



## Еженедельный обзор рынков

- Индекс S&P 500 прибавил ещё 1% и впервые преодолел отметку в 4000 пунктов.** Технологический сектор на прошлой неделе обеспечил существенную часть этого роста, а индекс NASDAQ Composite прибавил 2,6%. Акции компаний из циклических отраслей завершили неделю в районе 0.
- Российский рынок смог прибавить 2%.** Однако российский индекс обязан ровно половиной этого роста отечественной валюте. Без учета движения в рубле российский рынок в целом повторил движение глобальных площадок. Ключевой вклад в рост индекса внесли представители российской металлургии во главе с Норникелем и Русалом, которые подросли на фоне планов менеджмента первого выделить Быстринский ГОК в отдельную компанию. Из корпоративных новостей стоит отметить сильную отчетность ВТБ и QIWI по итогам 2020, нейтральные результаты Okey Group, Globaltrans и Татнефти за 4К20, а также не впечатляющие данные по торгам за март от Мосбиржи.
- Нефть продолжила движение в боковике после встречи ОПЕК+.** Участники нефтяной сделки все же решили смягчить квоты и вернуть на рынок по 350 тыс бар. в сутки в мае и июне и 450 тыс бар. в сутки в июле 2021 года (всего 1,15 млн бар. в сутки). При этом Саудовская Аравия в течение ближайших двух месяцев увеличит добычу на 1 млн бар. в сутки, которые были добровольным и дополнительным вкладом страны в балансирование нефтяного рынка. Отметим и негативный звоночек для нефтяного рынка со стороны Ирана, который не просто готовится к возобновлению переговоров по ядерной сделке, но и уже серьезно увеличил нефтяной экспорт в Китай. Еженедельная статистика в США была умеренно негативной: запасы нефти в стране сократились на 0,9 млн бар., что совпало с ожиданиями аналитиков, добыча выросла на 100 тыс бар. в сутки до 11,1 млн бар. в сутки, а количество вышек увеличилось на 13 до 337 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.мар		02.апр
S&P 500	3974,5	→	4019,9
MMVB5	3489,8	→	3558,2
Brent \$	64,6	→	64,9
₽/\$	75,7	→	76,6

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

Цены глобальных евробондов стабилизировались при умеренном повышении безрисковых ставок. Возобновление роста доходностей US Treasuries в начале недели (для 10-летнего выпуска с 1,68 до 1,77%) на оптимистичных ожиданиях по вакцинации населения США ускоренными темпами привело к снижению цен евробондов. Повышение уровня ставок UST начинает все больше оказывать влияние на динамику HY-выпусков, индекс которых снижался до локальных минимумов марта. Рост деловой активности в производственном секторе и потребительской уверенности в США, а также улучшение на рынке труда позволяет говорить о более быстром восстановлении экономики. В свою очередь, этот фактор способствует продолжению повышательного тренда инфляционных ожиданий и ставок UST, среднесрочные выпуски которых подросли на 9-11 б.п. vs. +4 б.п. для 10Y.

Лучше широкого рынка выглядели выпуски заемщиков Латинской Америки (+0,3%) на фоне растущих нефтяных котировок по итогам заседания ОПЕК++, а также евробонды авиакомпаний Southwest Airlines-30 (+0,6%), Delta Air Lines-26 (+1,1%). Турецкие евробонды показали незначительное восстановление цен (+1,0%) после «мягкой» риторики нового главы ЦБ о нецелесообразности понижения процентной ставки и готовности проводить жесткую денежно-кредитную политику при растущей инфляции. Такие заявления можно было бы ожидать на фоне дальнейшего ослабления курса лиры, но, с другой стороны, риторика контрастирует с позицией президента Р.Т.Эрдогана, который публично критиковал решения о повышении ставки предыдущим главой, сторонником жесткой политики.

**Рублевые корпоративные облигации показали ценовой прирост на 0,1%, 10-15-летние выпуски ОФЗ снизились в цене в пределах 0,6%. Минфин РФ разместил классические выпуски ОФЗ на внушительные 355 млрд руб.** В заключительный день 1-го квартала Минфин выполнил почти половину от совокупного объема размещения ОФЗ в янв-мар'21 на 774 млрд руб при плане в 1 трлн руб. Отметим, что предлагаемая премия в день проведения аукциона к закрытию вторника почти отсутствовала. Однако она составила ~10 б.п. после анонсирования размещаемых 7 и 14-летних выпусков ОФЗ перед аукционным днем, что в целом отражает повышенную волатильность на рынке облигаций. Как и в случае с рекордными размещениями ОФЗ-флоутеров осенью 2020г, основными покупателями выступили гос.банки, при этом на 5 крупнейших заявок пришлось ~50-80% от объема размещения. Минфин также предоставил план по привлечению ОФЗ на 2-й квартал, который составит 1 трлн руб, как и в янв-мар'21. Нормализация предоставляемой премии Минфином на аукционах и абсорбирование предложения локальными инвесторами, в частности, с учетом успешного аукциона на прошлой неделе, позволило стабилизировать ситуацию и избежать излишнего давления на доходности ОФЗ. Тем не менее в большей степени их изменение определяется динамикой ставок UST, скоростью перехода к нейтральной политике ЦБ РФ на фоне продолжающегося роста инфляции, а также санкционными/геополитическими рисками в отношении РФ.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2021г
<b>Еврооблигации (USD)</b>					
US Treasuries	1,0%	-0,2%	-1,3%	-4,7%	-4,2%
EM IG	2,6%	-0,2%	-1,0%	9,4%	-3,6%
EM HY	6,5%	0,1%	-1,6%	24,6%	-2,9%
Россия	2,9%	0,1%	-1,9%	8,7%	-3,5%
Азия	3,2%	-0,2%	-0,8%	8,7%	-1,7%
Бразилия	4,0%	0,3%	-1,2%	19,7%	-4,2%
Мексика	4,4%	0,3%	-1,1%	25,6%	-4,6%
Турция	6,3%	1,0%	-5,2%	17,9%	-5,3%
<b>Рублевые облигации</b>					
ОФЗ	6,6%	0,1%	-0,9%	6,4%	-2,8%
Муниципальные	6,6%	0,2%	-0,1%	7,8%	-0,6%
Корпоративные	6,9%	0,1%	-0,5%	9,4%	-1,1%

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

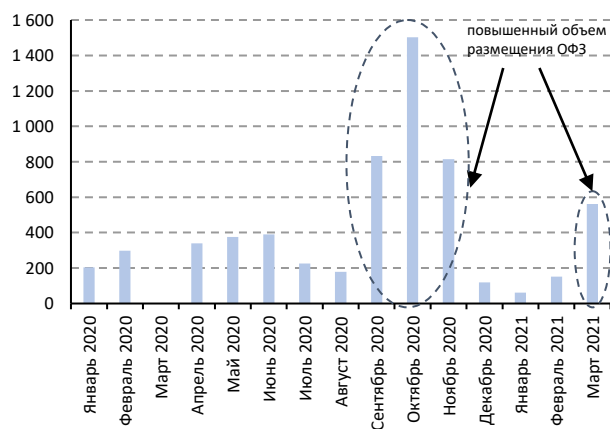
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### Объемы размещения ОФЗ на аукционах МинФина, млрд руб



Источник: Минфин РФ, 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

Достижение индексом S&P 500 очередного milestone в 4000 пунктов – хороший повод поговорить об обоснованности текущих уровней. Тем более, что всего год назад S&P 500 был очень близок к 2000. Мы считаем текущие уровни обоснованными с фундаментальной точки зрения. Более того, мы считаем, что следующая круглая отметка в 5000 пунктов вполне может быть достигнута до конца 2022 года.

Сейчас индекс S&P 500 оценен по 23х EPS этого года, что существенно выше исторических средних значений. Однако это следствие не высоких цен, а низкого EPS. Если взять ожидаемые доходы на 2022 или 2023 годы, то мультипликаторы уже не кажутся такими высокими (см. график ниже).

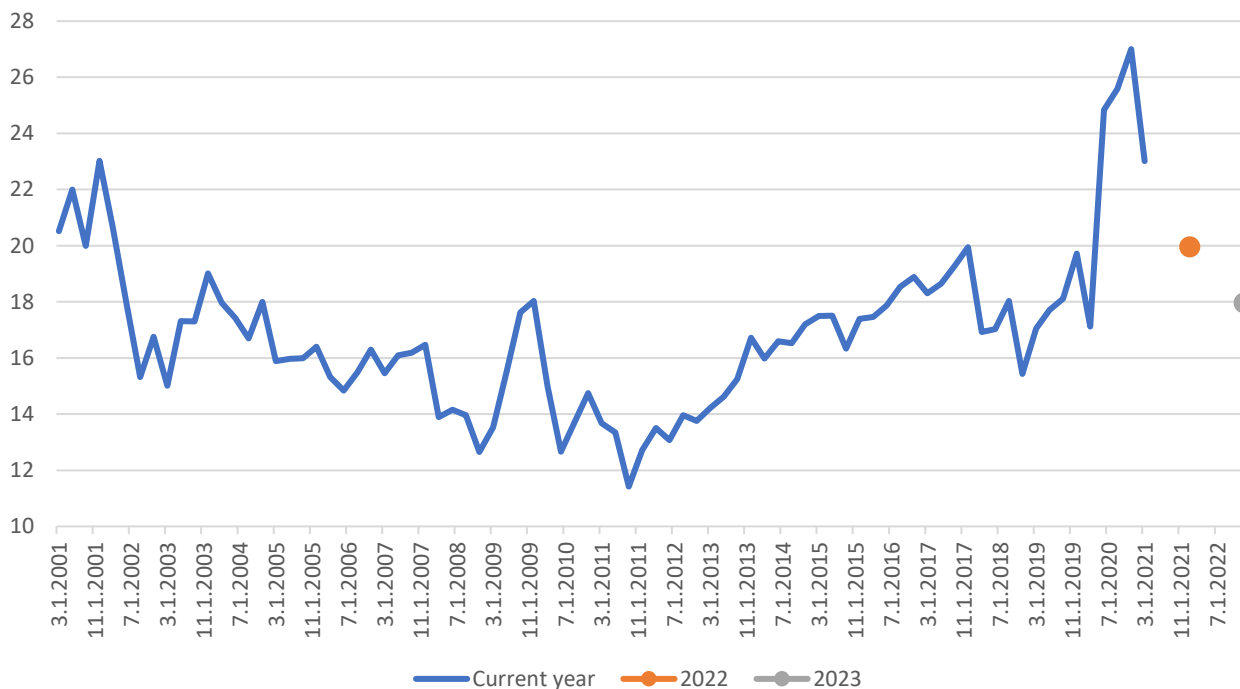
Доходности по 10-летним корпоративным облигациям выросли до 2,8%, а earnings yield на рынке акций снизился до 4,5%. Несмотря на это спред в 1,7% между ними все ещё достаточно комфортный и мы считаем, что он и дальше будет постепенно снижаться.

Американским корпорациям потребовался всего 1 год, чтобы восстановить чистую прибыль до пред-кризисных уровней. Во время финансового кризиса 2008-2009 годов, несмотря на менее ощутимое падение ВВП, чистая прибыль восстанавливалась 3 года. Одна из причин такого быстрого восстановления – более высокая устойчивость компаний к кризисам. Мы считаем, что это хороший повод переосмыслить риски рынка акций.

Несмотря на повышение прогнозов по EPS на этот год, мы все равно считаем их консервативными. Скорее всего, во время ближайшего сезона отчетностей прогнозы по финансовым показателям на этот и следующий год будут ещё раз пересмотрены вверх.

Отдельно отметим, что сейчас в США есть примерно 50 компаний с капитализацией от \$20 до \$100 млрд, чьи акции не входят в S&P 500 (как правило из-за их текущей операционной убыточности). Мы считаем, что в ближайшие 2-3 года большая часть из них войдет в S&P 500. В сумме это увеличит вес технологических секторов ещё примерно на 6%.

Рисунок 2. Коэффициент P/E для индекса S&P 500.





## Макроэкономическая статистика

**Статистика на прошедшей неделе** вновь была неоднозначной. В США сильно разошлись данные по приросту рабочих мест от агентства ADP и государственного бюро. По официальным данным прирост рабочих мест в несельскохозяйственных секторах составил 916 тыс. мест, что примерно на 250 тыс. лучше ожиданий рынка, мы ориентируемся именно на этот показатель. Оценки индекса деловой активности в промышленности от агентств ISM и Markit также сильно отличаются в абсолютных величинах, но совпадают по направлению движения, оба показателя выросли к предыдущему месяцу. Напомним, что в опросе ISM больший вес занимает крупный глобальный бизнес, а Markit лучше отражает настроения среднего и малого бизнеса в США. Сезон уточнений роста ВВП за 4 квартал закрыла Великобритания, финальная оценка лучше ожиданий, но общее падение за год всё равно довольно сильное. В таблице мы привели данные по падению ВВП в 2020 году ряда стран и их худшие значения за время наблюдений реального ВВП. В США, Великобритании и Франции этот год стал худшим в послевоенной истории. В Германии и России выборка не такая большая, но для этих стран 2009 год был более серьёзным испытанием. В кризисы 1996 и 1998 годов ВВП России снижался сильнее, чем сейчас. Китай единственный из подборки, кто показал рост в прошедшем году, что по большей части связано с самой эффективной борьбой с распространением вируса. Худший результат у Китая был в далёком 1961 году, когда провал ускоренной индустриализации привёл к большому голоду. По индексу деловой активности в промышленности отчитался и Китай. Независимое агентство Caixin отметило ухудшение показателя, а государственная статистика говорит об обратном. Сейчас мы наблюдаем редкую для последних лет картину, когда государственная статистика более оптимистична. Изначально статистика Caixin появилась в противовес государственной, так как к последней было мало доверия в мировом сообществе. И в первые годы Caixin действительно выдавал данные чуть хуже официальных, но затем ситуация изменилась. Возможно, власти КНР сейчас больше заинтересованы в занижении своих показателей для сохранения курса на "soft landing".

**На этой неделе** данных будет не так много. Европейские страны отчитаются по промышленному производству за февраль. США и Китай предоставят данные по инфляции за март. Волатильность должна немного снизиться перед началом сезона отчётностей.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
30 мар	Germany	CPI MoM	Март P	0,5%	0,5%	0,7%	--
31 мар	USA	ADP Employment	Март	550K	517K	117K	176K
31 мар	China	Manufacturing PMI	Март	51,2	51,9	50,6	--
31 мар	UK	GDP QoQ	4Q F	1,0%	1,3%	1,0%	--
31 мар	Germany	Unemployment Change	Март	-3K	-8K	9K	--
31 мар	France	CPI MoM	Март P	0,7%	0,6%	0,0%	--
1 апр	China	Caixin China PMI	Март	51,4	50,6	50,9	--
1 апр	USA	Initial Jobless Claims	27 Марта	675K	719K	684K	658K
1 апр	USA	Markit US Manufacturing PMI	Март F	59,1	59,1	59,0	--
1 апр	USA	Construction Spending	Февраль	-1,0%	-0,8%	1,7%	--
1 апр	USA	ISM Manufacturing PMI	Март	61,5	64,7	60,8	--
2 апр	USA	Change in Nonfarm	Март	660K	916K	379K	468K
2 апр	USA	Unemployment Rate	Март	6,0%	6,0%	6,2%	--

Страна	ВВП 2020	Худший ВВП (без 2020)	Год худшего ВВП	Начало ведения статистики
Russia	-3,1%	-7,8%	2009	1996
USA	-3,5%	-2,5%	2009	1947
UK	-9,9%	-4,1%	2009	1954
France	-8,3%	-2,9%	2009	1950
Germany	-4,9%	-5,6%	2009	1992
China	2,3%	-27,3%	1961	1953



Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр
5 апр	USA	Factory Orders	Февраль	-0,5%	--	2,6%	--
7 апр	USA	Trade Balance	Февраль	-\$70,4b	--	-\$68,2b	--
8 апр	USA	Initial Jobless Claims	03 Апреля	690K	--	719K	--
9 апр	USA	PPI Final Demand	Март	0,5%	--	0,5%	--
9 апр	Italy	Retail Sales MoM	Февраль	2,0%	--	-3,0%	--
9 апр	France	Industrial Production MoM	Февраль	0,5%	--	3,3%	--
9 апр	Germany	Industrial Production MoM	Февраль	1,5%	--	-2,5%	--
9 апр	China	CPI YoY	Март	0,3%	--	-0,2%	--
9 апр	China	PPI YoY	Март	3,6%	--	1,7%	--



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.