



Еженедельный обзор рынков

- **На рынке акций прошла мощнейшая ротация из технологических акций в циклические.** За прошедшие 6 торговых дней индекс S&P 500 незначительно вырос, но этот факт скрывает одну из самых мощных ротаций из Growth в Value, сопоставимую с той, которая случилась год назад (в обратном направлении): индекс S&P 500 Pure Value вырос на 7,5%, а индекс NASDAQ 100 скорректировался на 4,5%.
- **Российский рынок продемонстрировал опережающую динамику и вырос на 1%, несмотря на падение на глобальных площадках.** Основным драйвером роста стали цены на нефть, которые подросли на 8% на фоне неожиданно успешной встречи ОПЕК+. Это помогло нефтегазовому сектору продемонстрировать наилучшую динамику. Также продолжается сезон отчетности: сильные результаты за 4К20 показал Сбербанк, Юнипро, Мосбиржа и МТС; в более нейтральном ключе отчитались Алроса, Mail.ru Group, ИнтерРАО и РусГидро. Из других новостей выделим прошедшее IPO Fix Price (компания разместила GDR на 2 млрд долл), потенциальное SPO Эталона на 30% от текущего капитала (менеджмент планирует направить эти средства на приобретение новых земельных участков) и разрешение проблем Норникеля с грунтовыми водами, что однако вызвало негативную реакцию в бумагах из-за произошедшего падения цен на никель после этой новости.
- **Нефть прибавила 8% благодаря сдержанности ОПЕК+.** Неожиданно для всего рынка Саудовской Аравии удалось убедить членов ОПЕК+ в том, что сланцевых производителей можно не опасаться более, а значит и увеличивать добычу в моменте не стоит. Однако исключение было сделано для России и Казахстана: обе страны могут поднять уровень производства на 130 и 20 тыс бар. в сутки. Кроме того, Саудовская Аравия отказалась от своего намерения вернуть на рынок 1 млн бар. в сутки, на который саудиты добровольно сократили добычу сверх собственной квоты в январе. Еженедельная статистика в США была умеренно негативной, что однако не сломало восходящий тренд: запасы нефти в стране выросли на 21,6 млн бар. (ожидали сохранение уровня запасов на прежнем уровне), добыча увеличилась на 0,3 до 10 млн бар. в сутки (идет восстановление объемов после аномальных заморозков в Техасе), а количество вышек увеличилось на 1 до 310 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

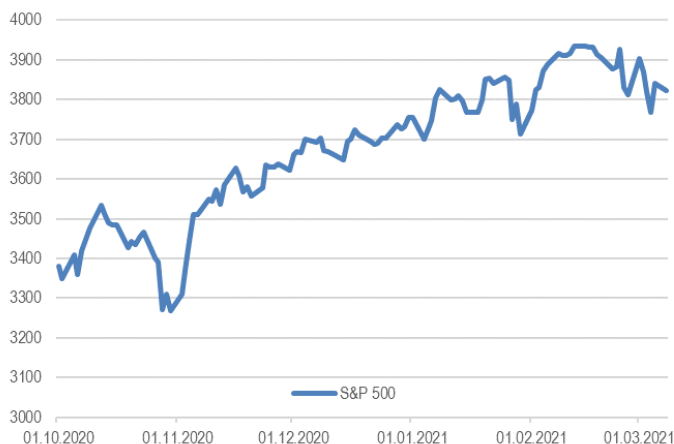
akostin@sistema-capital.com
Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com
Портфельный управляющий

	26.фев		05.мар
S&P 500	3811,2	→	3841,9
MMB5	3346,6	→	3414,1
Brent \$	64,4	→	69,4
₽/\$	74,6	→	74,2

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Ценовая коррекция на глобальном рынке евробондов продолжилась на фоне роста ставок US Treasuries. После некоторой консолидации доходностей американских казначейских облигаций около отметки 1,40% их повышение продолжилось и на прошлой неделе. Основными факторами, способствующими приросту ставки 10-летних UST до 1,57%, стали сильные данные по рынку труда в США по мере увеличения масштабов программы вакцинации, а также не столь мягкая риторика главы Федрезерва. Повторение комментариев Дж.Пауэлла относительно временного характера повышенной инфляции и продолжения смягченной монетарной политики не привело к стабилизации котировок UST, с начала 2021г прирост долгосрочных ставок составил 60-65 б.п.. Так, рынок не исключал, что глава ФРС может «намекнуть» на возможность проведения операции «твист» (покупка более длинных выпусков UST при продаже более коротких), которая была задействована Центробанком в 2011г. Отметим, что сейчас уровень 10Y-ставок значимо ниже по сравнению с 2-3% 10 лет назад. В подкрепление «пассивной» позиции ФРС на резкий рост ставок мы отмечаем позитивный прогноз представителя ФРС о более быстром восстановлении экономики США в 2021г и снижении безработицы до 4,5% к концу года, которая в таком случае будет находиться не столь далеко от докризисных уровней 3,6-3,9%. Под наибольшим давлением вновь оказались долгосрочные выпуски IG-сегмента, которые потеряли в цене до 3%, снижение цен в пределах 0,5% наблюдалось и в коротких евробондах на EM.

Цены ОФЗ несколько восстановились после сильного аукциона Минфина по размещению ОФЗ на 90 млрд руб без премии к рынку. После принятия «косметических» санкций США и ЕС настроения в отношении рублевого долга улучшились. Фактор возросших доходностей сформировал высокий спрос на аукционе по размещению выпуска ОФЗ с погашением в июле 2025г (152 млрд руб – максимальный с июня прошлого года, в т.ч. и при участии нерезидентов). В дополнение к этому средневзвешенная доходность ОФЗ на аукционе оказалась на 1 б.п. ниже уровня закрытия вторника, что привело к стабилизации рынка и снижению доходностей вдоль кривой. Мы считаем, что благоприятная конъюнктура на нефтяном рынке также способствует сохранению интереса к рублевым облигациям, которые за последний месяц выглядят заметно лучше локального долга развивающихся стран-экспортеров. Длинные выпуски ОФЗ прибавили в цене около 2%, а доходности снизились почти на 20-25 б.п. с локального максимума конца февраля.

Корпоративные выпуски выглядели несколько слабее, потеряв в цене 0,2% на участке 3-5 лет из-за узкой кредитной премии к ОФЗ. В целом корпоративный сегмент сейчас выглядит относительно дорогим, в основном в связи с отсутствием предложения на новых уровнях по доходности. При этом в отдельных бумагах появляются возможности зайти в рынок по привлекательным ценам.

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

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

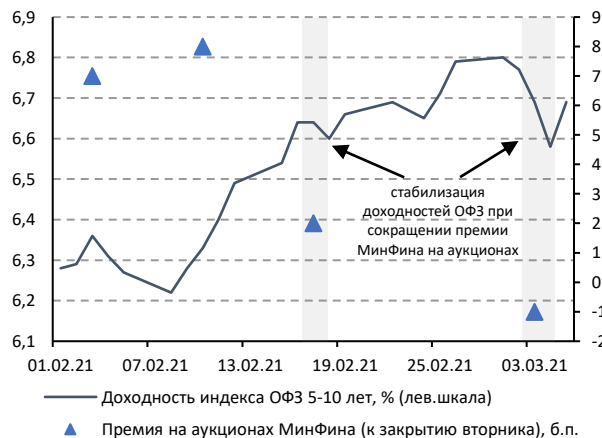
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

Доходности ОФЗ vs. премия Минфина на аукционах с фев'21



Источник: Bloomberg, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	0,25%	17 марта	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	11 марта	-0,50%
ЦБ РФ	4,25%	19 марта	4,25%

Источник: Bloomberg, Центробанки, УК Система Капитал



Комментарий по глобальному рынку акций

Последние две недели на рынках акций происходит масштабная ротация из Growth/Tech в Value/Cyclicals. В частности, индекс S&P 500 Pure Value за это время вырос на 8,3% и обновил свой исторический максимум, а индекс S&P 500 Pure Growth упал на 12,3%. Настолько мощной ротации не было даже в феврале-марте 2020 года: тогда аналогичное движение в обратном направлении заняло 4 недели.

Про ротацию из Growth в Value начали говорить ещё в мае, когда первая волна эпидемии пошла на спад. Почему же она случилась именно сейчас и стала такой сильной?

Во-первых, инвесторы начали закладывать в цену рост инфляции и, что даже более важно, повышение процентных ставок в США уже в следующем году. В результате доходность по 10-летним US Treasuries выросла с 1,1% до 1,6% всего за месяц. Рост безрисковой ставки приводит к увеличению ставки дисконтирования в DCF-модели, что снижает текущую стоимость будущих денежных потоков. Считается, что это нейтрально для стоимостных акций, которые оценивают в основном по мультипликаторам, но плохо для акций компаний роста, где основную часть справедливой стоимости составляют будущие денежные потоки.

Во-вторых, во многих развитых странах резко снизилось число случаев заражения, что приближает нас к окончанию эпидемии. Сейчас основную часть стоимостных акций составляют акции циклических компаний, которые сильно пострадали из-за пандемии, но будут бенефициарами окончания карантина.

В-третьих, в США вот-вот примут очередной пакет помощи, который буксует ещё со времен Трампа. Это опять же позитивно для циклических компаний.

В-четвертых, закончился сезон отчетностей, который был важным, но последним (в среднесрочной перспективе) драйвером роста для акций технологических компаний. Мы видели как акции Zoom, Snowflake, Teladoc, Nutanix и других компаний падают после отличных квартальных результатов и хорошего прогноза на это год.

Однако, несмотря на негативное отношение к акциям компаний роста даже после коррекции, мы считаем это движение слишком сильным и фундаментально необоснованным:

- 1) Увеличение ставки дисконтирования на 0,5% действительно ведет к снижению справедливой стоимости и для средней компании из сегмента hyper-growth (темпы роста в 30%+) это снижение составляет около 8%. Но, для стоимостных акций увеличение ставки дисконтирования тоже приводит к снижению справедливой стоимости примерно на 5%. Однако большинство hyper-growth акций потеряли более 30% за месяц.
- 2) Однако более важно то, что инвесторы сейчас фиксируются лишь на росте процентных ставок, но не учитывают рост инфляции, что приведет к повышению денежных потоков в будущем. Так что если учесть оба фактора (рост процентных ставок и рост инфляции), то разница между Value и Growth должна быть ещё меньше.
- 3) Мы видим, что вместе с value сегментом растут акции и тех компаний, где основная инвестиционная идея заключается в новом продукте или сервисе, который пока что приносит убытки. Например, акции ViacomCBS, где основная идея в развитии собственного стримингового сервиса, выросли за 2 недели на 33%, хотя акции Netflix за аналогичный период снизились на 9%. Акции IBM за 2 недели выросли на 5%, в то время как индекс акций облачных компаний провалился на 16%. Акции GM и Ford выросли на 5% и 9% соответственно, а производители электрокаров потеряли за это время около 30% капитализации.

Рисунок 2. Динамика стоимостных акций относительно акций компаний роста.





Макроэкономическая статистика

На прошедшей неделе статистика вновь была в основном позитивной. Продолжают обновлять локальные максимумы индексы деловой активности в промышленности, так показатель от ISM по США вышел на пятнадцатилетние максимумы. Прирост рабочих мест в несельскохозяйственных секторах почти в 2 раза превысил консенсус, а уровень безработицы снизился ещё на 10 б.п. Затраты на строительство и промышленные заказы также показатели хороший рост. В отличие от американской, европейская статистика была не такой радужной. В феврале в Германии увеличилась безработица, а в январе снизилось промышленное производство. При этом рост инфляции скорее является позитивом для Германии. В Италии в красную зону также ушли продажи в ритейле.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
01.03.2021	USA	Markit US Manufacturing PMI	Февраль F	58,5	58,6	58,5	--
01.03.2021	USA	Construction Spending	Январь	0,8%	1,7%	1,0%	1,1%
01.03.2021	USA	ISM Manufacturing PMI	Февраль	58,9	60,8	58,7	--
01.03.2021	Germany	CPI MoM	Февраль P	0,5%	0,7%	0,8%	--
02.03.2021	Germany	Unemployment Change	Февраль	-10K	9K	-41K	-37K
03.03.2021	USA	ADP Employment	Февраль	205K	117K	174K	195K
03.03.2021	Italy	GDP WDA QoQ	4Q F	-2,0%	-1,9%	-2,0%	--
04.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	27 Февраля	750K	745K	730K	736K
04.03.2021	USA	Factory Orders	Январь	2,1%	2,6%	1,1%	1,6%
05.03.2021	USA	Change in Nonfarm	Февраль	200K	379K	49K	--
05.03.2021	USA	Unemployment Rate	Февраль	6,3%	6,2%	6,3%	--
05.03.2021	USA	Trade Balance	Январь	-\$67,5b	-\$68,2b	-\$66,6b	-\$67,0b
05.03.2021	Germany	Factory Orders MoM	Январь	0,5%	1,4%	-1,9%	-2,2%
05.03.2021	Italy	Retail Sales MoM	Январь	-0,5%	-3,0%	2,5%	2,4%
08.03.2021	Germany	Industrial Production SA MoM	Январь	-0,4%	-2,5%	0,0%	1,9%

Несмотря на небольшой объём данных, статистика этой недели будет очень важной для рынка, так как США отчитаются по инфляции. А именно этот показатель стал причиной последних распродаж высокотехнологичных компаний. Консенсус ждёт небольшого роста потребительской инфляции и замедления роста производственной. Также на этой неделе пройдёт заседание ЕЦБ по ставке и финальное голосование по стимулам в США, сюрпризов быть не должно. Эта неделя вновь может оказаться довольно волатильной и макроэкономическая статистика примет в этом непосредственное участие.

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



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.