Аналитики

Константин Бушуев
bushuev@open.ru
+7 (495) 777-56-56

ТЕМАТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

COVID-19: Промежуточные итоги

С начала года на финансовые рынки начали поступать тревожные новости об эпидемии заболевания коронавируса нового вида в китайском Ухане, что привело к вводу жёстких карантинных мер в регионе и одномоментному провалу китайских фондовых индексов в конце января. Впрочем, уже в начале февраля правительство Поднебесной отрапортовало о взятии эпидемии под контроль, а финансовые рынки вновь воспрянули духом.

Шоком для рынков стало поступившие в конце февраля данные Всемирной организации здравоохранения (WHO) о начале активного распространения инфекции в новых очагах – Южной Корее, Иране и Италии. При этом летальность (отношение числа умерших от инфекции к общему числу зарегистрированных больных) в Италии превысила 10%, что привело к паническим настроениям и разговорами о новой глобальной «испанке». Ситуация высокой неопределенности, недостаточная изученность вируса нового типа и перспективы закрытия глобальной экономики на жёсткий карантин привели к резкому обрушению финансовых рынков и всплеску волатильности до уровней кризисного 2008 года.

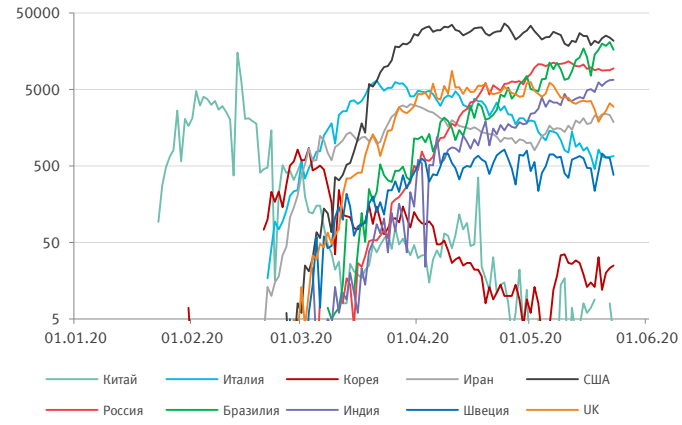
Между тем, уже в середине марта центральные банки запустили программы активной поддержки ликвидности на рынках, а правительства стран G20 параллельно с вводом карантинных мер договорились реализовывать масштабные программы поддержки экономик.

Сейчас уже можно говорить о стабильном снижении волатильности на рынках, возврате уверенности инвесторов. При этом в последние недели число активно болеющих COVID-19 в развитых странах стабилизируется, хотя тенденция к росту числа новых заболевших в Индии и Бразилии сохраняется. Это уже позволяет оглянуться назад, подвести промежуточные итоги глобальной пандемии, взглянув на неё под разными углами, а также понять, что в настоящий момент имеет смысл делать инвестору.

Медицинский аспект. Избежать нагрузки на систему

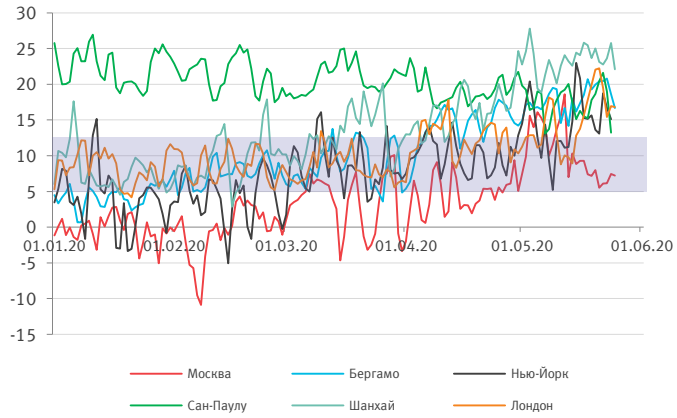
Коронавирусная инфекция COVID-19 – потенциально тяжёлая острая респираторная инфекция, вызываемая коронавирусом SARS-CoV-2. По мере активного распространения в последние месяцы мы видели рост опасений, связанных с недостаточной изученностью заболевания. Так, некоторые исследования утверждали, что вирус может находиться до трёх часов в воздухе, жить на различных поверхностях несколько дней, распространяться в два раза быстрее гриппа и убивать каждого десятого заболевшего. Говорилось также о быстрых мутациях вируса и возможностях повторных заражений с более тяжелыми исходами. Разумеется, что такие данные вселяли ужас. При этом несколько раз менялся взгляд на механизм действия вируса и список потенциальных лекарств для его лечения, что приводило к исчезновению соответствующих препаратов из аптек.

Ежедневное число новых больных в основных очагах заболевания



Источники: Johns Hopkins CSSE, расчеты «Открытие Брокер»

Температура в Северном полушарии стала менее комфортной для COVID-19



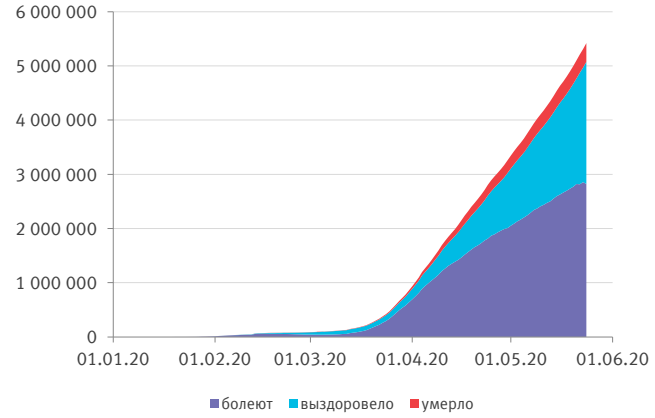
Источники: Weather Underground, расчеты «Открытие Брокер»

Сейчас уже можно утверждать, что в подавляющем большинстве случаев вирус распространяется воздушно-капельным путём, при этом диапазон температуры в 5-12 градусов по Цельсию является наиболее благоприятным для распространения. Впрочем, вирус также может распространяться через поверхности при ручном переносе на слизистые оболочки человека. Инфекция распространяется не сильно быстрее, чем грипп, имеет схожие признаки. При этом, как и у гриппа, в группе риска находятся люди возраста 65+ и особенно возраста 80+. Люди других возрастов имеют низкие шансы стать жертвой COVID-19, хотя это возможно в случае наличия отягощающих заболеваний, высокой концентрации вируса, слабого иммунитета, неправильного/недостаточного лечения и перенесения заболевания «на ногах». В отличие от сезонного гриппа к группе риска COVID не относят детей младше двух лет. По разным данным, около 40-50% людей переносят болезнь без симптомов и могут быть активными распространителями заболевания. Из оставшихся около 80% переносят заболевание в легкой форме, не требующей специфического лечения, 15% – в тяжёлой форме, 5% – в критической форме. По последним данным WHO, жертвами COVID-19 в мире уже стали 337 тыс. человек, при том что от сезонного гриппа погибают 290–650 тыс. человек ежегодно.

Что касается уровня летальности нового заболевания, то уже в начале апреля начали выходить исследования, согласно которым долгосрочно ожидаемая итоговая летальность вируса с учетом лёгких и бессимптомных случаев может быть на уровне 0,125%, что

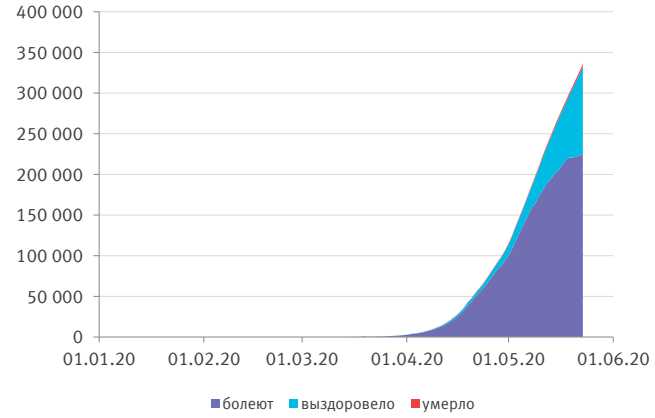
приблизительно сопоставимо с летальностью сезонного гриппа (0,1%). При этом «свиной грипп» H1N1 2009 года также начинал свой путь с уровней летальности от 0,1% до 5,1% в зависимости от конкретной страны, а по итогам подробных тестирований и сбора максимально возможной статистики завершил своё «выступление» с уровнем летальности 0,02%. Вышедшее на днях исследование показало, что около 12% москвичей уже имеют антитела к COVID-19, что может говорить о том, что реально переболевших новым заболеванием в столице может быть на порядок больше официальных цифр, и снижать и без того относительно низкий процент летальности по Москве. Высокий процент летальности в европейских странах сейчас увязывают в первую очередь с относительно высокой по сравнению с остальным миром долей пенсионеров в общем населении. Как следствие в таких странах как Великобритания и Швеция около 40% всех смертей от COVID приходится на вспышки заболевания в домах престарелых. Также высок процент заражений в больницах. К причинам высоких уровней летальности в США относят также недоступность бесплатной медицинской помощи.

Общее число болеющих COVID-19 в мире начинает стабилизироваться...



Источники: Johns Hopkins CSSE, расчеты «Открытие Брокер»

...также как и в целом в России



Источники: Johns Hopkins CSSE, расчеты «Открытие Брокер»

Изначально многие опытные вирусологи говорили о том, что новое заболевание не является критически опасным и скорее не требует чрезвычайных ограничений. Хотя были и противоположные точки зрения. Но по мере роста освещения ситуации в СМИ, подключения политиков и других заинтересованных лиц голосов врачей стало слышно меньше. Впрочем, аргумент о нехватке койко-мест, рук спасателей, аппаратов искусственной вентиляции легких (ИВЛ) и необходимости сглаживания пика эпидемии для распределения нагрузки во времени стал действительно рациональным аргументом почти для всех врачей. В такой ситуации ввод жестких ограничений стал неизбежен.

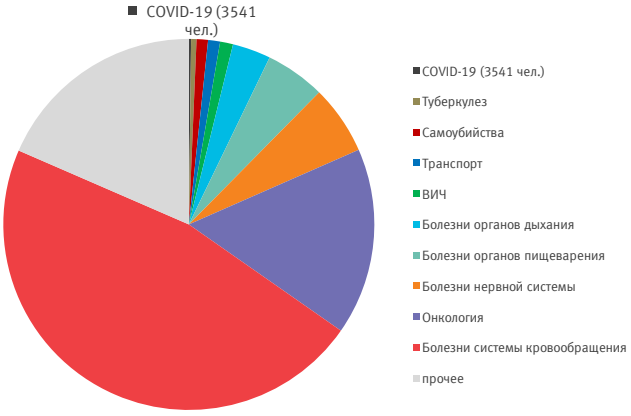
Общественно-политический аспект. Вирусное 9/11. Общество будущего

Вспышка COVID-19 в Китае в январе вызывала настороженность, но в целом можно было говорить об умеренном отношении к проблеме. Но когда эпидемия начала перекидываться на развитые страны, градус восприятия резко поднялся. Развитие средств коммуникаций и информационного пространства в последнее десятилетие привело к единому информационному давлению в СМИ и социальных сетях. Многие наблюдатели уже отметили, что еще в начале 90-х годов развитие ситуации по сценариям 2020 года с вводом жестких ограничений по всему миру вследствие истерии в СМИ вряд ли было бы возможно.

Оказавшись в ситуации чрезмерного информационного давления, правящие политики были вынуждены действовать, так как в условиях неизвестности бездействие, разумеется, грозило болезненной потерей политических очков в случае развития ситуации по худшим сценариям.

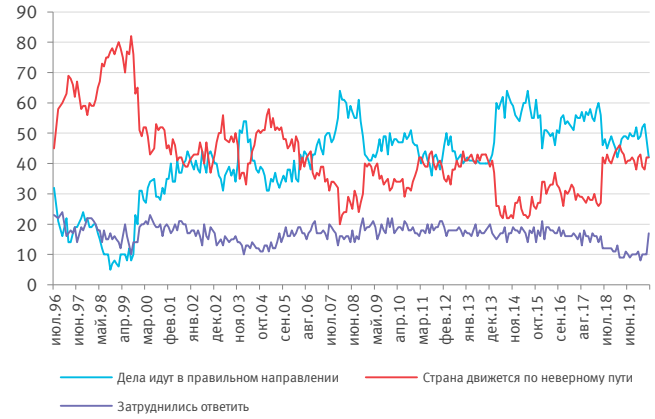
С точки зрения информационных поводов глобальная пандемия COVID-19 стала своего рода «вирусным 9/11». В сентябре 2001 года протаранившие башни-близнецы в Нью-Йорке самолёты открыли эпоху глобальной борьбы с терроризмом. Ликвидация Усамы бен Ладена в 2011 году, запрещенного в России ИГ и Абу Бакра аль-Багдади в 2019 году создали некоторый вакуум в поисках глобального «врага №1». В этом плане ситуация с COVID переворачивает страницу истории. После сентября 2001 года стало обычным ставить во всех публичных местах рамки металлоискателей, камеры наружного наблюдения, проводить дополнительный досмотр в аэропортах, расширять доступ спецслужб к средства телекоммуникаций, усиливать контроль за риторикой экстремистского характера.

Общее число погибших от COVID-19 в России относительно других причин смерти



Источники: Росстат, WHO, расчеты «Открытие Брокер»

В апреле число сторонников и противников курса страны вновь сравнялось



Источники: Левада-Центр, Ведомости, расчеты «Открытие Брокер»

Сейчас же новой нормальностью может стать дополнительный контроль против возбудителей болезней на транспорте, мониторинг государством данных телеметрии человека, принудительная изоляция на карантин отдельных граждан, групп людей, включение массовых режимов «самоизоляции». Так или иначе, такие действия могут быть связаны с дополнительным ограничением прав граждан. Многие на Западе уже отметили, как во время пандемии были быстро позабыты принципы либерализма ради всеобщего блага. Премьер-министр Великобритании Борис Джонсон пытался организовать демарш в пользу либерализма и отсутствия жестких ограничений, но был вынужден отступить под давлением своих европейских коллег, пригрозивших Джонсону бойкотом. Пожалуй, единственным островком либерализма в Европе осталась Швеция, которая не пошла на жесткие ограничения, учитывая позицию своих граждан. При этом граждане Швеции проявили самодисциплину. Многие европейские страны ограничили базовые свободы граждан без введения режима чрезвычайной ситуации, тем самым нарушив собственные конституции, и только в Чехии общество вынудило власти ввести режим ЧС задним числом.

Надо отметить, что в качестве приоритетной цели ограничений европейские политики ставили себе задачу сохранить жизни пожилому поколению. Такая задача заслуживает похвал и вполне разумна при планировании долгосрочного перехода к «зеленой экономике» будущего, при которой высокая забота об экологии, низкие темпы роста экономик и низкая рождаемость сочетаются с ростом плодотворной продолжительности жизни. Но в этом плане можно говорить о том, что выполнение такой миссии провалилось – коронавирус в Европе проник в дома престарелых и больницы, которые сами стали очагами распространения инфекции.

Если же воспринимать глобальную борьбу с COVID как начало новых войн с вирусами, то надо понимать, что, как и от любой войны, граждане могут начинать испытывать от них усталость. Как и в случае борьбы с терроризмом, режим самоизоляции ограничил потребности значительной части населения потребностями в еде и безопасности. С учётом беспрецедентных ограничений в экономике это может вызывать массу вопросов в адекватности принимаемых решений.

Финансовые предлоги и экономические последствия

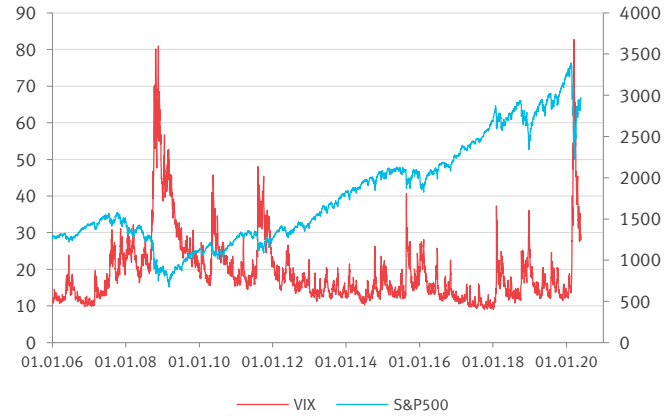
Принимаемые политиками меры по изоляции населения стали беспрецедентными в плане экономики. По факту впервые в глобальном масштабе политики отключали 5-15% экономик своих стран, точечно выключая целые сектора в сфере услуг и частично в производстве. Если последние пятьдесят лет в качестве основных регуляторов делового цикла в странах Запада выступали центральные банки, то теперь эту роль примерили на себя правительства.

Впрочем, в реальности можно рассматривать текущий экономический шок скорее как завершающий аккорд более продолжительной встряски. Последняя глобальная рецессия была в 2008-2009 году, с этого момента прошло уже 12 лет. Еще в конце 2017 года ФРС и ЕЦБ начали переходить к ужесточению денежных политик. В начале 2018 года Дональд Трамп анонсировал торговые войны, которые начали бить по мировой промышленности и торговле. В результате в 2018 году рынки лихорадило, а декабрьское падение американского фондового индекса S&P500 в 2018 году стало худшим декабрьским падением с 30-х годов прошлого века. Впрочем, тогда Дональд Трамп заявил, что договорился с банкирами о выкупе падающего рынка.

Ровно через год, в середине декабря 2019 года под экспирацию мы видели продажи американских акций без видимых причин и начало покупки гособлигаций развитых стран – так называемых «безрисковых» активов. Фактически крупные инвесторы сокращали долю рисковых активов и уходили в безриск. При этом всё это происходило ещё до начала распространения темы с коронавирусом. В нашей декабрьской стратегии мы также указывали на необходимость масштабной коррекции рисковых активов уже в I квартале 2020 года (хотя и не предполагали обвал такой глубины).

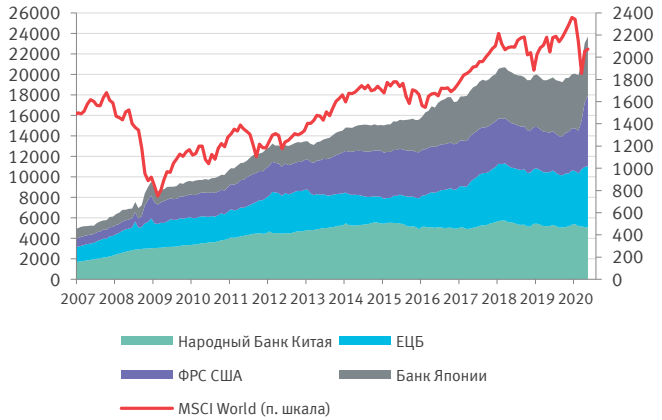
Ситуация с COVID-19 стала лишь триггером для инициации обвальных распродаж на рынках в условиях «идеального шторма». Буквально за несколько недель индекс РТС потерял 50% своей стоимости, индекс S&P500 упал на 30%, индекс волатильности VIX взлетел к уровням кризисного 2008 года (выше 80 пунктов). 12 марта произошёл момент истины, когда инвесторы в панике распродавали абсолютно все активы на финансовом рынке, уходя в доллар, создавая кризис ликвидности.

Волатильность на американском рынке акций в марте достигла уровней 2008 года



Источник: Reuters

Крупнейшие центральные банки вновь резко нарастили активы (USD млрд)



Источники: PBOC, BOJ, ECB, FED, Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Именно в этот момент ФРС США объявила об открытии линий предоставления ликвидности в рамках операций РЕПО на 1,5 трлн долларов. Позже были запущены масштабные программы поддержки со стороны других центральных банков и правительств. Новые программы продолжают анонсироваться, и сейчас они уже в совокупности превышают 15% мирового ВВП, с лихвой перекрывая возможные квартальные просадки мирового ВВП.

По факту можно говорить о том, что, временно отключив сектор услуг, правительства, наконец, завершили 12-летний краткосрочный экономический цикл. Хотя с начала 2018 года глобальное производство замедлялось, глобальный сектор услуг продолжал поддерживать рост мировой экономики, уровни безработицы в развитых странах оставались низкими. В конце 2019 года центральные банки заявляли, что готовы поддержать рост глобальной экономики, но потребуются также бюджетные стимулы правительств. Сейчас мы видим, что разрывы уровней безработицы по факту состоялись, рецессия наступила. При этом на фоне вирус-

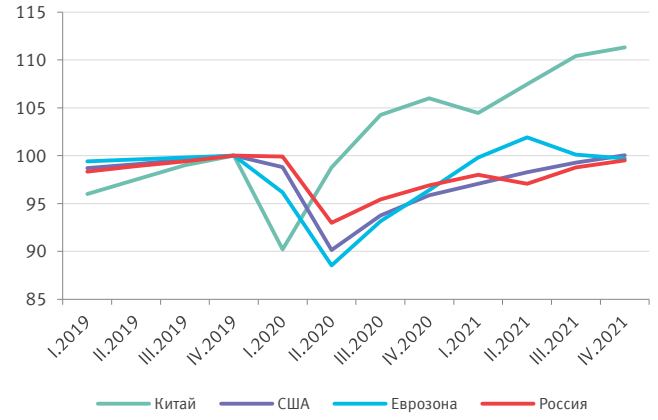
ной инфекции запасы готовой продукции были распроданы, запасы для будущего производства, наоборот, сформированы с избытком. А правительства и центральные банки залили кризис новыми деньгами, обеспечив базу для будущего роста.

Что дальше? Стратегия инвестиций

В настоящее время сохраняются опасения, что осенью нас может ждать вторая волна пандемии, которая еще раз обрушит глобальную экономику и финансовые рынки. Например, «гонконгский грипп» после первой умеренной волны 1968/69 в некоторых странах привел к жертвам в 2-5 раз большим во время сезона 1969/70. Между тем, полученный опыт разных стран, в том числе Швеции и Южной Кореи, показывает, что введение тотальных ограничений в сервисной экономике и режимов самоизоляций при COVID может являться избыточной мерой. Ношение масок, массовые тестирования, оперативное выявление и изоляция заболевших, жёсткая изоляция групп риска могут быть достаточными действенными мерами при наличии достаточных медицинских фондов. Кроме того, появились статьи, что уже осенью этого года может стартовать начало вакцинации от COVID-19. В этом плане ждать повторения ручного выключения глобальной экономики осенью вряд ли стоит.

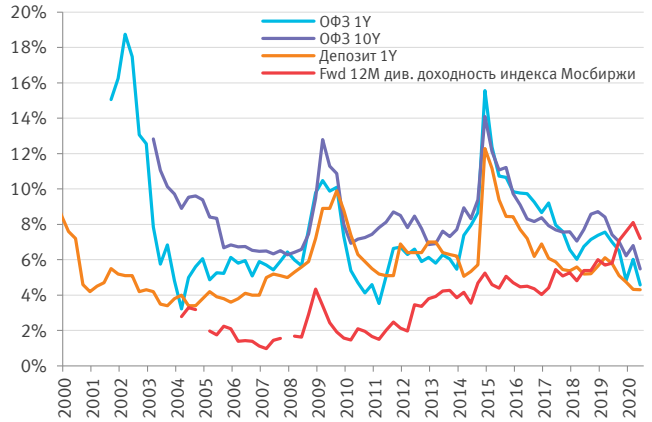
Принудительный характер выключения и включения глобальной экономики, а также масштабные денежные вливания со стороны правительств и центральных банков также позволяют надеяться на V-образный разворот. Точечная остановка некоторых сегментов сектора услуг в США привела к всплеску безработицы в этих сегментах рынка, в то время как в остальных секторах уровни безработицы изменились слабо. При этом зарплаты в США в апреле даже выросли на 4,3% м/м при взлете безработицы с 4,4% до 14,7%. Фактически можно говорить о том, что это произошло из-за того, что пострадали наиболее низкооплачиваемые сегменты на рынке труда. Работники в этих сегментах будут в ближайшие месяцы получать повышенное пособие по безработице, и для их привлечения обратно на рынок потребуются дополнительные усилия. Как результат, вряд ли сейчас стоит говорить о глобальном дефляционном сценарии развития, особенно с учётом уже упавших цен на сырьё.

Консенсус-прогнозы Reuters видят V-образное восстановление ВВП (4Q2019=100)



Источники: Reuters, расчеты «Открытие Брокер»

Ожидаемая дивидендная доходность индекса Мосбиржи остаётся рекордной



Источники: Банк России, Reuters, Bloomberg, расчеты «Открытие Брокер»

В текущих условиях мы продолжаем ожидать продолжения долгосрочного тренда к постепенному росту глобальной инфляции активов за счёт непропорционального роста доходов. Как следствие на длинных горизонтах могут быть интересны проинфляционные активы – акции, недвижимость, отчасти товарные активы. При этом в текущей ситуации акции роста (growth) в США могут начинать терять свои позиции перед акциями стоимости (value). Европейские акции могут представлять повышенный интерес для инвесторов именно с точки зрения повышенных дивидендов в устойчивых историях стоимости. Кроме того, пара EUR/USD вновь становится интересной для покупки: кроме стабильного перевеса по счёту текущих операций Европа, наконец, может выигрывать у США и по финансовому счёту. При этом консенсус-прогнозы указывают, что уже в 2021 году темпы роста европейской экономики могут вновь в моменте обыгрывать американские.

Возврат к тенденциям роста инфляции активов в зоне доллара и перезапуск мировой экономики могут вновь усилить интерес глобальных инвесторов к развивающимся рынкам. При этом основной спрос может прийтись скорее на акции, хотя прямо сейчас также сохраняются возможности для сокращения кредитных спредов в еврооблигациях. Показавшие минимумы с 1999 года цены на нефть могут продолжить динамичное восстановление на ожидании возврата рынка «черного золота» к дефициту уже в июне. В условиях сохранений ожиданий долгосрочного усиления инфляции и реальных отрицательных ставок в зоне доллара мы предпочитаем также иметь позицию в золоте как традиционном хедже от инфляционного разгона.

Цены на российские рублевые облигаций уже вновь переписали максимумы года на более низкой инфляции и опасении более активного снижения ставок Банком России. Между тем, потенциал дальнейшего снижения доходностей здесь мы видим довольно ограниченным. Сохраняющиеся высокие реальные (за вычетом инфляции) доходности и потенциальный upside по курсу рубля могут продолжать привлекать зарубежных инвесторов в этот сегмент рынка, но для российских резидентов интерес скорее будут представлять отдельные корпоративные истории.

Между тем, российский рынок акций может оставаться в фокусе повышенного внимания. Форвардная дивидендная доходность корзины акций индекса Мосбиржи продолжает находиться выше 7%, продолжая впервые в российской новейшей истории находиться выше доходностей ОФЗ и рублевых депозитов. Хотя будущие прибыли акций российской нефтянки всё еще остаются в подвешенном состоянии, на российском рынке акций сохраняется достаточное количество акций с понятными и предсказуемыми повышенными дивидендами, а также ряд привлекательных историй роста. Возврат российской экономики к ускорению темпов роста ВВП после провала может также в моменте стимулировать фронтальный рост бумаг.

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «**Личный брокер**») http://private.open-broker.ru/

Ближайший офис: http://open-broker.ru/offices/
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Личные брокеры
Николай Рузайкин
Начальник управления
http://private.open-broker.ru/
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации
Деск облигаций
8 800 500-99-66

Структурные продукты
https://open-broker.ru/investing/structural-products/

Аналитики

Константин Бушуев, PhD
Макроэкономика, глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Илья Мартыненко
Технический аналитик

Михаил Шульгин
Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Иван Авсейко
Аналитик, международные рынки

Алексей Корнилов, CFA
Аналитик, международные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2020

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Содержащаяся в аналитическом отчёте инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.