



Март прошел для мировых финансовых рынков в негативном ключе. Распространение коронавируса за пределы Китая и последовавшие меры в различных странах по предотвращению распространения эпидемии привели к существенному замедлению деловой активности. Как результат, рискованные активы в марте зафиксировали отрицательную динамику, а сам уровень падения фондовых индексов позволяет охарактеризовать март как один из наиболее слабых периодов в истории рынка. В тоже время на фоне ожиданий рецессии в США и странах Еврозоны во 2 кв. 2020 многие страны приняли масштабные пакеты поддержки экономики. Так ФРС США снизили процентные ставки фактически до 0% и объявили о масштабной программе выкупа активов. В свою очередь Президент США согласовал запуск программы фискальной поддержки экономики в размере USD 2 трлн. Объявленные программы стимулирования позволили улучшить ситуацию с ликвидностью на долговом рынке, а также частично восстановить потери на рынке акций. Тем не менее фондовые рынки завершили март в отрицательной зоне. Мы ожидаем, что в апреле рынки начнут отыгрывать постепенное снятие карантинных мер, которые ожидаются с середины мая. Как результат, начало апреля должно пройти для рынков в позитивном ключе. Тем не менее, данный рост будет происходить на фоне ухудшающихся макроэкономических показателей и слабых финансовых результатов по компаниям в рамках сезона отчетности, который начнется в середине апреля. Как результат, мы рекомендуем инвесторам сохранять высокую долю защитных активов в портфелях и ожидать начало уверенной фазы роста рынков не ранее позитивного разворота в макроэкономических показателях США и стран Еврозоны.

#### Долговые рынки

UST, YTM %	Мар. '20	% 1M
UST-2	0.25	-67
UST-5	0.38	-56
UST-10	0.67	-48
UST-30	1.32	-35
Обл. инд.	Мар. '20	% 1M
UST-TR	2 564	2.89%
US Corp. IG	193	-7.09%
US Corp. HY	1 906	-11.46%
Еврозона, %	Мар. '20	% 1M
Germany-10	(0.47)	14
France-10	(0.02)	27
Spain-10	0.68	40
Italy-10	1.52	42

#### Рынки акций

	Мар. '20	% 1M
S&P 500	2 585	-12.51%
NASDAQ	7 700	-10.12%
VIX	53.54	33.48%
DAX	9 936	-16.44%
CAC	7 949	-20.46%
SHCOMP	2 750	-4.51%
SENSEX	29 468	-23.05%

#### Россия

	Мар. '20	% 1M
USDRUB	78.42	11.53
Russia-29	3.46	50
OFZ-10	6.76	38
RTSI\$	1 014.44	-21.95%
MOEX	2 508.81	-9.92%

#### Товарные рынки

	Мар. '20	% 1M
Brent, USD	26.35	-46.86%
Золото, USD	1 577.18	-0.54%

**В фокусе участников рынка в марте была ситуация с коронавирусом.** Если на начало месяца число выявленных заражений составляло 89 тыс. и ограничивалось в основном Китаем, то за март данное число выросло более чем в 10 раз (до 950 тыс.) и на конец месяца уже охватывало большинство стран мира. Наибольшее число кейсов по коронавирусу было зарегистрировано в США (215 тыс.), Италии (111 тыс.), Испании (110 тыс.). Ряд стран (напр. Швеция и Нидерланды) отказались от введения строгих мер карантина и максимально возможного использования тестирования. В отдельных странах (напр. Бельгия) тестированию подвергаются только пациенты в критическом состоянии. Однако принимая во внимание тяжелый опыт с распространением вируса в США и странах Еврозоны, открытие границ, полное восстановление международного авиасообщения и возврат деловой активности к докризисным уровням не стоит ожидать до начала 3-4 кв20.

**Европейские страны и США приняли серьезные меры для предотвращения распространения коронавируса.** Список данных мер включал в себя ограничения или полное прекращение международного авиасообщения, закрытие публичных мест и перевод крупных городов на карантин. Как результат, данные меры привели к существенному замедлению деловой активности.

**Рынки ожидают, что снижение ВВП США во 2кв20 может составить до 20%, а уровень безработицы превысит 15%.** Так только за две последние недели марта число новых обращений за пособиями по безработице составило 9.9 млн. человек или 5.5% экономически активного населения (labor force). В свою очередь многие американские компании были вынуждены отказаться от прогнозов финансовых результатов на 2020 год. С точки зрения макроэкономических показателей наиболее слабыми окажутся апрель и май 2020 года. В свою очередь масштабы и темпы восстановления экономики будут зависеть от длительности действий ограничений, связанных с ситуацией по коронавирусу. Если ограничения будут сняты в начале мая, сценарий U-shape восстановления является реалистичным. В свою очередь продление ограничений на июнь или дольше приведет к более затяжному периоду восстановления.

**На фоне ухудшения макроэкономической ситуации рискованные активы оказались в марте под серьезным давлением.** По итогам месяца индекс S&P 500 снизился на 12.51% (минус 20% с начала года). На минимумах марта индекс S&P 500 показывал снижение на 34% с пиковых значений года. По долговым рынкам фактически все основные долларové индексы завершили месяц в отрицательной зоне, исключая индекс казначейских обязательств США (LUATTRUU), которые в марте прибавил 2.89%. Так индексы облигаций high yield в долларах США потеряли за месяц 11%-13%. Индекс облигаций инвестиционного грейда американских компаний (I17660USIG) в марте снизился на 7.09%. В течение марта по рынку фиксировались очевидные проблемы с ликвидностью, поскольку крупнейшие биржевые фонды облигаций в отдельные дни торговались на рынке с дисконтом 5-10% к расчетному показателю NAV.

**Монетарные и фискальные власти запустили беспрецедентные программы поддержки рынков и экономики.** Так ФРС США в марте провела два экстренных снижения процентных ставок до 0.00%-0.25%, существенно расширила программу выкупа активов по списку инструментов и объявила, что объемы выкупа не будут ограничены какими-либо суммами. Кроме того, ФРС запустила программу кредитования крупных работодателей в США для поддержания занятости, программу по поддержке ликвидности на рынке корпоративных облигаций, программу кредитования малого и среднего бизнеса и др. В свою очередь программа фискального стимулирования, согласованная Президентом США, включает в себя выплаты населению в размере USD 1,200, гранты авиакомпаниям, кредиты для компаний пострадавших от ситуации с коронавирусом, а также налоговые послабления. По фискальным мерам программа поддержки оценивается в USD 2 трлн.

**Мы считаем, что объявленные программы монетарного и фискального стимулирования достаточны для локального восстановления на долговых рынках.** Однако объявленные меры не позволят избежать существенного роста безработицы и сокращения ВВП во втором квартале. Ключевым эффектом программы является уверенность, что на фоне снижения качества кредитных портфелей крупным банкам США удастся избежать проблем с ликвидностью. В тоже время рост долговых обязательств в корпоративном секторе приведет к снижению кредитных рейтингов ниже инвестиционного грейда по крайней мере по 10%-15% компаний, что несет в себе риски новой волны продаж на долговом рынке.

**США ожидают пика распространения коронавируса в середине апреля. В тоже время в начале апреля Италия и Испания зафиксировали замедление темпов роста числа выявленных новых кейсов заражений коронавирусом. Как результат, мы ожидаем, что в апреле рынки начнут отыгрывать сворачивание карантинных мер, что станет локальным драйвером для роста рискованных активов.**

**Доходность UST-10 за месяц снизилась на 48 бп до уровня 0.67%.** Факторами роста казначейских обязательств выступили снижение процентных ставок ФРС США до 0.00%-0.25% и значительный спрос на защитные активы на рынке в условиях ухудшения макроэкономических показателей.

**Сезон отчетности американских компаний стартует 14 апреля.** Консенсус-прогнозы предполагают, что темпы роста выручки на акцию за квартал составит 9% г-н-г, а рост показателя EPS составит 11% г-н-г. Данные прогнозы нам представляются завышенными. Так с пиковых значений текущего года оценка справедливой стоимости индекса S&P 500 по рынку была снижена на 9% до уровня 3,272, а прогнозы на весь 2020 года по EPS были снижены на 13%.

**Котировки нефти марки Brent в марте снизились на 47% до уровня USD 26.35 за баррель, увеличив отрицательный результат с начала года до минус 59%.** Формальным триггером для снижения нефтяных котировок стал фактический развал соглашения ОПЕК+, которое, по сообщениям СМИ заключалось в том, что Россия

отказалась одобрить новое сокращение объемов добычи нефти (на 1.5 млн. барр в сутки). Данный отказ был использован Саудовской Аравией в качестве повода заявить о прекращении ранее действовавших ограничений по добыче. Кроме того, Саудовская Аравия заявила о планах увеличить объемы производства нефти с 9.4 до 10.3 млн. барр в сутки и предложила покупателям скидки в USD 10 за барр. к биржевой цене нефти. Рынок воспринял данную стратегию как начало новой ценовой войны на нефтяном рынке. Как результат, в течение марта 2020 котировки нефти марки Brent снижались до уровня USD 22 за баррель.

**Объемы сокращения потребления нефти в мире в марте 2020 оценивались в 10-15 млн. барр в сутки**, что фактически составляет 10-15% мирового объема добычи жидких углеводородов. Ряд нефтетредеров утверждает, что фактическое снижение потребления составляет 25-30 млн. барр. в сутки. Факторами снижения спроса на нефть выступают существенное сокращение пассажирских авиаперевозок, а также снижение спроса на бензин из-за введения карантина в ряде стран и перевода сотрудников на удаленную работу. В этом отношении развал соглашения ОПЕК+ играет второстепенную роль в слабости нефтяных цен. Формально, для балансировки рынка крупнейшим производителям во 2 квартале необходимо сократить объемы добычи на 10-20 млн. барр. в сутки. В целом, мы считаем, что котировки нефти к середине 2021 года вернуться к уровням USD 40 за барр. Однако текущая ситуация указывает на слабые фундаментальные характеристики рынка (существенное сокращение потребления на фоне переизбытка предложения и значительного объема свободных мощностей). Факторами локального роста нефтяных цен могут выступить объявленное решение Китая начать закупки нефти в резервы, новые переговоры между США, Саудовской Аравией и Россией. Однако фундаментальной базой для роста выступит именно позитивный разворот в динамике спроса на нефть, который ожидается не ранее 3 кв. 2020. International Energy Agency оценивает, что даже в случае сокращения добычи на 10 млн. барр. в сутки, ежедневный прирост запасов нефти будет составлять 15 млн. барр. в апреле 2020 года.

**В начале апреля СМИ сообщили, что страны ОПЕК+ проведут 6 апреля телеконференцию, на которой будет обсуждаться снижение объемов добычи.** Россия подтвердила свое участие в конференции, а Президент России сообщил, что российские компании готовы снизить добычу на условии партнерских соглашений. Тем не менее, в начале апреля СМИ сообщили, что стороны отложили конференцию на 8-9 апреля. Мы считаем, что новое соглашение ОПЕК+ позволит ценам на нефть частично восстановить свои потери. Однако долгосрочно фундаментальные показатели нефтяного рынка остаются слабыми.

### **Инвестиционные рекомендации по мировым рынкам**

Мы ожидаем, что начало апреля пройдет для рынков в позитивном ключе на фоне ожидания снятия карантинных мер в середине мая. Однако для формирования устойчивого роста в рискованных активах необходим разворот в макроэкономических показателях, который не ожидается ранее конца 2KB20-начале 3KB20. Как результат, мы рекомендуем сохранять повышенную долю защитных активов в инвестиционных портфелях.

### **Календарь событий по международным рынкам:**

- 8-9 апреля – телеконференция стран – участников ОПЕК+
- 10 апреля – данные по CPI за март в США
- 14 апреля – старт сезона отчетности американских компаний
- 15 апреля – данные по розничным продажам за март в США

- 23 апреля – данные по индексам деловой активности в промышленности и сфере услуг в США за апрель
- 29 апреля – результаты заседания ФРС США
- 30 апреля – данные по ВВП США за 1КВ20
- 30 апреля – заседание ЕЦБ

## Россия

**Котировки USDRUB выросли на 17% в марте до уровня 78.42.** Ключевым триггером девальвации стало падение нефтяных цен до уровня USD 25 за баррель на фоне развала сделки ОПЕК+. На пике негативных настроений котировки рубля против доллара США достигали уровня 82.84. Однако продажа валюты со стороны ФНБ в рамках бюджетного правила позволила избежать более глубокой девальвации национальной валюты. ЦБ РФ оценивает, что продажи валюты в рамках бюджетного правила - как стандартных продаж с привязкой к цене нефти USD 42 за баррель, так и дополнительных с привязкой к цене нефти USD 25 за баррель, достаточными для компенсации выпадающей валютной выручки по экспортным операциям.

**Золотовалютные резервы на неделе, закончившейся 20 марта показали снижение на USD 29.8 млрд.** В процентном выражении снижение золотовалютных резервов составило 5%. Основная часть снижения объяснялась факторами переоценки долгового портфеля и резервов золота, котировки которого на неделе 16-20 марта снизились более чем на 2%. По состоянию на 3 апреля ЦБ РФ не представил оценки золотовалютных запасов за последнюю неделю апреля.

**Индекс ОФЗ (RGBITR) завершил март снижением на 1%.** В течение месяца снижение индекса достигало 10%. Однако на фоне стабилизации на внешних долговых рынках индекс российских ОФЗ смог в конце месяца восстановить основную часть потерь. На пике негативных настроений доходность десятилетних ОФЗ достигала уровня 8.4%, однако данный показатель снизился до 6.76% на конец марта. На начало апреля фактически вся кривая ОФЗ опустилась по уровню доходности ниже 7%.

**Индекс суверенных еврооблигаций России (I28182US) в марте снизился на 4.56% на фоне негативной динамики по облигациям EM стран.** На пике негативных настроений значение индекса снижалось на 15%. Однако после объявления ФРС США новых мер монетарного стимулирования российские еврооблигации смогли восстановить большую часть потерь. Доходность облигаций Russia-30 на пике негативных настроений достигала уровня 4.7%, однако данный показатель завершил месяц на уровне 3.5% на конец месяца.

**ЦБ РФ на мартовском заседании оставил ключевую ставку без изменений на уровне 6%.** Регулятор сообщил, что ослабление рубля приведет к росту инфляции, однако данный всплеск будет временным. Как результат, ЦБ РФ ожидает, что инфляция вернется к уровню целевого значения регулятора в 2021 году. Решение регулятора оставить ставку без изменений предполагает, что ЦБ РФ не видит значимых факторов для девальвации рубля в краткосрочной перспективе и рассматривает уровень золотовалютных резервов достаточным, чтобы справиться с оттоком капитала нерезидентов из ОФЗ.

**По данным НРД доля нерезидентов в ОФЗ в марте снизилась с 34.9% до 31.2% и составила RUB 2.84 трлн.** В денежном выражении отток оценивается в RUB 284 млрд. Продажи нерезидентами ОФЗ отражали негативные ожидания участников рынка по перспективам рубля и возможностям ЦБ продолжить снижение ключевой процентной ставки.

**Глава ЦБ РФ Эльвира Набиулina допустила, что регулятор может снизить ключевую ставку в среднесрочной перспективе.** Глава ведомства сообщила, что снижение

внутреннего и внешнего спроса будет являться дезинфляционным фактором, который при условии стабильности на финансовых рынках предполагает возможности для снижения процентной ставок. Мы считаем, что действия ЦБ РФ в отношении ставок будут определяться ситуацией на нефтяном рынке, и в случае восстановления нефтяных цен российский регулятор будет иметь достаточно оснований для снижения ставки до 5.0%-5.5% с июня 2020 года.

**CPI за март показал ускорение инфляции до уровня 2.1% (1.5% за февраль).** ЦБ РФ признает факт ускорения инфляции, однако текущий уровень остается существенно ниже целевого в 4%. Таким образом, локальный рост инфляции не является основанием для регулятора рассматривать вопрос о повышении ключевой ставки.

**Глава Счетной палаты Алексей Кудрин оценил масштаб падения ВВП в России в 2020 году в диапазоне от 3%-8%.** По оценкам главы ведомства в умеренном варианте ВВП снизится на 3%-5%, однако более негативные сценарии предполагают повторение ситуации 2009 года, когда ВВП России снизился на 8%. Оценки ЦБ РФ пока остаются более сдержанными, предполагая снижение ВВП на 1%-3% в 2020 году.

**Данные по индексам деловой активности в промышленности и сфере услуг за март показали негативную динамику.** Так индекс PMI Manufacturing оказался на уровне 47.5, индекс PMI Services оказался на уровне 37.1, что предполагает существенное сокращение активности. Мы ожидаем дальнейшее ухудшение показателей по динамике деловой активности на фоне ограничительных мер, принятых фактически во всех регионах России.

**В конце марта Президент России представил программу поддержки экономики и объявил период 30 марта – 30 апреля нерабочей неделей.** Программ поддержки включает в себя снижение страховых взносов, введение отсрочки по уплате налогов (кроме НДС) для малого и среднего бизнеса, а также увеличение пособия по безработице и объявление каникул по обслуживанию потребительских и ипотечных кредитов для граждан в случае снижения дохода на 30% и более. Данная программа сфокусирована на поддержке занятости в малом и среднем бизнесе и поддержке доходов тех групп населения, которые пострадают из-за экономического спада на фоне ситуации с коронавирусом.

**В своем телеобращении В. Путин также анонсировал введение налога на процентный доход для частных лиц при сумме инвестиций более RUB 1 млн.** Новый налог будет распространяться как на процентный доход по облигациям, включая ОФЗ, так и на доходы по депозитам. Новый налог рассматривается как вариант финансирования мер поддержки экономики в условиях эпидемии коронавируса. Новый налог фактически уравнивает банковские депозиты и инвестиции в облигации, что серьезно повышает привлекательность продуктов ДУ для физических лиц.

**В рамках программы стимулирования ЦБ РФ объявил о пакете мер, направленных на поддержку банковской системы.** Так регулятор разрешил банкам до 30 сентября не менять классификацию кредитов частным лицам и субъектам малого и среднего бизнеса, по которым зафиксировано ухудшение качества обслуживания. Как результат, банки смогут не доначислять резервы по таким кредитам, что позволит снизить давление на капитал. Кроме того, ЦБ РФ расширил программу рефинансирования по кредитам по субъектам малого и среднего бизнеса до RUB 500 млрд. с процентной ставкой на уровне 4%.

**ЦБ РФ также представил меры, направленные на поддержку финансового рынка.** Так регулятор объявил, что инвестиции в долговые и долевые ценные бумаги, приобретенные до 1 марта 2020 года, можно отражать в отчетах по стоимости на 1 марта 2020 года. В свою очередь бумаги, которые будут приобретаться с 1 марта по 30 сентября можно будет отражать в отчетах по цене на дату приобретения. Как

результат, в случае снижения рынка банки и финансовые организации не будут доначислять резервы.

По сообщениям СМИ Россия будет участвовать в начале апреля в онлайн заседании ОПЕК+, которое было создано Саудовской Аравией по просьбе США. СМИ также утверждают, что Россия готова поддержать сокращение добычи. В свою очередь Дональд Трамп в своем Twitter сообщил, что Россия и Саудовская Аравия снизят объемы добычи на 10 млн. барр в сутки. Анонсированное снижение объемов добычи на 10 млн. барр в сутки только Саудовской Аравией и Россией является маловероятным, принимая во внимание, что данный уровень составляет около 50% объема производства нефти указанными странами. Тем не менее, начало обсуждения снижения объемов добычи крупнейшими производителями нефти является позитивным фактором для котировок на товарном рынке.

## Оценка ситуации и рекомендации по стратегии на российском рынке

Мы рассматриваем проактивную позицию ЦБ РФ по поддержке банковского сектора и финансовых рынков достаточной для поддержания ликвидности в банковском секторе и стабильной ситуации на рынке рублевых облигаций. Анонсированные меры поддержки позволят банкам избежать серьезного давления на капитал. Как результат, в базовом сценарии, который предполагает стабилизацию или рост цен на нефть, ситуация на рынке рублевых облигаций будет оставаться сильной. Принимая во внимание фактическое введение налога на доход по депозитам, мы рекомендуем инвесторам сформировать облигационные портфели, в состав которых могут войти облигации крупнейших российских банков, уровень доходности по которым превышает банковские ставки. Ситуация на рынке валютного долга будет зависеть от внешних факторов. Сохранение режима risk-off на рынке предполагает повышенные риски. Как результат, мы рекомендуем инвесторам сфокусироваться на долларовых суверенных облигациях России и корпоративных выпусках первоклассных заемщиков. По российскому рынку акций мы рекомендуем инвесторам фокусироваться на бумагах компаний сектора электроэнергетика (ИнтерРАО, ФСК ЕЭС), а также на отдельных бумагах потребительского сектора (Магнит, X5 Retail Group) и экспортеров (ФосАгро, ГМК Норильский Никель). В тоже время мы считаем, что российский рынок акций на горизонте 2х месяцев предоставит более привлекательные уровни для покупок.

## Календарь событий по России на апрель 2020

**1-30 апреля** – нерабочие дни в России, еженедельные конференции ЦБ РФ по оценке оперативной ситуации и мерам, предпринимаемым регулятором для поддержки банковской системы

**15 апреля** – данные по динамике промышленного производства за март

**20 апреля** – данные по розничным продажам, грузообороту и безработице за март

**24 апреля** – заседание ЦБ РФ (решение по ставке и пресс-конференция главы Банка России)

**9, 16, 23, 30 апреля** – данные по золотовалютным резервам ЦБ РФ

#### **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](http://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