

ОБЗОР И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Хотя пандемия COVID-19 продолжает распространяться, преодолевая одну невеселую веху за другой, в этом году мы вряд ли увидим новые широкомасштабные локдауны, за некоторыми исключениями. Тем не менее, в сентябре нервы инвесторов не выдержали, и на рынках, наконец, произошла коррекция. Помимо пандемии, основными причинами роста волатильности на рынке являются **неопределенность исхода президентских выборов в США** и **перегретость рынка**. Поэтому инвесторам стоит пристегнуться в преддверии взлетов и падений рынка, который в ближайшие месяцы, или, по меньшей мере, пока мы не узнаем, кто станет хозяином Белого дома на следующие четыре года, будет походить на американские горки.

ТАКТИЧЕСКОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ

Ликвидность	Нейтральная
Облигации	Нейтральные
Акции	Нейтральные
Альтернативные инвестиции	Нейтральные

МАКРОЭКОНОМИКА

Поскольку до выборов остался всего месяц, решения проблемы пандемии COVID-19 не видно на горизонте, а смерть судьи Верховного суда Рут Гинзбург вызвала необходимость найти ей замену, правительство США сейчас слишком занято, чтобы согласовать **новый пакет стимулирующих мер**. Широко распространенное убеждение по поводу того, что власти неизбежно утвердят новый пакет стимулирующих мер еще до президентских выборов, оказалось ошибочным. Теперь это представляется крайне **маловероятным для реализации в краткосрочной перспективе**. В результате крупные банки снижают свои прогнозы на темпы роста экономики США в четвертом квартале 2020 года. В частности, банк Goldman Sachs прогнозирует рост на 3% в годовом исчислении вместо 6%, а банк JP Morgan - рост на 2,5% вместо 3,5%. В то же время Goldman Sachs верит, что новый пакет стимулирующих мер будет утвержден в начале 2021 года.

Между тем, согласно отчету Совета ФРС, экономическое благосостояние **американских домохозяйств** улучшилось в июле по сравнению с апрелем 2020 года, и даже по

сравнению с октябрём 2019 года. Основным источником роста стала крупная финансовая помощь, полученная от правительства и благотворительных организаций, а также возможность некоторых рабочих вернуться к работе после первого удара пандемии. Кроме того, в третьем квартале был отмечен резкий рост количества заявок на оформление нового бизнеса, с лихвой перекрывающий сокращение этого показателя во втором квартале из-за пандемии. Еще более приятным сюрпризом стал рост индекса потребительской уверенности, публикуемого организацией Conference Board с 86,3 пунктов в августе до 101,8 пункта в сентябре, что значительно выше прогнозировавшихся 90 пунктов. Время покажет, повлияет ли это на реальную экономику, ведь потребление составляет две третьих американского ВВП.

На фоне этого оптимизма **ОЭСР**, в своем сентябрьском Промежуточном отчете о перспективах экономического развития на 2020 год, **представила более уверенные, по сравнению с июньскими, прогнозы роста глобальной экономики**. Дальнейшее развитие событий все еще зависит в первую очередь от того, как будет проходить пандемия, однако очевидно, что сценарий «двойного удара», предполагающий еще один раунд широкомасштабных локдаунов в большей части экономик, больше не рассматривается даже с учетом возобновления роста заболеваемости по всему миру. На самом деле, теперь средний сценарий даже более оптимистичен, чем предыдущий сценарий с «одним ударом», без повторного введения строгого карантина. В частности, согласно прогнозу, глобальный валовой внутренний продукт сократится в этом году на 4,5%, а не на 6%, как прогнозировалось ранее. Одной из причин улучшения прогноза стало меньшее, чем ожидалось, сокращение глобального ВВП во втором квартале.

ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Несмотря на значительную коррекцию на фондовых рынках, **10-летние казначейские обязательства США больше не ведут себя как актив-убежище**. Их доходность торговалась в узком промежутке в 10 базисных пунктов. Похоже, инвесторы пытаются хеджировать свои риски где-то еще, поскольку потенциал более низкой доходности ограничен.

Однако кривая (10 и 30-летних казначейских обязательств США) все еще имеет тенденцию к росту в условиях повышения риска, тогда как коррекция рынков приводит к ее сглаживанию. На текущий момент мы торгуем на уровне 65 базисных пунктов.

Сентябрь был тяжелым месяцем для глобальных рынков рисков из-за ухудшения эпидемиологической обстановки, особенно в Европе. Новый рост напряженности в торговых отношениях с Китаем и негативные новости о «Брекзите» стали катализатором, подтолкнувшим инвесторов к решению зафиксировать прибыли. Предупреждение Пауэлла о высоком уровне неопределенности по поводу восстановления экономики только подстегнуло негативные настроения. В результате американские высокодоходные фонды зафиксировали самый крупный с марта отток капитала.

Впервые с марта доходность высокорисковых облигаций и облигаций развивающихся стран оказалась на негативной территории, а спреды высокорисковых облигаций расширились на 30-40 базисных пунктов.

В целом активность новых эмитентов по-прежнему была высокой. Многие компании были вынуждены проводить эмиссию в преддверии ноябрьских выборов.

Мы ожидаем, что нестабильные настроения сохранятся и в последнем квартале года. Более слабым эмитентам будет сложнее получить доступ к первичному рынку, поскольку тенденция изменилась. Несмотря на рост волатильности, мы конструктивно настроены по отношению к солидным кредитным инструментам, и будем покупать на откатах, когда дело дойдет до серьезных рыночных потрясений. Мы уверены, что это только временная, здоровая, коррекция перегретого рынка.

## АКЦИИ

В начале сентября все свидетельствовало о продолжении ралли на фондовых рынках, однако в течение месяца ситуация изменилась. Консолидация рынка началась с технологического сектора в США, а затем распространилась на остальной мир. Только в Швейцарии и Японии сохранился небольшой рост котировок.

## ИНДИКАТОРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

Стоимость акций	Негативная
Динамика	Привлекательная
Сезонность	Негативная
Макро	Нейтральные

Ежемесячные показатели фондового рынка Великобритании в прошлом году практически постоянно отставали от мировых. В период восстановления, начиная с середины марта, это отставание только увеличилось. Это произошло в первую очередь из-за вновь образовавшейся неопределенности по поводу формата

«Брекзита» и из-за значительно лучших показателей инвестирования в рост по сравнению со стоимостным инвестированием.

Что касается «Брекзита», то большая часть пессимизма уже заложена в стоимость акций, а времени до принятия решения все меньше. Многие управляющие глобальными фондами оценивают британские активы и активы энергетического сектора ниже рынка, поэтому вряд ли плохие новости приведут к существенному снижению цен. С другой стороны, положительный сюрприз в существующей ситуации имеет потенциал значительного роста цен.

Рассматривая ситуацию на американском рынке за значительный промежуток времени, аналитики утверждают, что американские компании имеют потенциал роста выше среднего благодаря своей крепкой основе. При сравнении рентабельности собственного капитала компаний индекса MSCI США с рентабельностью в других регионах становится заметно значительное преимущество США. Поэтому инвесторы готовы платить премию. Эксперты ожидают, что такое положение сохранится и далее. В то же время мы ожидаем роста уровня неопределенности как до, так и после президентских выборов, что также должно отразиться на фондовом рынке. В прошлом фондовый рынок имел тенденцию к консолидации, особенно если результаты выборов оставались открытыми заранее. Но как только результат выборов становился известен, ситуация на рынке восстанавливалась, вне зависимости от политической ориентации победителя.

Мы ожидаем подобного сценария развития событий и на этот раз, однако волатильность может быть более высокой, и продлится дольше, чем обычно. Кроме того, на этот раз результат выборов не ясен. Для инвесторов тремя главными темами октября будут дальнейшее развитие ситуации с пандемией, ее экономические последствия и период отчетов о прибылях за третий квартал. Мы ожидаем позитивных для рынка новостей по меньшей мере по последней теме, поскольку экономическое восстановление в прошлом квартале было более значительным, чем можно было надеяться. Как следствие, мы повысили нашу позицию по акциям с «немного ниже рынка» до «нейтральной».

## АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

На валютном рынке доллар США заметно подорожал на фоне роста количества заразившихся COVID-19, споров о назначении судьи в Верховный суд и нежелания комитета ФРС по операциям на открытом рынке

подкрепить свое новое обязательство по среднему целевому показателю инфляции. Поскольку способность ФРС влиять на инфляционные ожидания была в последние месяцы ключевым фактором в соотношении пары евро/доллар, аналитикам следует отнести к последнему фактору серьезно. Но не настолько, чтобы заикливаться на нем.

Ключевые факторы нашего **оптимистичного взгляда на евро** остаются неизменными - это привлекательные оценки, резкое снижение политических рисков в связи с созданием Восстановительного фонда и значительная поддержка рынка труда с целью предотвращения эффекта гистерезиса (долгосрочной негибкости рынка труда). Это был первый и достаточно хорошо технически обозначенный откат. Уровни в 1.1600/25 будут хорошей позицией для возврата. Однако самой значительной угрозой для евро в краткосрочной перспективе остается «Брекзит».

Углубление политики количественного смягчения ЕЦБ не является препятствием для евро, даже несмотря на то, что член правления ЕЦБ Фабио Панетта дал понять о намерении банка предпринять дополнительные шаги. В частности, продление экстренной программы количественного смягчения в связи с пандемией (Pandemic Emergency Purchase Programme), с большой долей вероятности, окажет положительное влияние,

помогая сдерживать периферийные спреды и премии за риск. Программа уже защищает периферию от периодов сброса рисков активов, а также проявляется во вновь обретенной устойчивости пары евро/швейцарский франк перед лицом коррекции на фондовых рынках.

**Золото**, похоже, находится в процессе формирования базы в районе 1870/80 долларов за унцию, после произошедшей за последний месяц значительной коррекции. Сентябрь для желтого металла традиционно немного «медвежий» период, однако этого недостаточно, чтобы оправдать падение на 4,5%-5% за последний месяц. **Судя по всему, это во многом является реакцией на распродажу акций в период неприятия рисков, и на возобновление роста количества случаев заражения COVID-19** Мы ожидаем приличного роста при условии улучшения эпидемиологической обстановки. В последние несколько дней интерес к золоту со стороны крупных инвестфондов крайне низок, тогда как спекулянты, похоже, играют на понижение.

Что касается **нефти**, в краткосрочной перспективе цены по-прежнему будут зависеть от состояния мировой экономики по мере постепенного восстановления после пандемии. В то же время продолжающиеся усилия ОПЕК+ по сохранению относительного дефицита спроса и ускорению сокращения мировых запасов должны сохранить **среднесрочный тренд положительным**.

**ОБЗОР РЫНКА НА СРЕДУ, 30 СЕНТЯБРЯ 2020, 15:16**
**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	0.01	-1.46	USD Deposit 1m	0.2%	0.5%	0.9%	0.9%
USD 1y Swap	0.22	-0.02	-0.05	-1.55	USD Aggregate 1-3y	0.0%	0.2%	1.0%	2.8%
USD 3y Swap	0.24	0.00	0.01	-1.45	USD Aggregate 3-5y	-0.1%	0.4%	2.2%	5.0%
USD 5y Swap	0.34	0.00	0.01	-1.39	USD Aggregate 5-7y	0.1%	0.9%	4.6%	7.4%
USD 10y Swap	0.69	-0.01	0.06	-1.20	USD Aggregate 7-10y	0.2%	1.5%	7.2%	9.5%
EUR Overnight	-0.47	0.00	-0.01	-0.02	EUR Overnight	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
EUR 1y Swap	-0.49	-0.05	-0.13	-0.17	EUR Aggregate 1-3y	0.1%	0.3%	1.0%	0.0%
EUR 3y Swap	-0.48	-0.06	-0.09	-0.25	EUR Aggregate 3-5y	0.3%	0.8%	2.4%	0.7%
EUR 5y Swap	-0.43	-0.07	-0.08	-0.32	EUR Aggregate 5-7y	0.6%	1.3%	4.0%	1.7%
EUR 10y Swap	-0.24	-0.10	-0.07	-0.45	EUR Aggregate 7-10y	1.1%	1.8%	4.8%	2.9%
CDX Xover 5y	4.11%	0.44%	-1.06%	1.31%	US Corp. HY	-1.3%	§	14.9%	0.3%
iTraxx Xover 5y	3.50%	0.26%	-0.32%	1.43%	EUR HY	-0.7%	2.2%	13.7%	-3.3%

**АКЦИИ**

	Price	P/E	D. Yield	FCF yield		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
MSCI World	7,005	23.9	2.1%	6.4%	MSCI World	-3.8%	7.6%	28.4%	1.4%
S&P 500	3,335	25.3	1.8%	4.7%	S&P 500	-4.7%	7.6%	29.1%	3.2%
NASDAQ	11,323	31.4	0.8%	3.3%	NASDAQ	-6.5%	11.5%	44.9%	29.7%
Euro Stoxx 50	3,209	21.4	2.8%	13.1%	Euro Stoxx 50	-2.0%	-0.8%	15.1%	-14.3%
SMI	10,250	19.8	3.1%	9.3%	SMI	1.1%	2.0%	10.1%	-3.5%
FTSE 100	5,905	19.5	3.7%	11.7%	FTSE 100	-1.0%	-4.3%	4.1%	-21.7%
DAX	12,804	20.6	2.8%	9.5%	DAX	-1.1%	4.0%	28.9%	-3.4%
MSCI Asia Pacific	170	19.2	2.3%	4.3%	MSCI Asia Pacific	-1.4%	7.9%	24.4%	-0.2%
FTSE China A50	15,209	12.8	2.5%	8.9%	FTSE China A50	-3.3%	8.9%	20.6%	5.7%
MSCI Emerging Market	1,069	17.4	2.3%	5.4%	MSCI Emerging Market	-3.0%	7.4%	26.0%	-4.1%
PH Semiconductor	2,243	22.3	1.5%	4.0%	PH Semiconductor	-0.8%	12.3%	48.5%	21.2%

**БИРЖЕВЫЕ ТОВАРЫ**

	Price	FCST 20	FCST 21	Δ Future		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
Gold	1,896	1798	1885	-1.3%	Gold	-3.8%	5.3%	19.7%	24.5%
Silver	24.04	19.2	21.5	-11.2%	Silver	-15.9%	27.8%	68.3%	31.6%
Platinum	890	876	916.25	-13.0%	Platinum	-6.0%	4.0%	21.7%	-10.4%
Palladium	2,347	2076	2100	-23.4%	Palladium	3.0%	19.6%	3.1%	24.3%
Crude Oil	39.07	38.1	45	-2.5%	Crude Oil	-8.9%	-1.3%	18.7%	-31.3%
Brent Oil	40.41	42.2	47.75	1.7%	Brent Oil	-10.8%	-2.8%	11.0%	-34.4%

**КУРС ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ**

	Price	FCST 20	FCST 21	Δ Spot		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
EUR/USD	1.1713	1.1900	1.2300	4.9%	EUR/USD	-1.9%	4.2%	6.8%	4.3%
GBP/USD	1.2857	1.3000	1.3400	4.1%	GBP/USD	-3.9%	3.9%	3.7%	-3.1%
USD/CHF	0.9219	0.9100	0.9100	-1.3%	USD/CHF	-2.1%	2.7%	4.8%	4.8%
USD/JPY	105.64	106.00	105	-0.6%	USD/JPY	0.2%	2.1%	2.0%	2.8%
EUR/CHF	1.0799	1.0800	1.1200	3.6%	EUR/CHF	-0.1%	-1.4%	-1.9%	0.5%
USD/RUB	78.09	73.63	71.00	-9.5%	USD/RUB	-5.1%	-8.8%	0.4%	-20.6%
EUR/RUB	91.46	87.49	86.25	-5.9%	EUR/RUB	-3.0%	-12.5%	-6.3%	-23.8%

Source: 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@CLARUSCAPITAL.CH, WWW.CLARUSCAPITAL.CH

**РЕДАКТОРЫ** ROGER GANZ, HEAD ASSET MANAGEMENT, DEJAN RISTIC, HEAD EQUITY & FX, MARKUS METTIER, HEAD FIXED INCOME,  
OLGA KARPOVA, JUNIOR PORTFOLIO MANAGER, RUBEN AVANESOV, JUNIOR PORTFOLIO MANAGER