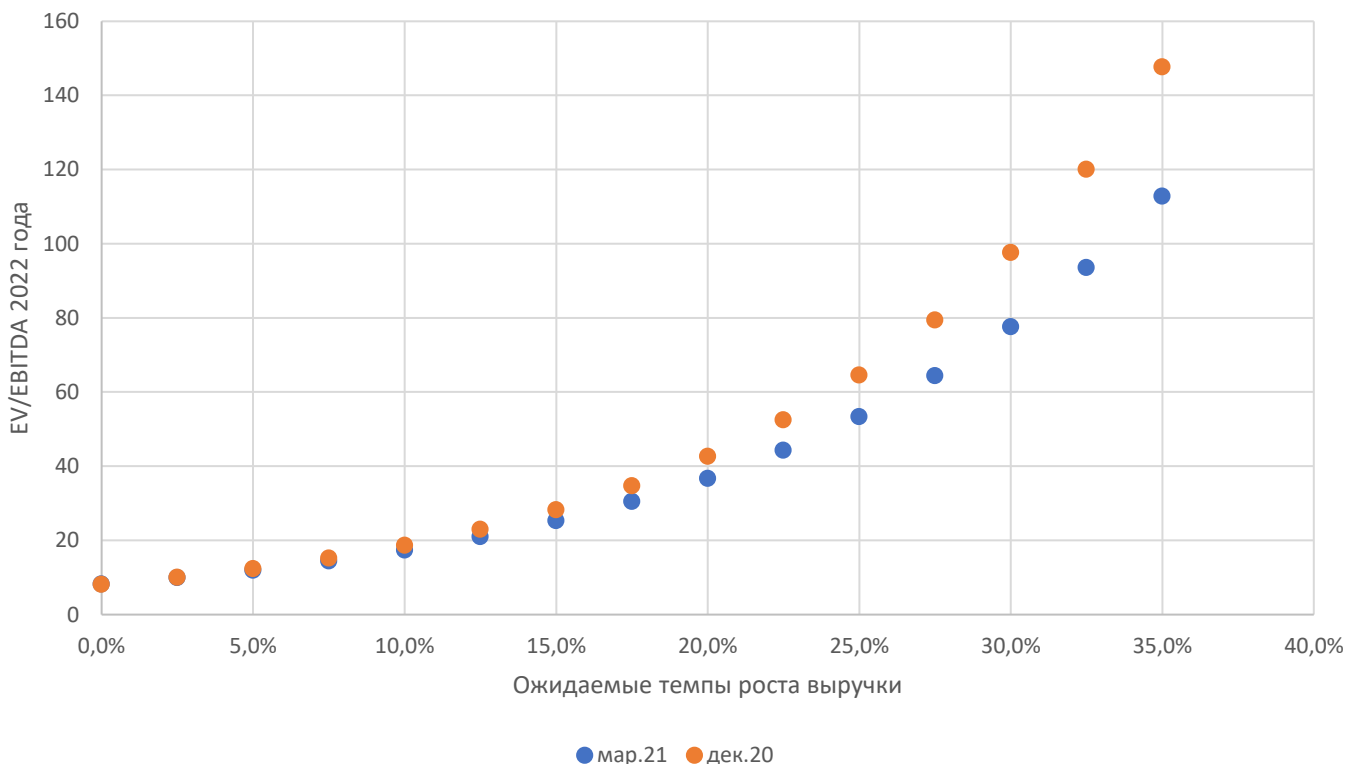
Прошедшая неделя принесла некоторое облегчение инвесторам в технологические компании, а индекс NASDAQ Composite даже обогнал S&P 500, несмотря на распродажу в понедельник. Тем не менее говорить о том, что ротация закончилась, преждевременно и если рост доходностей продолжится, то мы увидим ещё одну распродажу в Growth сегменте.

Несмотря на большие сдвиги на рынках, мы не рекомендуем играть в идею ротации только лишь из-за ожидания ускорения инфляции и того факта, что циклические активы все ещё торгуются с дисконтом. Инфляция в США сильно замедлилась прошлой весной и, учитывая это, логично ожидать ее ускорение сейчас просто из-за эффекта низкой базы. Однако это движение уже отражено в текущих ценах и 1-летние Breakeven Rates не случайно показывают сейчас 2,8% (доходность по обычным 1-летним US Treasuries находится в районе 0%).

Сравнивать мультипликаторы стоимостных акций и компаний роста тоже не имеет смысла из-за слишком больших различий между ними: темпы роста, сектор, циклическость бизнеса и т.д. Тем не менее интересно посмотреть как они изменились за последнее время, учитывая рост доходностей на долговом рынке. Ниже мы привели сравнение текущих мультипликаторов в секторе Software с тем, что было в конце прошлого года. Мы специально ограничили выборку компаний одним сектором, чтобы сравнивать сопоставимые компании друг с другом. Отметим, что мультипликаторы для компаний с низкими темпами роста почти не изменились, зато в сегменте hyper-growth мультипликаторы снизились более чем на 20%, при том, что прогнозы по будущим темпам роста сильно не поменялись. И если изменения мультипликаторов для самых растущих компаний ещё можно объяснить ожиданием по росту процентных ставок, то отсутствие изменения в мультипликаторах самых медленно растущих компаний не совсем обосновано.

Скорее всего, в ближайшие 3-4 недели мы продолжим наблюдать за резкими изменениями в оценках growth и value сегментах вслед за инфляционными ожиданиями, однако в середине апреля фокус сместится на темпы роста бизнеса и инвесторы станут действовать более селективно.

Рисунок 2. Изменение мультипликаторов в секторе Software





## Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была в целом позитивной. Опасения касательно роста инфляции в США пока не оправдываются, всё в рамках ожиданий. По инфляции также отчитался Китай, там всё ещё наблюдается потребительская дефляция. Данные по росту промышленного производства и продажам в ритейле поднебесной за первые 2 месяца года не должны вводить в заблуждение, так как именно в эти месяцы в Китае начали действовать самые строгие ограничения в 2020 году. Также из позитива отметим рост промышленного производства в Италии и Франции лучше консенсуса. Заседание ЕЦБ прошло без сюрпризов и изменений в текущей повестке.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
09.03.2021	Italy	Industrial Production MoM	Январь	0,8%	1,0%	-0,2%	0,2%
09.03.2021	EU	GDP SA QoQ	4Q F	-0,6%	-0,7%	-0,6%	--
10.03.2021	USA	CPI MoM	Февраль	0,4%	0,4%	0,3%	--
10.03.2021	France	Industrial Production MoM	Январь	0,5%	3,3%	-0,8%	-0,7%
10.03.2021	China	CPI YoY	Февраль	-0,3%	-0,2%	-0,3%	--
10.03.2021	China	PPI YoY	Февраль	1,5%	1,7%	0,3%	--
11.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	6 Марта	725K	712K	745K	754K
11.03.2021	EU	ECB Main Refinancing Rate	11 Марта	0,00%	0,00%	0,00%	--
11.03.2021	EU	ECB Deposit Facility Rate	11 Марта	-0,50%	-0,50%	-0,50%	--
12.03.2021	USA	PPI Final Demand	Февраль P	0,5%	0,5%	1,3%	--
12.03.2021	USA	U. of Mich. Sentiment	Февраль	78,5	83,0	76,8	--
12.03.2021	UK	Industrial Production MoM	Январь	-1,0%	-1,5%	0,2%	--
15.03.2021	China	Industrial Production YTD YoY	Февраль	32,2%	35,1%	--	--
15.03.2021	China	Retail Sales YTD YoY	Февраль	32,0%	33,8%	--	--

На этой неделе основную часть статистики представляют США. В среду состоится заседание ФРС, изменений по ставке не ждём, но к риторике регулятора будет очень пристальное внимание, любые двусмысленные высказывания могут привести к сильным движениям рынка. Во вторник выйдут данные по промышленному производству и продажам в ритейле за февраль, консенсус ждёт ухудшения показателей относительно предыдущего месяца. Также выйдут первые февральские данные по рынку недвижимости, строительство новых домов должно остаться на прежних значениях. В целом влияние статистики на рынки должно быть высоким, ждём ещё одну волатильную неделю.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
16.03.2021	USA	Retail Sales Advance	Февраль	-0,5%	--	5,3%	--
16.03.2021	USA	Industrial Production MoM	Февраль	0,4%	--	0,9%	--
17.03.2021	USA	Housing Starts	Февраль	1555K	--	1580K	--
17.03.2021	USA	FOMC Rate Decision	17 Марта	0,25%	--	0,25%	--
18.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	13 Марта	700K	--	712K	--
18.03.2021	USA	Leading Index	Февраль	0,3%	--	0,5%	--
18.03.2021	UK	Bank of England Bank Rate	18 Марта	0,10%	--	0,10%	--



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.