



## Еженедельный обзор рынков

- **На прошлой неделе рынок акций скорректировался на 1,7%.** На этот раз статистика была позитивной, поэтому виновниками коррекции выбрали опасения касательно роста инфляции и соответствующий рост доходностей по американскому гос. долгу.
- **Российский рынок потерял 3%, присоединившись к общемировой коррекции.** Российскому индексу не смогла помочь даже нефть, показавшая рост на 6% в рублевом выражении. Худшей бумагой прошлой недели среди голубых фишек стал Норникель, который на этот раз столкнулся с грунтовыми водами на рудниках Быстринский и Таймырский, составляющие 50% его производства. Также сильно скорректировались акции роста во главе с Ozon и TCS Group. С другой стороны, неплохо отчитались российские металлурги, а именно НЛМК, Evraz и Полюс, на чем смогли удержаться в зеленой зоне. Из других новостей отметим рост акций Мосбиржи на фоне достижения рекордного роста розничных счетов, а также интервью нового гендиректора Аэрофлота, из которого мы, в частности, позитивно выделим планы развития лоукостера «Победа».
- **Нефть прибавила 2,4%, несмотря на обвал глобальных площадок.** Позитив от проблем на сланцевых формациях в США перевесил коррекционные настроения на рынке и ожидания роста добычи со стороны ОПЕК+. Касательно последнего отметим намерение Саудовской Аравии вернуть на рынок в апреле 1 млн бар. в сутки, на который саудиты добровольно сократили добычу сверх собственной квоты в январе, а также встречу ОПЕК+ уже на этой неделе, на которой ждут принятия решения по смягчению лимитов производства ещё на 500 тыс бар. в сутки. Еженедельная статистика в США была разнонаправлена: запасы нефти в стране выросли на 1,3 млн бар. (ожидали снижение на 6,7 млн бар.), добыча сократилась на 1,1 до 9,7 млн бар. в сутки из-за аномальных заморозков в Техасе, а количество вышек увеличилось на 4 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

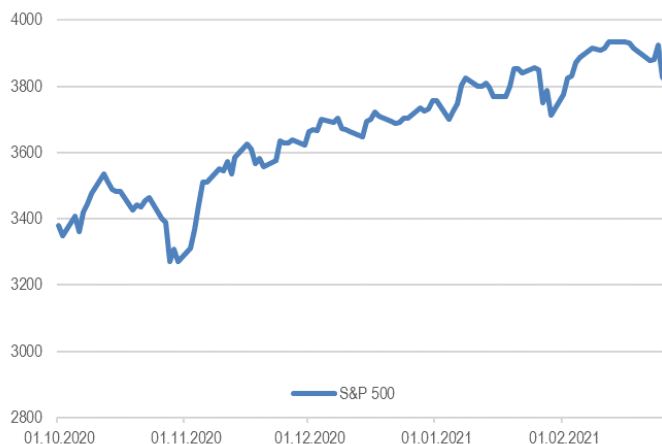
akostin@sistema-capital.com  
Директор департамента управления активами с фиксированным доходом

### Митрофанов Павел

pmitrofanov@sistema-capital.com  
Портфельный управляющий

	19.фев		26.фев
S&P 500	3906,7	→	3811,2
MMB5	3457,7	→	3346,6
Brent \$	62,9	→	64,4
₽/\$	74,1	→	74,6

Рисунок 1. Индекс S&P 500





## Инструменты с фиксированной доходностью

**Снижение цен на глобальном рынке евробондов усилилось на фоне роста ставок US Treasuries, несмотря на мягкую риторику главы ФРС США.** Ценовая динамика евробондов по-прежнему определяется изменением безрисковых ставок, рост которых способствует дальнейшему сужению спредов и соответствующему снижению спроса со стороны инвесторов. Повышение ставок US Treasuries продолжилось и на прошлой неделе, а 10-летний выпуск превысил отметку 1,5%, хотя риторика ФРС остается смягченной. В частности, Дж.Пауэлл заявил лишь о временном повышении инфляции из-за эффекта низкой базы прошлого года и повышением расходов на фоне увеличения бюджетных стимулов, поэтому пока нет оснований для сокращения программы выкупа активов. Тем не менее рынок настороженно воспринял толерантную позицию главы Фидрезерва в отношении повышения ставок с начала года из-за возможного более быстрого восстановления экономики, которое инвесторы закладывают в цены казначейских облигаций США уже сейчас. Дополнительное давление оказали и слабые результаты аукциона МинФина США по размещению 7-летних US Notes на весомые \$62 млрд: премия в 4 б.п. оказалась рекордно высокой для выпуска, а участие иностранных инвесторов было заметно ниже, чем на предыдущих аукционах. Кроме того, изначально рынок ожидал, что более высокие уровни доходностей UST смогут повысить объем спроса, который в итоге по отношению к предложению оказался наименьшим за полтора месяца. В результате ставки на среднем участке кривой доходностей UST выросли на ~20 б.п. за 2 дня.

Вслед за падением цен казначейских облигаций США евробонды Emerging Markets оказались под давлением и на прошлой неделе. Хуже рынка выглядели географии, которые показывали опережающий ценовой рост до начала повышения ставок UST: индексы евробондов Мексики, Бразилии и Турции потеряли в цене 1,4-1,9%. Снижение цен долгосрочных выпусков IG-сегмента было более существенным – от 2,5%. Лучше рынка (снижение цен на 0,2-0,4%) выглядели евробонды с «запасом прочности» по кредитной премии, хотя и сокращающейся: Delta Air Lines-26, MTN-26, CSN-28.

**Цены ОФЗ продолжили падение вслед за ростом ставок UST и облигаций развивающихся стран по итогам короткой недели.** Несмотря на привлекательные уровни доходностей 5-15-летних выпусков ОФЗ, негативный риск-сентимент на глобальных рынках оказывает влияние и на локальный рынок долга. В наибольшей степени был затронут участок кривой ОФЗ от 3 до 5 лет, доходности на котором выросли на 20-25 б.п. по сравнению с 6-10 б.п. на коротком (до 2-х лет) и длинном (свыше 10 лет) участках. Отметим, что снижение цен сопровождается сокращением позиций нерезидентов в ОФЗ, которое продолжилось на прошедшей неделе, а за февраль составило 74 млрд руб, что в 1,5 раза больше, чем в сентябре 2020г перед выборами президента США. Из-за роста доходностей гос.бумаг спред корпоративных облигаций с дюрацией ~3,5 года сузился до минимального уровня в 33 б.п. с августа 2020г. В свою очередь, это предполагает нормализацию спреда, однако при стабилизации ставок UST мы ожидаем, что отчасти она произойдет за счет снижения доходностей ОФЗ.

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

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

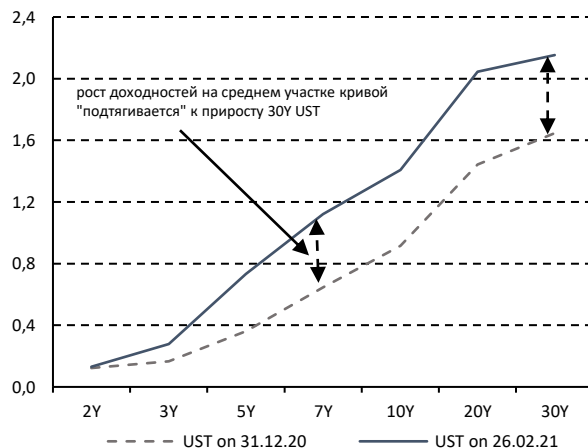
EM - Emerging Markets (развивающиеся рынки)

IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, УК Система Капитал

### Смещение кривой ставок US Treasuries с начала 2021г



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

На прошлой неделе рост ожидаемой инфляции и доходностей казначейских облигаций США все же отправил глобальные рынки акций в очередную коррекцию. Именно поэтому в этот раз мы хотим большее внимание обратить на движение сырья, которое традиционно считается инструментом защиты от инфляции и в целом «тихой гаванью». Однако на этот раз, по нашему мнению, «защита» не сработает. Мы обсудим наиболее популярные инструменты альтернативных инвестиций – нефть и золото, что в том числе особенно актуально в свете последних разговоров о сырьевом «суперцикле»:

- **Золото:** на этот раз золото не смогло стать спасительной гаванью от прошедшей коррекции, а потеряло даже больше широкого рынка, скорректировавшись на 3%. Да и с начала года движение золота больше напоминало капитуляцию. Причин несколько. Во-первых, для золота важно не столько движение номинальной ставки или инфляции, а сколько их разницы, т.е. реальной ставки. А вот последняя меняется не в пользу драгоценного металла: так, хотя доходность 10-летних облигаций США с защитой от инфляции (inflation-indexed, отличный индикатор движения реальной ставки) все ещё в отрицательной зоне, но она уже сократилась почти вдвое с начала года. А это значит, что стимулов держать деньги не в долларах, а в таком активе как золото все меньше и меньше. На наш взгляд, эта тенденция продолжится в течение всего 2021 года. Вторая причина - это падение панических настроений на рынке, в том числе благодаря активной вакцинации по всему миру (девиз «хуже, чем в 2020, быть уже не может» отлично подходит под этот фактор). Третья - это ожидание потепления в мировой геополитике в связи с победой Байдена с оценочно более дружественной внешней политикой и с прошедшим Brexit, что должно снизить градус напряженности в мире. В итоге мы прогнозируем среднюю цену на золото в 2021 на уровне 1650 долл за унцию, но ближе к концу года котировка может быть существенно ниже.
- **Нефть:** нефтяные котировки совсем недавно дошли до 66 долл за бар., почти не обращая внимание на движение рынка акций, а некоторые крупные дома успели выпустить отчеты, где не исключают достижения чёрным золотом отметки и в 100 долл за бар. Однако есть ли у нефти шансы на такой рост? С одной стороны, спрос, действительно, восстановился, однако и запасы также на рекордных уровнях: так, в Китае текущих резервов хватает уже на 100 дней импорта, а большинство хранилищ заполнено под завязку. С точки зрения предложения все выглядит тоже не очень радужно: Саудовская Аравия планирует вернуть на рынок в апреле 1 млн бар. в сутки, на который саудиты решили добровольно сократить добычу в начале года сверх собственной квоты, а уже на этой неделе вновь соберётся ОПЕК+, от которого ждут смягчения лимитов производства ещё на 500 тыс бар. в сутки. Также стоит вспомнить и про сланцевых производителей, которые почти удвоили количество нефтяных буровых с прошлого августа и, скорее всего, прибавили ещё, если бы не экстремально низкая температура в Техасе. Кроме того, не закрыт вопрос и с возобновлением ядерной сделки с Ираном, хотя тут все выглядит неоднозначно. С одной стороны, по слухам администрация Байдена уже активно ведёт переговоры по этому направлению, а с другой, авиаудары США в Сирии по силам, поддерживаемым Ираном, не способствуют быстрому разрешению вопроса. Стоит сказать и о том, что рост реальных ставок, о котором написано выше, будет также способствовать усилению доллара, а это негативно для всех сырьевых цен. В итоге мы все же предполагаем возвращение нефтяных котировок к коридору 50-60 долл за бар. в краткосрочном горизонте, что в целом, по нашему мнению, будет устраивать почти всех участников рынка. Конечно, у нефти есть шансы и на рост, однако при прочих равных мы не видим для него предпосылок, кроме продолжения текущего «хайпа» в сырье под красивым названием «суперцикл».

Также несколько слов о нашумевшем сейчас «суперцикле», о котором стали в последнее время много говорить в СМИ. В целом само существование этого понятия применительно к сырьевым ценам спорно, и оно обычно используется стратегами или количественными аналитиками для объяснения параллельного движения сырьевых цен (зачастую при одновременном росте). Если же исходить из классического фундаментального анализа сырьевых цен, то у каждого актива есть свои собственные циклы, драйверы и факторы и они довольно редко пересекаются, даже для казалось бы смежных инструментов. Стоит признать, что есть факторы общие для неких активов или сырьевых групп (динамика доллара США, фискальная политика в Китае, «шоковые» события, связанные с геополитикой или страной, являющейся крупным игроком сразу на нескольких сырьевых рынках), однако в долгосрочной перспективе именно индивидуальные факторы и соотношение спроса и предложения на рынке того или иного актива играют гораздо большую роль. Кроме того, зачастую корреляция может быть ложной: так, за последний год движение нефтяных котировок схоже с изменением цен на железную руду или медь, однако для специалиста в этой области совершенно очевидно, что рост стоимости перечисленных выше активов произошел по большей части по совершенно разным причинам. Подытожив, мы считаем, что «суперцикл» – это довольно расплывчатое понятие и на него не стоит опираться при инвестировании в тот или иной актив, напротив, мы рекомендуем исходить из индивидуальных характеристик каждого конкретного рынка.



## Макроэкономическая статистика

Макроэкономическая статистика на прошедшей неделе была в основном позитивной. Продажи на первичном рынке недвижимости США вновь обновили локальные максимумы, также лучше ожиданий оказался рост индекса опережающих индикаторов. Более чем на 100 тысяч сократились первичные обращения за пособиями по безработице, а частные доходы населения выросли на 10%. Из негатива отметим небольшое расхождение с консенсусом по уточнённом росту ВВП США и Франции, а в Китае продолжается снижение индекса деловой активности в промышленности по версии независимого агентства Caixin.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
22.02.2021	USA	Leading Index	Январь	0,4%	0,5%	0,3%	--
23.02.2021	UK	ILO Unemployment	Декабрь	5,1%	5,1%	5,0%	--
24.02.2021	Germany	GDP SA QoQ	4Q F	0,1%	0,3%	0,1%	--
24.02.2021	USA	New Home Sales	Январь	856K	923K	842K	885K
25.02.2021	USA	Durable Goods Ord.	Январь P	1,1%	3,4%	0,5%	1,2%
25.02.2021	USA	Initial Jobless Claims	20 Февраля	825K	730K	861K	841K
25.02.2021	USA	GDP Annualized QoQ	4Q S	4,2%	4,1%	4,0%	--
26.02.2021	USA	Wholesale Inventories	Январь P	0,4%	1,3%	0,3%	0,5%
26.02.2021	USA	Personal Income	Январь	9,5%	10,0%	0,6%	--
26.02.2021	USA	Personal Spending	Январь	2,5%	2,4%	-0,2%	--
26.02.2021	USA	U. of Mich. Sentiment	Февраль F	76,5	76,8	76,2	--
26.02.2021	France	GDP QoQ	4Q F	-1,3%	-1,4%	-1,3%	--
01.03.2021	China	Caixin China PMI	Февраль	51,4	50,9	51,5	--

На этой неделе выйдет большой объём данных по различным индикаторам. Агентства Markit и ISM опубликуют индексы деловой активности в промышленности США за февраль, консенсус ждёт консолидации на текущих уровнях. Также США отчитаются по рынку труда, где прирост рабочих мест должен выйти на докризисные уровни. Германия также отчитается по безработице и заказам в промышленности, ожидания позитивные. На этой неделе в центре внимания будет голосование сената по стимулирующим мерам, а также макроэкономическая статистика, в целом ожидаем довольно высокую волатильность.

Дата	Страна	Показатель	Период	Прогноз	Факт	Предыдущее	Пересмотр Пр.
01.03.2021	USA	Markit US Manufacturing PMI	Февраль F	58,5	--	58,5	--
01.03.2021	USA	Construction Spending	Январь	0,7%	--	1,0%	--
01.03.2021	USA	ISM Manufacturing PMI	Февраль	58,6	--	58,7	--
01.03.2021	Germany	CPI MoM	Февраль P	0,5%	--	0,8%	--
02.03.2021	Germany	Unemployment Change	Февраль	-10K	--	-41K	--
03.03.2021	USA	ADP Employment	Февраль	180K	--	174K	--
03.03.2021	Italy	GDP WDA QoQ	4Q F	-2,0%	--	-2,0%	--
04.03.2021	USA	Initial Jobless Claims	27 Февраля	755K	--	730K	--
04.03.2021	USA	Factory Orders	Январь	1,8%	--	1,1%	--
05.03.2021	USA	Change in Nonfarm	Февраль	180K	--	49K	--
05.03.2021	USA	Unemployment Rate	Февраль	6,4%	--	6,3%	--
05.03.2021	USA	Trade Balance	Январь	-\$67,4b	--	-\$66,6b	--
05.03.2021	Germany	Factory Orders MoM	Январь	1,0%	--	-1,9%	--
05.03.2021	Italy	Retail Sales MoM	Январь	-0,5%	--	2,5%	--



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.