



Еженедельный обзор рынков

- **Индекс S&P 500 потерял 15% за неделю.** За неделю в США число заболевших выросло почти в 10 раз, закрываются кинотеатры и рестораны, а на этой неделе число обращений за пособиями по безработице должно побить исторический рекорд. Одновременно с этим в Европе появился шанс на стабилизацию.
- **Российский рынок показал символический рост.** После мощных распродаж российский индекс все же смог подрасти почти на 1%, даже несмотря на падение рублевой стоимости нефти на 13%. Мы также частично связываем рост рынка с решением ЦБ РФ не менять ключевую ставку, что инвесторы восприняли позитивно. Лучшую динамику, как это не удивительно при текущем валютном курсе, показали российские ритейлеры, которые смогли извлечь выгоду на фоне растущей паники из-за распространения коронавируса, а также производители удобрений в лице ФосАгро и Акрона. Также отметим выборочный отскок сильно просевших российских нефтяных бумаг и новую программу выкупа акций МТС на сумму до 15 млрд рублей, что смогло поддержать котировки последней.
- **Нефть продолжает искать локальное дно, все еще отыгрывая ситуацию с вирусом и разладом в ОПЕК+.** Нефть потеряла 20% за неделю, но при этом демонстрировала очень высокую волатильность из-за смешанных новостей. В США недовольны текущей обстановкой на нефтяном рынке и изучают возможности влияния на цены для спасения собственной нефтяной отрасли. Никаких четких мер пока не было объявлено, однако в сенате был озвучен ряд предложений, включая ограничения покупки российской и ближневосточной нефти американскими потребителями. Также стоит отметить инициативу со стороны властей штата Техас по более плотной работе с ОПЕК и даже по потенциальному совместному сокращению добычи. Впрочем, финальное слово остается за Дональдом Трампом, который пообещал вмешаться в ценовую войну на нефтяном рынке, когда придет подходящее время. Минэнерго США выпустило отчет по бурению, согласно которому ожидается рост сланцевой добычи страны на 18 тыс. бар. в сутки в апреле. Еженедельная статистика в США носила нейтральный характер: запасы нефти в стране выросли на 2 млн бар. (ожидали роста на 4,4 млн бар.), добыча выросла на 100 тыс. бар. в сутки до 13,1 млн бар. в сутки, а количество вышек снизилось на 19 до 664 единиц.

Емельянов Никита

nemelyanov@sistema-capital.com
Руководитель направления акции
глобальных рынков

Ушаков Андрей

aushakov@sistema-capital.com
Старший аналитик

Асатуров Константин

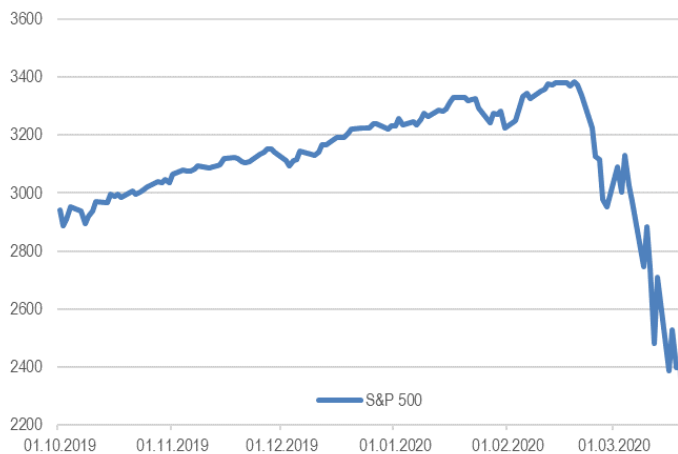
kasaturov@sistema-capital.com
Управляющий директор

Костин Антон

akostin@sistema-capital.com
Руководитель направления активы с
фиксированным доходом

	13.мар		20.мар
S&P 500	2711,0	→	2304,9
MMББ	2316,4	→	2331,6
Brent \$	33,9	→	27,0
₽/\$	72,6	→	79,9

Рисунок 1. Индекс S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

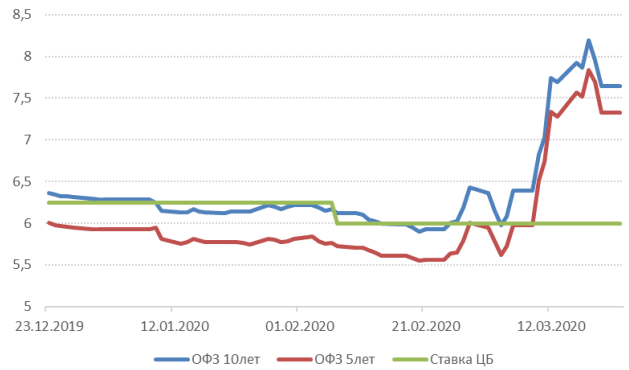
Заседание ЦБ, прошедшее в пятницу, прошло в соответствии с ожиданиями большинства участников рынка – ставка была оставлена без изменений, определяющим фактором ее дальнейшей динамики будут данные по инфляции. Не считая неожиданной детали гардероба главы ЦБ, других заслуживающих внимания комментариев мы не услышали.

На наш взгляд, решение ЦБ полностью соответствует текущей ситуации. Попытка защитить рубль и одновременно обрушить рынок облигаций не привела бы к стабилизации курса, так как основным фактором в валютных парах на текущий момент является цена на нефть. При этом мы не исключаем постепенного повышения ставки в течение года по мере выхода данных по инфляции в случае существенного роста этого показателя.

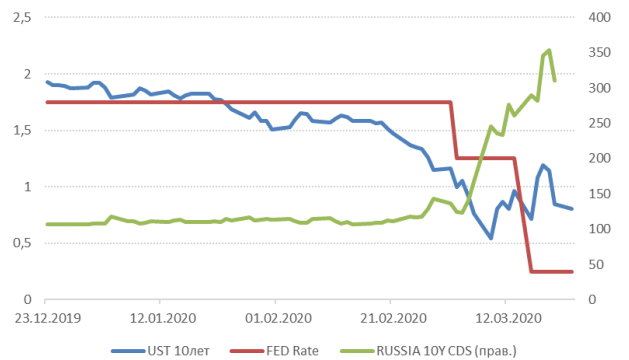
Восстановление после существенного снижения цен на нефть на фоне решения ЦБ привело к отскоку на рынке ОФЗ. Так цена наиболее длинной 26230 (погашение 16.03.2039) выросла с минимумов на ~8%, доходность к погашению снизилась с 8,6% до 7,9%. Стоит отметить, что санкционные уровни 2018 года, когда доходность 230 касалась 9% годовых, достигнуты не были.

В российских евробондах всю неделю наблюдались мощная распродажа, скорее всего вызванная закрытием лимитов у отдельных участников на Россию. При этом кривая доходности отдельных эмитентов инвертировалась, доходность коротких выпусков 2021-22 года погашения была выше более длинных выпусков. В отдельных эмитентах с высоким кредитным качеством данная ситуация позволяла зафиксировать достаточно высокую доходность.

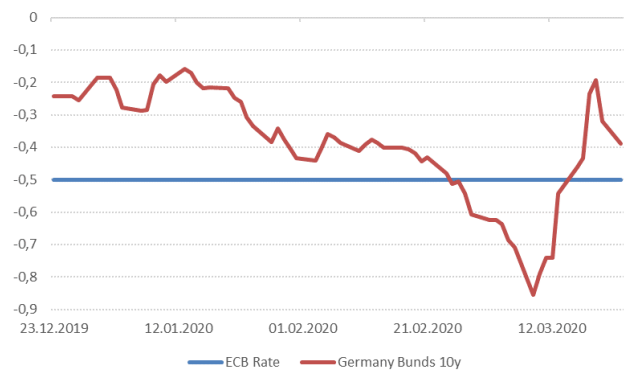
Доходность 10летних и 5летних ОФЗ относительно ставки ЦБ РФ



Доходность 10летних US Treasuries относительно ставки ФРС и 10летние CDS на Россию



Доходность 10летних немецких гос. облигаций относительно ставки ЕЦБ



	Ставка	Заседание	Прогноз рынка
ФРС	0,25%	29 апреля	0,25%
ЕЦБ	-0,50%	30 апреля	-0,50%
ЦБ РФ	6,00%	24 апреля	6,00%



Комментарий по глобальному рынку акций

Текущее состояние экономик развитых стран можно назвать искусственной комой. Уже нет сомнений, что мир вступает в глобальную рецессию. Вопрос в том: насколько быстрым будет выход из нее. В обычной ситуации мы бы здесь писали о текущем консенсус-прогнозе, но сейчас это бессмысленно. Во-первых, все очень быстро меняется. Во-вторых, инвесторов больше интересует не глубина падения, а скорость восстановления. В-третьих, на рынке сейчас очень мало долгосрочных инвесторов, которые готовы пользоваться текущим падением акций. Если все-таки попытаться нащупать консенсус, то он выглядит примерно следующим образом:

- 1) Акции стоят дешево, даже с учетом ожидаемого сильного падения доходов в этом году.
- 2) Дно ещё не пройдено, т.к. эпидемия в США по сути только началась.

Понимание того, что инвесторы смотрят исключительно на ежедневный прирост числа заболевших, конечно, сильно увеличивает неопределенность в краткосрочной перспективе, но также дает нам возможность прогнозировать развитие событий в чуть более долгосрочной перспективе. Рискнём сделать предположение, что рынок акций достигнет дна за несколько дней до стабилизации в США. Почему мы так думаем? Во-первых, рынки живут ожиданиями, а когда все ждут, что дно совпадет с пиком эпидемии, то разумно ожидать попытки «выкупить рынок» заранее, что является стандартным поведением инвесторов во время коррекций. Во-вторых, к моменту, когда США будут подходить к пику, у нас уже, вероятно, будет позитивный опыт не только из Азии, но и из Европы. В-третьих, экономические прогнозы сейчас строятся исходя из предполагаемой продолжительности карантина в каждой стране. Пока ситуация ухудшается, мы видим крайне неприятную картину постоянного пересмотра прогнозов и, как следствие, падение рынка акций. Однако, что давит на акции сейчас, будет оказывать им поддержку в будущем. Вполне возможно, что уже во втором квартале мы увидим противоположную картину: рост рынка акций на новостях о возобновлении экономической активности в Европе.

Текущее падение акций уже побило исторический рекорд по скорости. В том же 2008 году S&P 500 потребовался год, чтобы упасть на 30%. Сейчас же мы справились за месяц. С одной стороны, это пугает. С другой стороны, мы вполне можем увидеть такое же резкое восстановление. Сейчас многие сравнивают этот кризис с 2008 и 2000 годами и делают выводы, что до восстановления ещё как минимум год. Однако нам кажется, что более уместна аналогия с 1987 годом. Тогда экономика тоже испытала сильный, но разовый шок, а S&P 500 упал на 33% с максимумов всего за 2 месяца. Однако выход на новые максимумы занял менее двух лет (сравните с 5 годами после дна 2002 года и 4 годами после дна 2009 года). Ну и не будем забывать про главное отличие текущего падения от 2008, 2000 и даже 1987 годов – акции сейчас стоят существенно дешевле облигаций, тогда как в 1987 и 2000 они стоили дороже, а в 2008 были оценены примерно одинаково.

ИНДИКАТОР РЫНКА АКЦИЙ



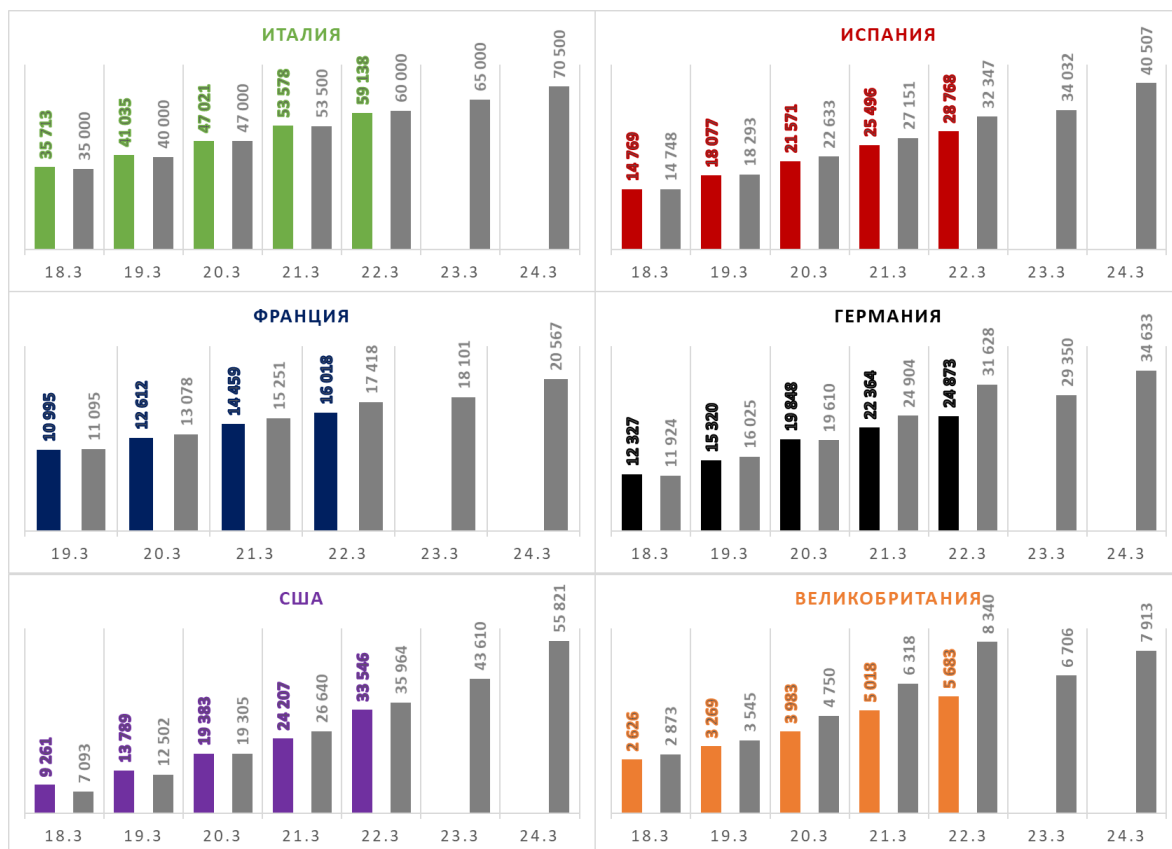


Коронавирус с точки зрения инвестора

Вышедшие на выходных данные оказались относительно неплохими

- Италия дает надежду на стабилизацию. Во-первых, прошло 10 дней с момента карантина и мы должны начать видеть позитивный эффект в статистике. Во-вторых, 4 дня прирост держится в диапазоне 5,3 – 6,5 тысяч, а в относительном выражении он впервые снизился до 10%. Мы немного корректируем прогноз и закладываем стабилизацию и постепенное снижение ежедневного прироста числа заболевших.
- Остальные основные европейские страны также показывают признаки улучшения и везде относительный прирост замедлился до 10-13%. Учитывая массовую борьбу с вирусом и карантин в Франции и Испании мы закладываем там стабилизацию по итальянскому сценарию. В Германии и Великобритании пока об этом говорить рано, так что здесь темпы роста могут увеличиться.
- В США пока что без улучшений и число заболевших удваивается каждые 2-3 дня. Такое мы видели в Европе в первой половине марта. Учитывая европейскую траекторию и тот факт, что в США начали бороться с вирусом позже, можно рассчитывать, что темпы роста замедлятся с ~35% до ~25% в ближайшие дни. Если Италия, Испания и Франция стабилизируются на этой неделе, то можно рассчитывать, что в США это произойдет где-то в середине апреля, что совпадает с ожиданиями инвестиционных стратегов.

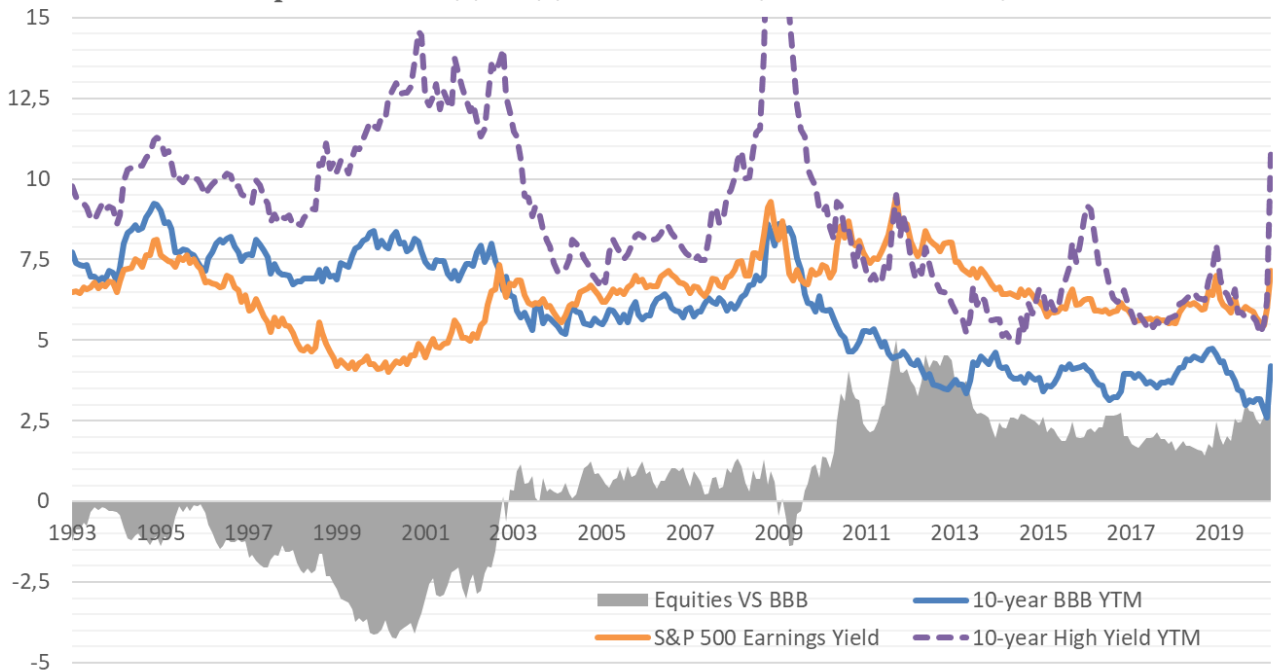
Если наше предположение, что Европа стабилизируется на этой неделе подтвердится, то это даст хороший повод инвесторам прогнозировать стабилизацию и в США.



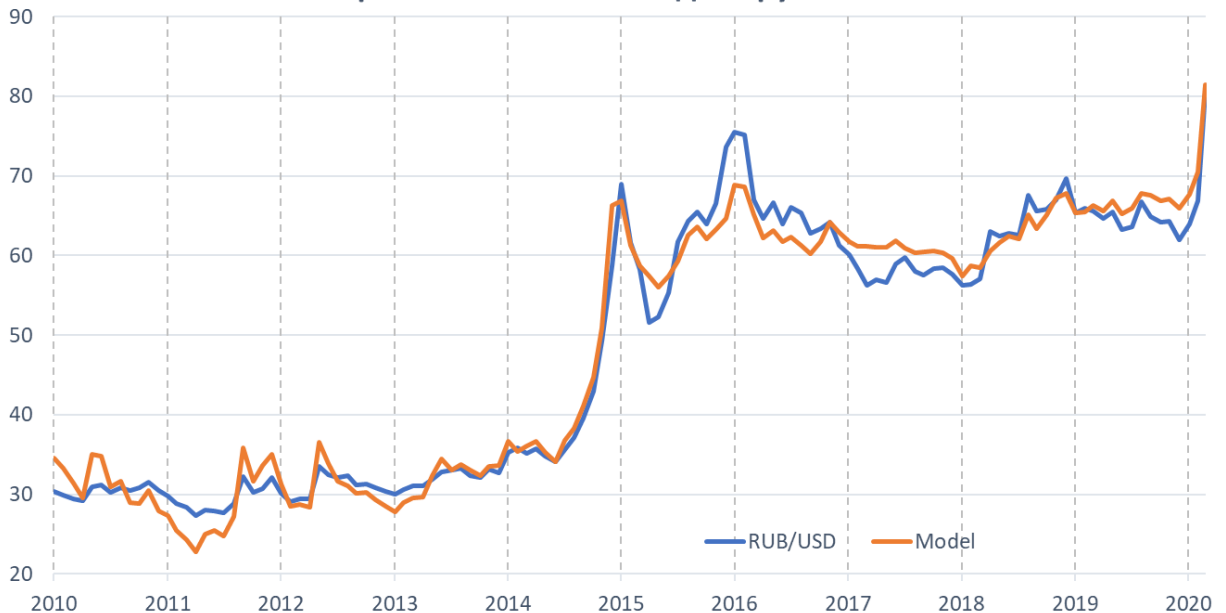


Глобальные акции, облигации и рубль

Сравнение доходностей акций и облигаций



Макроэкономическая модель рубля





Макроэкономическая статистика

Макроэкономическая статистика была в целом нейтральной, так как данные в основном выходили за февраль. Стоит отметить снижение розничных продаж в США, хотя влияния вируса в прошлом месяце ещё не было. Стабильно хорошие цифры выходят по рынкам недвижимости, продажи на вторичном рынке недвижимости и данные по строительству новых домов существенно лучше ожиданий. Наиболее актуальными данными являются первичные обращения за пособиями по безработице, здесь отмечен существенный рост и это ещё не предел.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
17.03.2020	USA	Retail Sales Advance	Февраль	0,2%	-0,5%	0,3%	0,6%
17.03.2020	USA	Industrial Production	Февраль	0,4%	0,6%	-0,3%	-0,5%
17.03.2020	UK	ILO Unemployment	Январь	3,8%	3,9%	3,8%	--
18.03.2020	USA	Housing Starts	Февраль	1500K	1599K	1567K	1624K
18.03.2020	EU	CPI MoM	Февраль F	0,2%	0,2%	0,2%	--
19.03.2020	USA	Initial Jobless Claims	14 Марта	220K	281K	211K	--
19.03.2020	USA	Leading Index	Февраль	0,1%	0,1%	0,8%	0,7%
20.03.2020	USA	Existing Home Sales	Февраль	5,51m	5,77m	5,46m	5,42m

На этой неделе основными поставщиками статистических данных будут вновь США и Великобритания. В США продолжится публикация данных по рынкам недвижимости, выйдет финальное уточнение ВВП за 4 квартал, а также данные по личным доходам и расходам. Стоит обратить отдельное внимание на показатели, строящиеся на базе опросов. Так по индексу деловой активности в промышленности консенсус ждёт существенного падения, а опрос потребителей от университета Мичигана, наоборот, ждёт улучшения. В Великобритании состоится заседание ЦБ, рынок не ждёт изменений по базовой ставке, так как изменения произошли ранее. Но главный шок ожидается в ситуации с пособиями по безработице, сейчас консенсус прогнозирует 1,5 млн, что сопоставимо со всеми получающими сейчас это пособие.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
24.03.2020	USA	Markit US Manufacturing PMI	Март P	44,0	--	50,7	--
24.03.2020	USA	New Home Sales	Февраль	750K	--	764K	--
25.03.2020	USA	Durable Goods Ord.	Февраль P	-1,0%	--	-0,2%	--
25.03.2020	UK	CPI MoM	Февраль	0,3%	--	-0,3%	--
26.03.2020	USA	Wholesale Inventories	Февраль P	-0,4%	--	-0,4%	--
26.03.2020	USA	GDP Annualized QoQ	4Q T	2,1%	--	2,1%	--
26.03.2020	USA	Initial Jobless Claims	21 Марта	1500K	--	281K	--
26.03.2020	UK	Retail Sales Inc Auto Fuel MoM	Февраль	0,2%	--	0,9%	--
26.03.2020	UK	Bank of England Bank Rate	26 Марта	0,10%	--	0,10%	--
27.03.2020	USA	Personal Income	Февраль	0,4%	--	0,6%	--
27.03.2020	USA	Personal Spending	Февраль	0,2%	--	0,2%	--
27.03.2020	USA	U. of Mich. Sentiment	Март F	99,0	--	95,9	--



Дополнения и пояснения

Слайд 3

Индикатор рынка акций: от долгосрочного (сверху), до краткосрочного (внизу). 3 – высокая вероятность роста рынков, -3 – высокий риск падения рынков.

Фундаментальная оценка – насколько акции стоят дорого/дешево относительно исторических средних значений

Акции vs Облигации – насколько акции интересны в сравнении с корпоративными облигациями

Потенциал роста – средний потенциал роста до консенсус-прогноза по ключевым индексам

Рискованные vs защитные акции – показывает премию в оценке условно защитных акций относительно рискованных. Высокая премия говорит о том, что акции в целом интересны, но инвесторы пока выбирают спокойные сектора.

Макроэкономическая статистика – здесь мы учитываем только опережающие индикаторы, такие как индексы PMI.

Пересмотр прогнозов – повышение/понижение прогнозов по EPS на этот и следующий год в несырьевых секторах.

Рыночный сентимент – настроения индивидуальных инвесторов. Высокое значение (2 или 3) говорит о панике на рынке, низкое (-2 или -3) – об эйфории.

Коронавирус – изменение числа заболевших за день относительно прогнозов.

Слайд 4

На 4 слайде мы публикуем статистику по заражениям по состоянию на утро текущего дня по наиболее важным странам и прогноз развития эпидемии.

Вводные для прогноза

- Прогноз по Италии строится исходя из стабилизации прироста числа больных, но без улучшений. Мы считаем, что если итоговые цифры будут выходить лучше нашего прогноза, то это будет воспринято позитивно инвесторами. Если хуже – негативно.
- Прогноз по Франции строится на основе данных из Италии с лагом, а по Испании – на основе данных из Франции и Италии с лагом.
- Прогноз по Германии, США и Великобритании строится исходя из сохранения экспоненциального роста, но с постепенным выпрямлением кривой.

Что нам это дает? Мы проверяем 2 гипотезы:

- 1) В Италии вот-вот наступит стабилизация. Мы считаем, что это возможно, учитывая, что страна ушла на карантин 9 марта, а средний инкубационный период составляет 7 дней (+2-3 дня на поход к врачу и сдачу теста).
- 2) Во Франции и Испании эпидемия развивается по итальянскому сценарию с небольшими отклонениями, а в Германии, США и Великобритании развитие эпидемии придет к итальянскому сценарию позже, а пока что мы наблюдаем экспоненциальный рост, но относительно равномерный и без резких скачков.

Если гипотезы подтвердятся, то можно рассчитывать на замедление распространение эпидемии и на стабилизацию рынков.

На графиках прогноз выделен серым, фактические данные – цветным. Прогноз – УК Система Капитал, фактические данные – worldometers.info.

Прогнозы мы будем постепенно корректировать по мере выхода новых данных. У нас нет цели точно спрогнозировать развитие эпидемии, наша цель – понять текущие ожидания, от которых можно уже отталкиваться при принятии инвестиционных решений.

Слайд 5

Параметры для «макроэкономической модели» на 5 слайде: индекс доллара DXY, цены на Brent и форма нефтяной кривой, процентные ставки в России и США, CDS на Россию, индекс валют развивающихся стран, текущая волатильность рубля.



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 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 и содержит исключительно личное мнение работников. 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 – Мобильный. Акции. Валютный" (в настоящем материале – ПИФ «Мобильный. Акции. Валютный»). Регистрационный номер — 3417, дата регистрации — 09 Ноября 2017 года, регистрирующий орган — Банк России.