

Monthly Pulse – Понедельник, 2 ноября 2020 года

Экономический прогноз

Распространение «второй волны» пандемии коронавируса, уже побившей некоторые кошмарные рекорды минувшей весны, вынудило многие страны Европы снова прибегнуть к жестким мерам, от запретов на публичные мероприятия и закрытия ночных клубов до введения комендантского часа и новых локдаунов. Тем временем мир пристально наблюдает за наиболее важным и наименее предсказуемым из ожидаемых событий текущего года: **выборами президента США**. Совместное влияние этих двух факторов настолько сильно, что даже неожиданные новости, не важно, хорошие или плохие, которые содержатся в публикуемых биржевых отчетах, оказывают относительно небольшое влияние на рынки. Более того, политическая нестабильность в США скорее всего продолжится какое-то время и после первой недели ноября, поскольку ни одна из сторон не готова уступить без боя.

Тактическое распределение активов

Ликвидность	Нейтральная
Облигации	Нейтральные
Акции	Нейтральные
Альтернативные инвестиции	Нейтральные

Макроэкономика

Третий квартал этого необычного года позволил смотреть в будущее с определенным оптимизмом, поскольку многие индикаторы реальной экономики показали **большой рост**, чем прогнозировали аналитики. С одной стороны, большинство компаний, отчитавшихся за третий квартал, показали прибыльность, превысившую ожидания рынка. С другой стороны, период с июля по сентябрь 2020 года был отмечен значительным ростом экономических показателей.

В частности, по предварительной оценке, рост ВВП США за третий квартал составил 7,4% (33,1% в годовом исчислении), а рост ВВП зоны евро - 12,7%. Оба показателя значительно превысили первоначальные ожидания. В то же время объемы экономики все еще не восстановились до уровня, на котором были на момент начала пандемии. Более того, ряд признаков свидетельствует о значительном замедлении восстановления экономики. В частности, уровень безработицы в США, снизившийся с двухзначного показателя весной до 7,9% в сентябре, значительно

превышает долгосрочный средний показатель и докризисный уровень в 4%. Точно также в зоне евро уровень безработицы остался в сентябре на высоком уровне в 8,3%. Все это в дополнение к новому витку пандемии, что лишь подчеркивает острую необходимость в **дополнительных налогово-бюджетных и кредитно-денежных мерах по стимулированию экономики**.

После того, как активизировавшееся обсуждение новых стимулирующих мер приободрило население страны, власти США не сумели достичь согласия по новому плану поддержки экономики. Нет никаких сомнений, что новый пакет экономических мер будет принят, однако послевыборная нестабильность может на определенный период отвлечь внимание политиков.

Между тем, европейский центробанк после октябряского заседания намекнул, что новые стимулирующие меры денежно-кредитной политики могут быть введены в декабре, а в Великобритании в ноябре ожидается еще один раунд столь необходимой экономике королевства закупки облигаций. Возможно, это даст рынкам еще один толчок к росту.

Инструменты с фиксированной доходностью

По ощущениям можно сказать, что октябрь был довольно спокойным месяцем на рынке инструментов с фиксированной доходностью, так как основные показатели не претерпели существенных изменений. Однако эти ощущения обманчивы. Торговый диапазон 10-летних казначейских обязательств США составил 20 базисных пунктов. К середине октября инвесторы ожидали победы демократов и соглашения о пакете стимулирующих мер. Именно **поэтому ставки по долгосрочным казначейским обязательствам США начали расти**, а кривые доходности продолжили становиться все круче. Однако возобновившиеся опасения по поводу пандемии COVID-19 и, как следствие, падение котировок на фондовых рынках, снова привели к снижению доходности.

Такое же поведение наблюдалось и на кредитных рынках. Спреды высокодоходных облигаций сузились к середине октября до 30-40 базисных пунктов, а затем снова резко расширились до 40-50 базисных пунктов в период недавней коррекции на фондовых рынках.

Снижение приемлемых уровней риска проявилось в сокращении активности на первичном рынке высокодоходных активов. Денежные потоки в высокодоходные активы были смешанными, большая часть притока капитала ушла в развивающиеся рынки. Готовность центральных банков наращивать объемы скупки корпоративных облигаций не позволяет кредитным рынкам реагировать более резко. До сих пор мы не наблюдали коррекции, только снижение спроса со стороны крупных инвестфондов. Мы ожидаем, что в краткосрочной перспективе эта тенденция сохранится, поскольку улучшения эпидемиологической ситуации не предвидится, а результаты выборов президента США так или иначе прояснятся.

Мы по-прежнему довольны кредитным рынком, и использовали бы чрезмерную реакцию рынка в качестве точки входа. Охота за доходностью не угаснет. Хотя краткосрочная волатильность сохранится. Поэтому мы внимательно следим за ситуацией и ждем возможности покупки надежных активов.

Акции

На фондовых рынках октябрь завершился **разнонаправленными тенденциями**. Вернувшиеся опасения по поводу локдаунов по всему миру отразились и на фондовых рынках. Азиатские рынки держались хорошо, тогда как рынки Европы и США потеряли от 3% до 5%. В отраслевом разрезе больше всего пострадал сектор энергетики, отреагировавший на снижение цен на нефть. Наилучшие показатели - у защитных активов, таких как потребительский сектор.

Индикаторы фондового рынка

Стоимость акций	Нейтральная
Динамика	Негативная
Сезонность	Привлекательная
Макроэкономика	Позитивная

Дата «Брекзита» продолжает приближаться, поэтому показатели британских акций оказались еще хуже. Их котировки никогда за последние 30 лет никогда не опускались так низко. Европа и Великобритания не могут пренебречь своей ориентацией на старую экономику, такую как энергетика и финансы, и поэтому во время текущего кризиса вынуждены бороться со структурными проблемами.

На этой неделе исчезнет один из важнейших факторов неопределенности - выборы президента США, и мы надеемся, что рынки снова вернутся к своей

долгосрочной тенденции. Хорошие основные экономические показатели в США и в Азии должны способствовать этому сценарию развития событий. Поскольку победа демократов кажется весьма вероятной не только на президентских выборах, но и в обеих палатах, пакет стимулирующих мер для экономики США может оказаться еще более значительным, оказывая дополнительную поддержку склонности рынка к риску. Поэтому мы сохраняем **нейтральную позицию** касательно фондовых рынков.

Альтернативные инвестиции

Евро может ослабнуть по отношению к другим валютам по мере того, как ужесточение шагов по борьбе с COVID-19 повлечет за собой дополнительную экспансию Европейского центрбанка и новые программы экономической поддержки со стороны правительств. В то же время, тенденция все еще на стороне евро, и сохраняющийся потенциал опередить другие регионы после ослабления карантинных мер поддерживает его.

Цены на золото стабилизировались около уровня в 1900 долларов за унцию. Показывая положительную корреляцию с фондовыми рынками и другими рисковыми активами, золото, похоже, **утратило свои свойства актива-убежища**. Оно может продолжить коррелировать с рисковыми активами, поскольку инвесторы реализуют их, чтобы получить наличные и выполнить требования дополнительного обеспечения, как это было в период мартовской паники из-за пандемии. Тогда единственным способом защитить себя в период кризиса были наличные, а наличные не приносят прибыли. В долгосрочном плане программы стимулирования экономики и низкие процентные ставки должны оказать благоприятное воздействие.

Нефть также может разогнаться, поскольку опасения рецессии кажутся преждевременными, ведь вспышки эпидемии и локдауны остаются на региональном уровне, что должно выправить экономическую активность. Хотя Ливия возобновила экспорт нефти, объемы ее экспорта все еще на две трети ниже показателей экспорта до гражданской войны. Фьючерсные рынки находятся в состоянии крутого контанго, что является индикатором **дальнейшего роста цен**.

Хеджевые фонды и частные долговые обязательства по-прежнему пользуются высоким спросом. Инвесторам следует быть осторожными со стратегиями игры на волатильности, поскольку они разочаровали в период кризиса. Сейчас подходящее время для **правильных стратегий долгосрочной волатильности**.

Стратегии ребалансировки

В этом месяце мы хотели бы дать вам некоторое представление о том, какой логикой могут руководствоваться инвесторы при принятии решений о распределении портфеля. Ниже мы представляем и сравниваем эффективность трех принципиально разных стратегий ребалансировки портфеля.

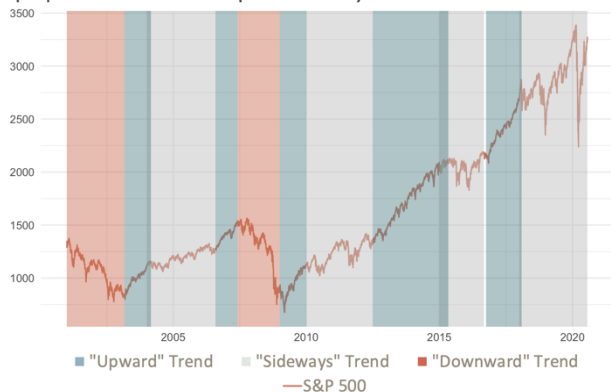
Первый, самый простой, подход называется «**Купи и держи**» («Buy and Hold»). Как следует из названия, все, что вы делаете, это инвестируете в определенные активы в определенном распределении, и удерживаете их: вы не совершаете дополнительных транзакций в течение заранее определенного периода времени. Данная стратегия - пассивная, она не предусматривает ребалансировки после выбора начального распределения. Удельный вес активов в таком портфеле может изменяться при изменении цен на активы, однако их количество остается неизменным. Для примера предположим, что первоначальная инвестиция составляет 100 тыс. долларов. 60% этой суммы вложены в акции (например, биржевой фонд, отслеживающий индекс S&P 500), а оставшиеся 40% - в безрисковый актив (например, банковский депозит). Теперь предположим, что за последующие 6 месяцев индекс S&P 500 вырос на 20%. За тот же период безрисковый актив (деньги в банке) не изменился. В таком случае удельный вес рискованного актива в портфеле вырос на 12% ($=20\% \cdot 60\%$) и составляет теперь 72%. Этот процесс инвесторы называют **дрейфом портфеля**.

Еще одной концептуально простой стратегией является **стратегия постоянного удельного веса** (Constant Weight). При таком подходе управляющий портфелем определяет пропорции распределения активов в портфеле, и инвестирует в соответствии с этим определением. В случае изменения цены актива он/а продает или покупает активы, чтобы сохранить желаемые пропорции. Данная стратегия отличается от стратегии «Купи и держи» тем, что позволяет менять количество активов с тем, чтобы сохранить их пропорции. Если мы вернемся к предыдущему примеру с распределением 60-40, когда индекс S&P 500 растет, что приводит к увеличению его доли в портфеле, инвестор, следующий стратегии постоянного удельного веса, продаст часть акций ETF, и добавит вырученные средства на банковский счет, чтобы сохранить распределение в районе пропорции 60-40. Это пример стратегии игры против толпы, поскольку придерживающийся ее инвестор всегда действует против движения рынка: продает, когда цены растут, и покупает, когда цены падают.

Третий базовый подход называется **Страхование портфеля с постоянной пропорцией (CPPI)**. Эта стратегия обеспечивает гарантию капитала от риска снижения стоимости. Для этого инвестор должен выбрать минимальную допустимую стоимость портфеля, которая называется минимальным порогом. Общая стоимость портфеля минус минимальный порог называется подушкой. Сумма, вкладываемая в рискованный актив, равна подушке, помноженной на коэффициент агрессивности инвестора. Для примера, вернемся к предыдущему варианту с инвестицией в размере 100 тысяч долларов. В этой стратегии инвестор начинает не с выбора распределения активов, а с определения минимального порога. Для примера, пусть он составит 80 тысяч долларов. Это означает, что подушка равна 20 тысячам долларов ($100.000 - 80.000$). Допустим, что у нас есть инвестор, умеренно не склонный к риску, с коэффициентом агрессивности 3. В таком случае сумма, инвестируемая в акции, будет равна 60 тысячам долларов ($20.000 \cdot 3$), а оставшиеся 40 тысяч долларов кладутся в банк. Цифры здесь преднамеренно выбраны так, чтобы первоначальное распределение составляло 60%-40%, и пример можно было сопоставить с другими вариантами. Когда S&P 500 растет на 20%, инвестиция в ETF увеличивается на 12 тысяч долларов, и составляет 72 тысячи долларов. Теперь общая инвестиция составляет $72.000 + 40.000 = 112$ тысяч долларов. Минимальный порог все еще составляет 80 тысяч долларов, то есть подушка увеличилась до 32 тысяч долларов ($=112.000 - 80.000$), и инвестор увеличит инвестицию в рискованный актив до 96 тысяч долларов ($=3 \cdot 32.000$). Обратите внимание на то, что когда рынок растет, управляющий, следующий стратегии CPPI, вкладывает больше средств в акции, а когда рынок падает, продает часть акций, таким образом, стратегия следует за тенденцией. Более того, при этой стратегии постоянными остаются только минимальный порог и коэффициент, в то время как количество и распределение могут изменяться. Стратегия CPPI является импульсной.

Каждая стратегия имеет свои преимущества и кажется разумной. Поэтому интересно посмотреть, как каждая из них будет вести себя в разных рыночных условиях. Для этого мы использовали данные S&P 500 за последние два десятилетия, которые мы разделили на три типа периодов: рынок с восходящей тенденцией, рынок с нисходящей тенденцией, и рынок с боковой тенденцией.

График 1: Различные рыночные условия



Мы провели моделирование с использованием еженедельной ребалансировки в каждом отрезке времени (затраты на ребалансировку не учитываются). Распределение то же самое, что было описано в примерах выше. Ниже приведены графики для каждого периода.

В графике 2 вы видите показатели для рынка с восходящей тенденцией. На большинстве отрезков времени стратегия CPPI имеет тенденцию превосходить две другие стратегии, в то время как стратегия постоянного удельного веса является наименее выгодной. И это не удивительно: как уже упоминалось выше, стратегия CPPI - это стратегия следования за тенденцией. Это означает, что инвестор всегда ведет себя так, как будто ожидает, что существующая на рынке тенденция сохранится. Стратегия постоянного удельного веса полностью противоположна: инвестор, следующий ей, после каждого движения рынка ожидает разворота. Следовательно, во время ярко выраженного тренда стратегия следования за тенденцией теоретически должна превосходить противоположную стратегию. Большую часть времени так и происходит.

График 2: Восходящая тенденция



В графике 3 вы видите схожий результат для рынка с нисходящей тенденцией. Стратегия CPPI снова приносит лучший результат, тогда как стратегия постоянного удельного веса отстает.

График 3: Нисходящая тенденция

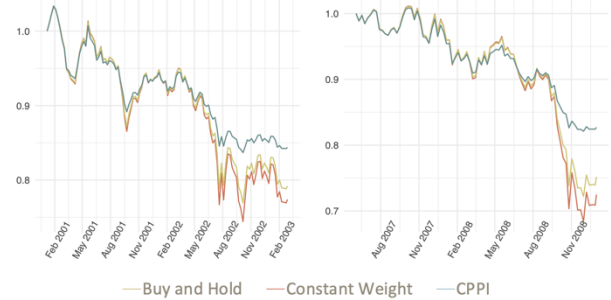


График 4 показывает результаты для периодов, классифицируемых как рынок с боковой тенденцией. Здесь картина отличается. Стратегия постоянного удельного веса дает лучший показатель, тогда как стратегия CPPI оказывается отстающей. И это соответствует теории и здравому смыслу.

График 4: Боковая тенденция



Стратегия CPPI может показаться победителем в этой «гонке», поскольку имеет тенденцию превосходить конкурирующие стратегии в двух из трех сценариев. Однако есть одна проблема, о которой следует помнить в отношении стратегии CPPI. Она сильно зависит от того, когда вы начинаете инвестировать капитал. Если вам не повезло и в начале вашего инвестиционного периода рынки рухнут, подушка может исчезнуть, и у вас не останется ничего или останется очень мало для инвестирования в рискованные активы, которые приносят

наибольшую прибыль. В результате вы можете надолго застрять с низкой доходностью. Вы можете убедиться в этом сами: График 5 показывает результаты еженедельной ребалансировки, накопленные за последние 20 лет.

График 5: Итоговый результат



Обзор рынка на Понедельник, 02 Ноября, 13:17

Инструменты с Фиксированной Доходностью

	Rate	Δ 1m	Δ 3m	Δ ytd		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
USD Overnight	0.08	0.00	0.00	-1.46	USD Deposit 1m	0.2%	0.5%	0.9%	0.9%
USD 1y Swap	0.21	-0.01	-0.01	-1.56	USD Aggregate 1-3y	0.0%	0.0%	0.5%	2.8%
USD 3y Swap	0.28	0.03	0.09	-1.41	USD Aggregate 3-5y	-0.1%	-0.1%	1.1%	5.0%
USD 5y Swap	0.44	0.08	0.17	-1.29	USD Aggregate 5-7y	-0.3%	-0.5%	2.4%	6.9%
USD 10y Swap	0.89	0.16	0.34	-1.01	USD Aggregate 7-10y	-0.7%	-1.3%	3.5%	8.6%
EUR Overnight	-0.47	0.01	-0.01	-0.03	EUR Overnight	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
EUR 1y Swap	-0.53	-0.05	-0.11	-0.21	EUR Aggregate 1-3y	0.1%	0.3%	0.9%	0.2%
EUR 3y Swap	-0.54	-0.05	-0.11	-0.30	EUR Aggregate 3-5y	0.3%	0.7%	2.0%	1.0%
EUR 5y Swap	-0.49	-0.05	-0.09	-0.37	EUR Aggregate 5-7y	0.5%	1.0%	3.2%	2.3%
EUR 10y Swap	-0.27	-0.03	-0.04	-0.48	EUR Aggregate 7-10y	0.7%	1.4%	4.2%	3.6%
CDX Xover 5y	4.21%	0.17%	-0.12%	1.41%	US Corp. HY	0.4%	0.4%	11.0%	1.1%
iTraxx Xover 5y	3.68%	0.27%	0.09%	1.60%	EUR HY	-0.1%	1.1%	7.6%	-2.9%

Акции

	Price	P/E	D. Yield	FCF yield		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
MSCI World	6,812	22.5	2.2%	6.6%	MSCI World	-2.9%	-0.2%	15.3%	-1.4%
S&P 500	3,270	23.8	1.8%	4.8%	S&P 500	-2.3%	0.0%	15.5%	1.2%
NASDAQ	11,053	29.2	0.8%	3.4%	NASDAQ	-1.8%	1.3%	26.8%	26.6%
Euro Stoxx 50	3,002	19.5	3.1%	14.2%	Euro Stoxx 50	-5.9%	-5.4%	2.5%	-19.8%
SMI	9,632	18.5	3.2%	11.9%	SMI	-6.0%	-3.7%	0.0%	-9.3%
FTSE 100	5,608	18.3	3.9%	20.9%	FTSE 100	-5.0%	-4.9%	-2.7%	-25.6%
DAX	11,638	17.3	3.1%	11.1%	DAX	-8.3%	-5.5%	7.1%	-12.2%
MSCI Asia Pacific	172	19.0	2.3%	3.9%	MSCI Asia Pacific	1.3%	4.3%	18.2%	0.6%
FTSE China A50	15,771	13.4	2.4%	9.1%	FTSE China A50	3.7%	3.2%	17.3%	9.6%
MSCI Emerging Market	1,103	17.6	2.3%	5.1%	MSCI Emerging Market	2.0%	2.3%	20.4%	-1.0%
PH Semiconductor	2,246	20.9	1.5%	3.9%	PH Semiconductor	1.1%	5.1%	36.6%	21.4%

Биржевые Товары

	Price	FCST 20	FCST 21	Δ Future		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
Gold	1,888	1776	1870	-1.3%	Gold	-0.6%	-4.5%	10.9%	24.4%
Silver	24.06	19.8	21.49	-11.2%	Silver	1.4%	-1.0%	62.8%	34.8%
Platinum	859	871	916.25	-13.0%	Platinum	-2.5%	-6.7%	11.9%	-11.1%
Palladium	2,248	2152	2127.5	-23.4%	Palladium	-2.8%	7.3%	20.9%	15.5%
Crude Oil	34.97	38.3	46	-2.5%	Crude Oil	-6.3%	-15.2%	22.3%	-38.0%
Brent Oil	37.21	42.3	48.9	1.7%	Brent Oil	-6.5%	-16.3%	13.3%	-38.9%

Курс Иностранной Валюты

	Price	FCST 20	FCST 21	Δ Spot		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
EUR/USD	1.1647	1.1800	1.2300	5.5%	EUR/USD	-0.6%	-1.0%	6.8%	3.9%
GBP/USD	1.2893	1.3000	1.3400	3.9%	GBP/USD	-0.3%	-1.4%	3.6%	-2.7%
USD/CHF	0.9172	0.9200	0.9200	0.3%	USD/CHF	0.4%	0.1%	5.2%	5.4%
USD/JPY	104.85	105.00	106	1.1%	USD/JPY	0.4%	1.0%	1.8%	3.6%
EUR/CHF	1.0683	1.0800	1.1200	4.7%	EUR/CHF	1.0%	1.0%	-1.5%	1.6%
USD/RUB	80.25	76.00	72.84	-9.7%	USD/RUB	-2.6%	-8.9%	-6.8%	-22.8%
EUR/RUB	93.46	89.20	86.25	-8.0%	EUR/RUB	-1.9%	-8.0%	-12.7%	-25.6%

Источник: Clarus Capital Group, Bloomberg

Дисклеймер

Настоящий документ составлен компанией Clarus Capital Group AG («Clarus Capital»). Настоящий документ и содержащаяся в нем информация предоставляется исключительно в информационных и рекламных целях. Их не стоит воспринимать в качестве инвестиционного анализа, рекламной брошюры, предложения или призыва к предоставлению предложения, к покупке или продаже вкладов и иных специфических финансовых продуктов.

Обращаем ваше внимание, что компания Clarus Capital сохраняет за собой право изменить предложение услуг, продукты и цены в любое время без предварительного уведомления, а также в содержащиеся в настоящем документе информацию и суждения могут вноситься изменения. Настоящий документ не является полным обзором упоминаемых в нем рынков и разработок. Историческая динамика стоимости, а также прогнозы не являются надежным показателем будущей динамики. Решения в отношении инвестиций должны всегда приниматься с учетом портфельного контекста и вашей индивидуальной ситуации, а также связанной с ней готовностью принять риск и противостоять ему. Настоящий документ и описанные в нем продукты и услуги имеют общий характер и не учитывают специфические инвестиционные цели, финансовое положение или особые потребности конкретного получателя. Инвесторы должны обращать внимание, что стоимость ценных бумаг может колебаться и что курс или цена каждой ценной бумаги может подняться или упасть. Соответственно инвесторы могут в зависимости от обстоятельств получить меньшую прибыль, чем они инвестировали изначально. Некоторые инвестиции могут пережить резкую и внезапную потерю стоимости, при этом существует риск убытков, превышающих изначальную сумму инвестиций. Личные счета клиентов могут изменяться. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с определенными рисками, которые относятся к недиверсифицированным рискам. Такие риски могут включать рыночные, процентные, инфляционные и событийные риски. Такие риски появляются дополнительно к специфическим или диверсифицированным рискам, связанным с определенными стилями или стратегиями управления инвестициями. Компания Clarus Capital не предлагает юридические или налоговые консультации и не дает никаких гарантий в отношении порядка налогообложения с активов или доходов с инвестиций ни в целом, ни в отношении особых обстоятельств и запросов клиента. Получатель должен проконсультироваться по юридическим и налоговым вопросам с независимыми экспертами до внесения инвестиций о возможных последствиях работы с продуктами и услугами в соответствующей юрисдикции. На определенные продукты и услуги распространяются правовые ограничения, и их нельзя предлагать к продаже без ограничений по всему миру. В особенности настоящий документ не предназначен для продажи в странах, в которых было ограничено распространение для компании Clarus Capital. Компания Clarus Capital категорически запрещает дальнейшее распространение настоящего документа в полном виде или по частям без письменного разрешения компании Clarus Capital, а также компания Clarus Capital не несет ответственность за соответствующие действия третьих лиц. Ни компания Clarus Capital, ни ее партнеры, сотрудники или посредники не несут ответственность за потери или ущерб, понесенный при использовании всего документа или его части. Источник всей информации – компания Clarus Capital, если не указано иное. Компания Clarus Capital не дает обещаний или гарантий в отношении содержащейся в настоящем документе информации, взятой из независимых источников. При возникновении вопросов советуем обращаться к вашему консультанту.

Импрессум

Опубликовано Clarus Capital Group AG, Gutenbergstrasse 10, CH-8002 Zurich,
research@claruscapiital.ch, www.claruscapiital.ch

Редакторы Roger Ganz, Глава Управления Активами, Dejan Ristic, Глава по Акциям и Иностранной Валюте,
Markus Mettler, Глава по Инструментам с Фиксированной Доходностью, Olga Кагрова, Младший Управляющий Портфелями