



Май оказался позитивным месяцем рискованных активов. Индекс S&P 500 продолжил рост, прибавив 4.53%, котировки нефти марки Brent показали восстановление на 33.66%, а индекс корпоративных облигаций США сегмента High Yield зафиксировал рост на 4.41%. В хорошем плюсе также отторговались фондовые индексы стран Еврозоны, лидером среди которых по итогам мая стал индекс немецких компаний DAX (+6.68%). Основным драйвером индексов в мае стал оптимизм в отношении постепенного снятия карантинных мер в США и странах Еврозоны, фактические данные по реализации масштабных программ монетарного и фискального стимулирования в США, а также анонсированные планы по запуску программы экономической помощи странам-членам ЕС на сумму EUR 750 млрд. В тоже время макроэкономическая статистика по США и странам Еврозоны в мае была слабой. Уровень безработицы в США в апреле вырос до рекордных 14.7%, динамика ВВП за 1КВ20 была понижена до минус 5.0%, а снижение промышленного производства в США в апреле составило 15.04% г-н-г. Среди негативных моментов стоит также отметить ухудшение отношений США и Китая из-за ситуации в Гонконге, которое может привести к возобновлению торговой войны между странами. В целом, снятие карантинных мер, а также объявленные и уже реализованные программы фискального и монетарного стимулирования позволяют более конструктивно смотреть на ситуацию на рынке. Мы рекомендуем постепенное увеличение доли рискованных активов в портфелях инвесторов. По фондовому рынку США нашими фаворитами являются сектора Health Care и IT. По сегменту долларовых облигаций мы рекомендуем сегмент суверенных облигаций (EM) и отдельные истории в корпоративном сегменте (евроблигации РУСАЛа). А целом, мы не исключаем умеренной коррекции в рискованных активах в июне после уверенного роста в апреле-мае. Однако хорошие шансы расширения программ фискального стимулирования в США и Еврозоне позволяют рассчитывать на постепенное восстановление макроэкономических показателей, что позитивно для рынков.

Долговые рынки

UST, YTM %	Май '20	% 1M
UST-2	0.16	-4
UST-5	0.30	-6
UST-10	0.65	1
UST-30	1.41	12
Обл. инд.	Май '20	% 1M
UST-TR	2 574	-0.25%
US Corp. IG	206	1.56%
US Corp. HY	2 080	4.41%
Еврозона, %	Май '20	% 1M
Germany-10	(0.45)	14
France-10	(0.08)	3
Spain-10	0.56	(16)
Italy-10	1.48	(29)

Рынки акций

	Май '20	% 1M
S&P 500	3 044	4.53%
NASDAQ	9 490	6.75%
VIX	27.51	-19.44%
DAX	11 587	6.68%
CAC	9 192	5.99%
SHCOMP	2 852	-0.27%
SENSEX	32 424	-3.84%

Россия

	Май '20	% 1M
USDRUB	70.15	-4.24
Russia-29	2.42	(61)
OFZ-10	5.57	(55)
RTSI\$	1 219.76	8.42%
MOEX	2 734.83	3.18%

Товарные рынки

	Май '20	% 1M
Brent, USD	37.84	33.66%
Золото, USD	1 730.27	2.60%

По данным ВОЗ число заболевших коронавирусом в мире на конец мая 2020 составило 6.2 млн. человек, увеличившись за месяц на 2.9 млн. человек. Несмотря на то, что число новых выявленных кейсов коронавируса в мире остается высоким, основное число новых заболеваний за последний месяц пришлось на развивающиеся страны, в то время как в США и странах Еврозоны число новых кейсов по коронавирусу снизилось. Данная динамика позволила США и европейским странам перейти к постепенному снятию карантинных мер. Фактически все штаты США и страны еврозоны в конце мая возобновили работу промышленных компаний, непродовольственных магазинов и ресторанов. В свою очередь европейские страны постепенно открывают границы для передвижений внутри ЕС. В тоже время в абсолютном выражении число регистрируемых новых кейсов заболевания остается высоким и составляет около 100 тыс. человек в день. Новыми очагами эпидемии в мире в мае стали страны Латинской Америки. Так в конце мая США были вынуждены ввести запрет на въезд в страну лиц, посещавших Бразилию в последние 2 недели. Продолжение роста числа новых заболеваний в отдельных странах EM предполагает, что многие ограничения на международные поездки будут оставаться в силе в течение следующих 2-3 месяцев. Кроме того, многие международные компании рекомендовали своим сотрудникам сохранить режим работы удаленной работы вплоть до конца 2020 года. Сохранение ряда ограничений (напр. международные поездки) останутся ключевыми факторами слабости экономики в 2-4КВ 2020 года.

Макроэкономическая статистика в США показала существенное замедление деловой активности в марте-апреле 2020. На фоне карантинных мер экономика США столкнулась с существенным ростом безработицы, снижением промышленного производства и замедлением деловой активности в сфере услуг, которое по масштабам стало самым значительным за последние 70 лет. Так уровень безработицы

в США в апреле составил рекордные 14.7%. Всего за два месяца карантина за пособием по безработице в США обратились 38 млн. человек, что составляет более 20% рабочей силы. По промышленному производству снижение показателя за апрель составило 15% г-н-г, а индекс деловой активности в секторе услуг в апреле оказался на уровне 26.7х.

Прогнозы по экономике США указывают на рецессию в течение четырех кварталов. Так рынок ожидает, что всего за 2020 года снижение ВВП составит 5.7%. Однако ВВП будет ниже аналогичных периодов прошлого года в 2КВ20 – 1КВ21, а рост ВВП г-н-г-будет достигнут не ранее второго квартала 2021 года. В свою очередь поквартальная динамика предполагает снижение ВВП на 34% к-н-к во втором квартале 2020 года и рост на 15% к-н-к в третьем квартале 2020 года.

Динамика баланса ФРС США и объем чистых заимствований в казначейских обязательствах показывает серьезный масштаб денежных вливаний на рынок. С начала марта баланс ФРС США вырос на USD 2.9 трлн., что стало рекордным увеличением за период три месяца. В отдельные недели, когда негативные настроения на рынке достигали своего пика, еженедельный рост баланса ФРС США превышал USD 0.5 трлн. Рост баланса отражает действие программы выкупа активов ФРС, которая с конца марта не имеет ограничений по объему. В свою очередь рост чистых заимствований в казначейских обязательствах США с начала марта составил USD 2.3 трлн., в то время как за весь 2019 год объем казначейских обязательств США в обращении вырос на USD 1.2 трлн. Реализация программ фискального стимулирования привела к ситуации, что госдолг США вырос до USD 25.7 трлн.

Рост долга США отражает ранее одобренную программу фискального стимулирования, размер которой был установлен на уровне USD 2 трлн. Исходя из того, что ВВП США за 2019 год составил USD 21.4 трлн., фактический объем фискальных стимулов соответствует не менее 11% ВВП. Принимая во внимание продолжение действия программы выкупа активов ФРС США и вероятность нового раунда фискального стимулирования, объем программ поддержки рынков и экономики в США можно оценить, как адекватный.

Конгресс США предложил новый раунд программы поддержки экономики на сумму USD 3 трлн. Программа предполагает очередные прямые выплаты гражданам США в размере USD 1,200 на человека, а также дополнительные льготные кредиты для компаний, которые пострадали из-за коронавируса. В мае Сенат США, контроль в котором принадлежат республиканцам, пока заблокировал одобрение нового пакета мер поддержки. Ожидается, что обсуждения продолжатся в июне. Мы считаем, что вероятность реализации нового пакета мер поддержки экономики является высокой, однако фактический запуск программы стоит ожидать ближе к президентским выборам в США, которые назначены на ноябрь 2020 года.

На фоне масштабных вливаний денежных средств на рынок фондовые индексы США в мае продолжили рост. Так индекс S&P 500 за месяц показал рост на 4.53% в то время как рост в индексе NASDAQ Composite составил 6.75%. С начала года индекс S&P 500 показывает снижение на 5.77%, а динамика NASDAQ Composite с начала года предполагает рост индекса на 5.76%. Таким образом, с минимальных значений марта 2020 года, индекс S&P 500 вырос на 36%, а NASDAQ Composite зафиксировал рост на 38%. Оценки S&P 500 по показателю P/E 2020e составляют 24х в то время как, оценки EPS по компаниям, входящим в индекс, были понижены с начала года на 18%. Несмотря на то, что по показателю P/E индекс торгуется на самом высоком уровне за последние 10 лет, привлекательность американского рынка сохраняется. Так дивидендная доходность по индексу S&P 500 находится на уровне 2% в то время как YTM по UST-10 сохранилась на уровне 0.66%. В тоже время важно понимать, что основная часть роста по S&P 500 с марта 2020 года пришлось на сектора IT, Health Care

и Retailing (Amazon), в то время как остальные сектора остаются в отрицательной зоне с начала года.

Доходность UST-10 в мае 2020 года изменилась незначительно, завершив месяц на уровне 0.65%. На конец года рынок прогнозирует, что доходность UST-10 вырастит до уровня 0.88% на фоне стабильных ожиданий в отношении процентных ставок, которые по прогнозам останутся вблизи нулевых значений в течение длительного времени.

Глава ФРС исключил возможность отрицательных процентных ставок в США. На последнем выступлении Дж. Пауэлл, сообщил, что отрицательные процентные ставки несут в себе риски для банковского сектора, однако заверил, что американский регулятор имеет достаточно возможностей для поддержки рынков в случае второй волны коронавируса. Комментарии главы ФРС относились к программе выкупа активов, размер которой не ограничен какими-либо условиями. Среди расширений программы монетарного стимулирования в мае следует отметить начало покупки ФРС США акций облигационных ETFs, что должно поддержать ликвидность на рынке биржевых фондов.

В июне ФРС США начнет реализацию программы кредитования Main Street, которая предполагает выдачу кредитов малому и среднему бизнесу на сумму от USD 500 тыс. до USD 100 млн. Реализация данной программы является важным фактором пополнения оборотных средств представителям МСБ после фактически двухмесячной остановки в работе.

Май фактически ознаменовался началом новой торговой войны между США и Китаем. В течение месяца СМИ обсуждали возможности США предъявить финансовые претензии к Китаю из-за эпидемии коронавируса. Кроме того, законодатели США подготовили поправки в законы, которые осложнят листинг китайских компаний на биржах США. В конце месяца США также лишили Гонконг статуса привилегированного торгового партнера, после того как Китай фактически лишил Гонконг статуса автономии в ряде законов по национальной безопасности. В целом, в течение месяца США подтверждали свою приверженность выполнению первой части торговой сделки, о которой стороны договорились в конце 2019 года. Однако в начале июня Китай заявил о том, что сократит закупки с/х продукции из США, что, по всей видимости, вызовет негативную ответную реакцию со стороны США. Мы рассматриваем возобновление торговой войны в качестве одного из ключевых рисков для рынков в ближайшие месяцы.

ЕС сообщил о планах запуска программы поддержки экономики региона на сумму EUR 750 млрд. Программа предполагает, что ЕС выпустит облигации на сумму EUR 750 млрд., а средства, вырученные от размещения облигаций, будут распределены между странами-членами ЕС в качестве грантов (EUR 500 млрд.) и льготных кредитов (EUR 250 млрд.). Переговоры по деталям программы начнутся 18 июня.

Рынок ожидает, что на ближайшем заседании (4 июня) ЕЦБ объявит об увеличении программы выкупа активов в рамках Emergency Pandemic Purchase Scheme на EUR 500 млрд. до EUR 1.6 трлн. Также ожидается, что европейский регулятор объявит о том, что программа выкупа активов будет действовать и в течение 2021 года.

На фоне ожиданий новых стимулов со стороны ЕЦБ европейские фондовые индексы в мае показали уверенный рост. В лидерах роста был индекс немецких компаний DAX, который по итогам мая вырос на 6.68%. Европейские фондовые индексы отстают от американских по динамике с начала года из-за более сдержанных ожиданий темпов восстановления европейских экономик после shut-down в марте-мае 2020 года. Восстановлению европейских индексов также может помешать новый конфликт между США и Китаем, принимая во внимание более высокий уровень зависимости экспорта стран еврозоны от китайского рынка.

Китай отказался от цели по темпам роста ВВП. В качестве приоритетов экономической политики Всекитайское собрание народных представителей установило рост рабочих мест, снижение бедности и уровень инфляции в 3.5%. Отказ от целей по темпам роста ВВП отражает слабую экономическую ситуацию в Китае после эпидемии коронавируса и риски, связанные с ухудшением отношений с США.

Котировки нефти марки Brent в мае показали уверенный рост, прибавив 33.66%. Рынок оценивает выполнение соглашения о снижении объемов добычи ОПЕК+ на 92% в мае. Добыча Саудовской Аравии снизилась до 8.5 млн. барр в сутки, что на 1.5 млн. барр. в сутки ниже таргета. Рынок ожидает, что ОПЕК+ может продлить действие текущих ограничений на добычу нефти, что в случае реализации станет важным фактором поддержки нефтяных котировок.

Котировки золота в мае прибавили 2.60%, увеличив позитивную динамику с начала года до плюс 14.04%. Мы ожидаем сохранения спроса на золото как защитного актива на фоне запуска новых программ поддержки рынков и экономики со стороны США и ЕС, а также из-за ухудшения ситуации на рынке на фоне возобновления торговой войны США и Китая.

Инвестиционные рекомендации

По фондовому рынку США нашими фаворитами являются сектора Health Care и IT. По сегменту долларовых облигаций мы рекомендуем сегмент суверенных облигаций (Турция, Индонезия) и отдельные истории в корпоративном сегменте (еврооблигации РУСАЛа). А целом, мы не исключаем умеренной коррекции в рисковом активах в июне после уверенного роста в апреле-мае. Однако хорошие шансы расширения программ фискального стимулирования в США и Еврозоне позволяют рассчитывать на постепенное восстановление макроэкономических показателей, что позитивно для рынков.

Календарь событий по международным рынкам:

3 июня – данные по индексу деловой активности сферы услуг в США за май

4 июня – заседание ОПЕК+

4 июня – заседание ЕЦБ

5 июня – данные по безработице в США за май

10 июня – результаты заседания ФРС США

10 июня – данные по потребительской инфляции в США за май

16 июня – данные по розничным продажам в США за май

16 июня – данные по динамике промышленного производства в США за май

18 июня – переговоры ЕС по новой программе поддержки экономики

25 июня – третья оценка ВВП США за 1КВ20

Россия

Динамика курса USDRUB в апреле зафиксировала укрепление рубля до уровня 70.15 (-4.24). Ключевыми факторами укрепления рубля выступили восстановление цен на нефть и уверенность рынка в способности ЦБ РФ поддержать валютный курс за счет резервов.

Индекс ОФЗ (RGBITR) в мае продолжил рост, прибавив 3.24%. С начала года рост в индексе составил 7.06% на фоне осуществленных и ожидаемой в дальнейшем снижении ключевой процентной ставки ЦБ РФ. Доходность десятилетних ОФЗ снизилась на 60 бп до уровня 5.5%.

Глава ЦБ РФ Эльвира Набиулina на последней пресс-конференции в мае подтвердила, что регулятор на ближайшем заседании 19 июня будет рассматривать снижение ключевой ставки на 100 бп, однако указала, что вероятность такого решения не составляет 100%.

Годовая инфляция подскочила в апреле до уровня 3.1% (2.5% месяцем ранее). Однако еженедельная инфляция в мае не превышала 0.1%. На пресс-конференции ЦБ РФ Эльвира Набиулina сообщила, что регулятор считает, что проинфляционный эффект от мартовской девальвации исчерпан, и пик годовой инфляции будет пройден летом 2020 года. Как результат, российский финансовый регулятор считает, что динамика инфляции позволяет продолжить смягчение денежно-кредитной политики в ближайшие месяцы.

ЦБ РФ оценивает масштабы снижения российского ВВП во втором квартале в 8%. Всего по итогам 2020 года ЦБ РФ ожидает, что снижение ВВП России будет в диапазоне 4-6%.

ЦБ РФ в мае провел первый аукцион месячного репо. Однако аукцион был признан несостоявшимся из-за отсутствия спроса. ЦБ РФ рассматривает данную ситуацию как указывающую на достаточный уровень ликвидности в банковском секторе. В июне ЦБ РФ планирует провести первый аукцион годового репо.

Макростатистика по России за апрель показала снижение ключевых показателей. Так розничные продажи в реальном выражении в апреле показали снижение на 23.4% г-н-г, оказавшись хуже прогноза. Данные по промышленному производству за апрель зафиксировали снижение на 6.6% г-н-г. В свою очередь снижение грузооборота за апрель составило 6.0%. По комментариям со стороны ЦБ РФ апрельские цифры еще не отражают снижение в экономике, связанное с сокращением объема добычи нефти. Таким образом, по прогнозу ЦБ РФ майские цифры по экономике останутся слабыми.

Минфин увеличил объем размещения ОФЗ в мае, а рекордный объем гособлигаций в рублях был размещен 20 мая и составил RUB 170 млрд. Ранее комментарии со стороны представителей российского Правительства указывали на необходимость существенного роста размещений рублевых облигаций для финансирования дефицита бюджета из-за замедления экономики на фоне эпидемии коронавируса.

Оперативные данные Минфина по исполнению бюджета за март и апрель 2020 года не позволяют объективно оценить текущую ситуацию с госфинансами. Так после дефицита бюджета в январе и феврале 2020 года, когда средние цены на нефть марки Brent составляли USD 63.67 и USD 55.48 за баррель, в марте и апреле Минфин зафиксировал профицит бюджета. В марте 2020 при падении среднемесячных цен на нефть на 39% до уровня USD 33.73 за баррель, профицит бюджета объяснялся признанием доходов в размере RUB 1.2 трлн. по статье «Прочие» (по всей видимости, денежные средства, перечисленные ЦБ РФ в бюджет от продажи контрольного пакета акций Сбербанка). В апреле 2020 года, когда среднемесячные цены на нефть составили USD 26.63 за баррель, профицит бюджета был обеспечен неожиданным ростом по

статье «Нефтегазовые доходы» до уровня RUB 1.5 трлн. при том, что среднемесячный размер нефтегазовых доходов в 2019 году составлял RUB 0.6-0.7 трлн. Если допустить, что данные за март и апрель некорректно отражают статьи доходов и расходов из-за временных корректировок, то данные за 4 месяца 2020 года в сравнении с аналогичным периодом прошлого года показывают следующую ситуацию:

- Нефтегазовые доходы снизились на 18% г-н-г в рублях. В долларовом выражении снижение нефтегазовых доходов составило 49% г-н-г
- Всего доходы бюджета выросли на 10% в рублевом выражении за счет прочих статей (поступление от ЦБ РФ дохода от продажи акций Сбербанка)
- Расходы выросли на RUB 1.3 трлн. или на 24%
- Профицит бюджета снизился на RUB 0.7 трлн.

Золотовалютные резервы ЦБ РФ за месяц (по данным на 22 мая) снизились на USD 4.4 млрд. до уровня USD 565.3 млрд. В целом, мы оцениваем динамику золотовалютных резервов как сильную, принимая во внимание более низкие цены на нефть в марте-мае 2020 года.

Индексы долларовых еврооблигаций российских эмитентов за май показали рост на 2-5%. Индекс суверенных облигаций России вырос на 5.98%, а доходность десятилетних облигаций снизилась до уровня 2.42%.

Российские регионы в мае приступили к постепенному снятию карантинных ограничений. Большинство регионов перешли к восстановлению работы и промышленных предприятий и возобновляют работу непродовольственной торговли с июня 2020. В тоже время Роспотребнадзор сохранил достаточно жесткие требования к условиям возобновления работы компании и предприятий, которые отчасти будут ограничивать темпы экономического восстановления. По состоянию на конец мая Россия сохраняет основные запреты на международное авиасообщение. По Москве карантинные меры в усеченном формате сохранены до 14 июня. Предполагается, что карантинные меры в Москве и других крупных городах России будут сняты по мере приближения 24 июня – дата, на которую назначены мероприятия, связанные с парадом Победы. В тоже время остается неясной дата голосования за поправки к Конституции РФ, которая остается ключевой для понимания возможностей возобновления девальвации рубля.

Инвестиционные рекомендации

Мы сохраняем позитивный взгляд на сегмент рублевых облигаций на фоне ожиданий дальнейшего снижения ключевой процентной ставки ЦБ РФ. В тоже время мы отмечаем, что доходность ОФЗ серьезно снизилась за последние недели. Как результат, мы рекомендуем инвесторам фокусироваться на корпоративном сегменте, где остаются истории с рублевой доходностью +7%.

Календарь событий по России на июнь 2020

5 июня - данные по CPI за май

7 июня - данные по индексу деловой активности в сервисном секторе за май

10-15 июня - данные по сальдо бюджета за май 2020

11 июня - данные по торговому балансу РФ за апрель

16 июня - данные по промышленному производству за май

19 июня – данные по розничным продажам, грузообороту, безработице за май

19 июня – заседание ЦБ РФ и решение по ставке

Важная информация

АО УК "Ингосстрах - Инвестиции"

Информация, подлежащая раскрытию в соответствии с федеральным законом, раскрывается на сайте в сети Интернет по адресу www.ingosinvest.ru

До заключения соответствующего договора заинтересованные лица могут ознакомиться с условиями управления активами, получить сведения о лице, осуществляющем управление активами, и иную информацию, которая должна быть предоставлена в соответствии с федеральным законом и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации по адресу: 115035, г. Москва, ул. Пятницкая, д.12, стр.2 или по телефону +7 (495) 720-48-98.

Результаты деятельности управляющей компании по управлению ценными бумагами в прошлом не определяют доходы учредителя управления в будущем.

Настоящее заключение подготовлено специалистами компании АО УК «Ингосстрах – Инвестиции»

Информация и мнения, представленные в настоящем отчете, получены из публичных источников, которые рассматриваются как надежные. Однако мы не предоставляем гарантий в отношении достоверности или точности представленной информации. Прогнозы и мнения, представленные в настоящем материале, являются актуальными на дату направления отчета и могут быть изменены без уведомления