

ДФ Адванс Източна Европа

Инвестиционен коментар

към 30 юни, 2020 г.

Надя Неделчева, CFA

Порфейлен мениджър

23 юли, 2020 г.

Отчет за първата половина на 2020 г.

Първата половина на 2020 г. беше една от най-волатилните на финансовите пазари от много десетилетия насам. Тя започна с постепенно възстановяване на глобалната индустриална активност, което помогна на пазарните индекси да стартират положително, но всичко се промени през февруари, когато като закъсняла реакция на разпространението на КОВИД-19 и свързаните с него карантинни мерки, бяхме свидетели на панически разпродажби на всички основни класове активи и най-бързият и дълбок спад в историята на американския пазар, който измерен през S&P500 загуби почти 40% от стойността си в рамките на по-малко от месец. Пазарите в останалите развити и развиващи се пазари отчетоха дори и по-големи понижения. Допълнителен негативен ефект оказа и провалът на преговорите между страните от ОПЕК и Русия, което доведе до сериозен спад в цените на петрола, пренасяйки се впоследствие и върху цените на акциите. Особеното при този срив беше, че не наред с акциите и ниско-качествените облигации, този път не бяха пощадени дори такива активи като американските държавни ценни книжа и златото, които традиционно имат статут на убежище при повишена пазарна волатилност. Това говори за форсирана ликвидация на позиции от големи инвеститори със значителен левридж в портфейлите си.

Тези силно негативни настроения доминираха до средата на март, но след това настъпи период на стабилизация, а впоследствие и сериозно оттласкване от дъната на пазарните индекси, които в следващите три месеца успяха да компенсират голяма част от предходните загуби, водени от американския технологичен сектор, който успя дори да отбележи нови исторически върхове.

Индексът MSCI World приключи полугодieto на -8.7%, воден от американският пазар, който отчете спад от само 3.7%, докато MSCI Emerging Markets изостанаха от развитите пазари, спадайки с 10.78% в евро, поради по-ниската ликвидност, слабостта на местните валути и цялостната рискова нагласа на глобалната инвестиционна общност, която се съсредоточи преди всичко към развитите пазари. По тази причина регионът на Централна и Източна Европа също изостана значително в представянето си и завърши със спад от почти 25% (в евро) за първите 6 месеца.

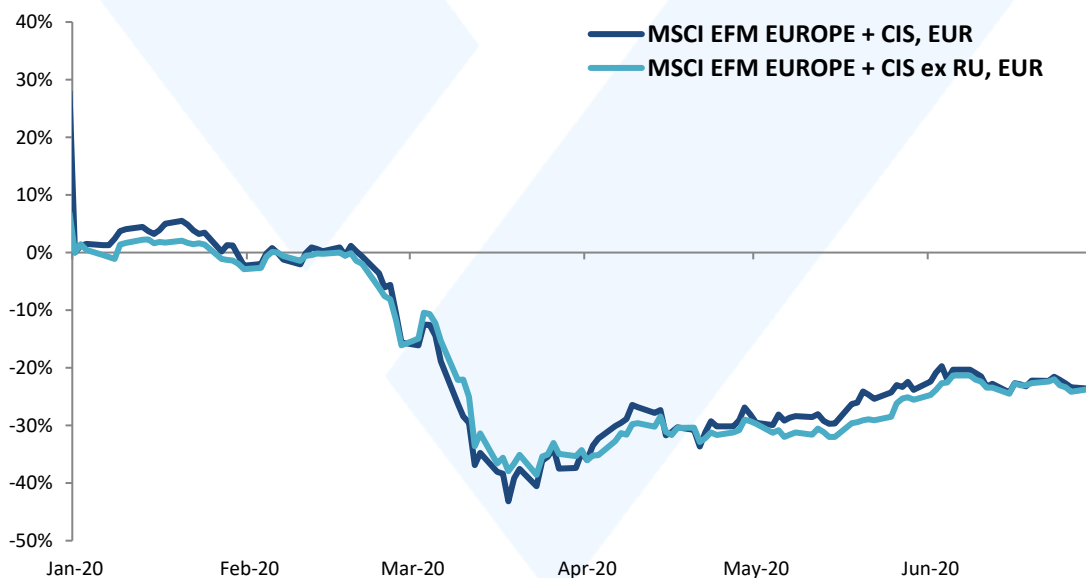
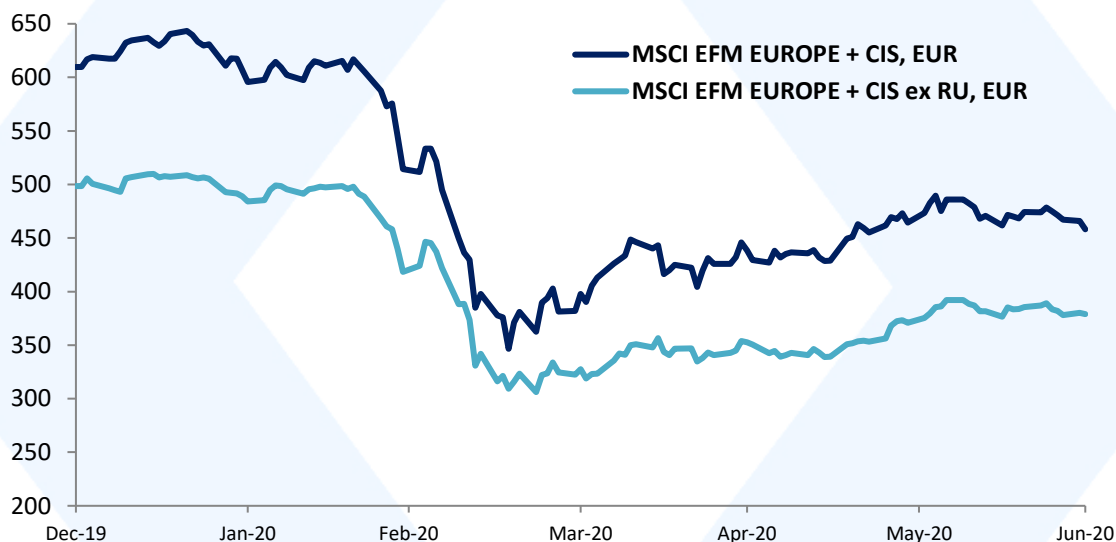
Измерено в местна валута, в региона на развиваща се Европа най-силно ударен беше гръцкият пазар (-30%), следван от Полша и Чехия, които загубиха приблизително около 18%, докато руският пазар се представи по-силно (спадайки само с 10%) благодарение на технологичния си сектор и на възстановяването при енергийните компании. Най-добре представящия се пазар обаче се оказа Турция, която завърши първото полугодие на положителна територия, с ръст от 1.8%, благодарение до голяма степен на подкрепата на местните инвеститори и учудващо стабилната турска лира.

Позитивната реакция на пазарите след първоначалните разпродажби се дължи най-вече на много по-бързата и мащабна реакция от страна на централните банки и правителства в големите световни икономики в сравнение с предходни кризисни ситуации. В САЩ бяха приети пакети с фискални стимули на стойност над 2 трилиона долара (10% от американския БВП), насочен към подкрепа както на бизнесите, така и на домакинствата посредством кредитни гаранции, изгодни заеми и безвъзмездни помощи, включително директни плащания от 1200 долара на човек. Подобна фискална програма на обща стойност 750 млрд. евро (19% от БВП) прие и Германия. По своя мащаб това са повече средства от време на кризата през 2008 г, но мобилизирани много по-бързо от тогава. В рамките на ЕС беше прието и временно суспендиране на правилата за публични финанси в ЕС, което дава възможност на държавите да поемат допълнителен дълг за справяне с кризата. Приет беше и пакет за възстановяване и устойчивост на стойност 750 млрд. евро за справяне с последствията от пандемията на ниво

ЕС, като една част от него ще се финансира посредством емитиране на общи КОВИД облигации, зад които стои целият ЕС, за да се парират притесненията за индивидуалната задлъжнялост на определени държави като Италия например.

Наред с фискалната подкрепа, централните банки инициираха безпрецедентни по своя размер и обхват монетарни стимули - 4.5 трилиона от страна на Федералния Резерв над 1 трилион от ЕЦБ, с цел да предоставят достатъчно ликвидност в глобалната финансова система и да предотвратят блокаж и имплозия на определени ключови сегменти от нея, които бяха под натиск поради принудителни разпродажби. На практика централните банки влязоха в ролята не просто на кредитор от последна инстанция, а на купувач от последна инстанция, за голяма част от финансовите активи. Всичко това до голяма степен редуцира риска от имплозия на финансовата система и гарантира, че тя ще успее да изпълнява функциите си като трансмисионен механизъм на средства към реалната икономика.

Движение на MSCI EFM Europe+CIS и MSCI EFM Europe+CIS ex RU през първата половина на 2020 г.



Преглед на развитието на пазарите от портфейла

Русия

След силните сътресения на глобалните пазари през март, руските акции частично се възстановиха през второто тримесечие, макар и позитивният тренд да загуби скорост през юни. Руските активи се представиха по-силно в ранните седмици на отскок от мартенските дъна, като част от групата на относително по-устойчивите развиващи се пазари (Корея, Тайван, Тайланд, Чили и др.), навлезли в пандемията с по-добра макроикономическа рамка. Въпреки това импулсът на руския пазар значително намаля, след като в средата на май, с интензифициране на глобалния позитивен сантимент, започна ротация към по-рисковите сегменти на активите от развиващите се пазари. MSCI Russia записа представяне съпоставимо с глобалния MSCI EM през второто тримесечие, но изостава по-доходност от началото на годината (-27,4% спрямо -10,8%) заради по-значителния спад през март.

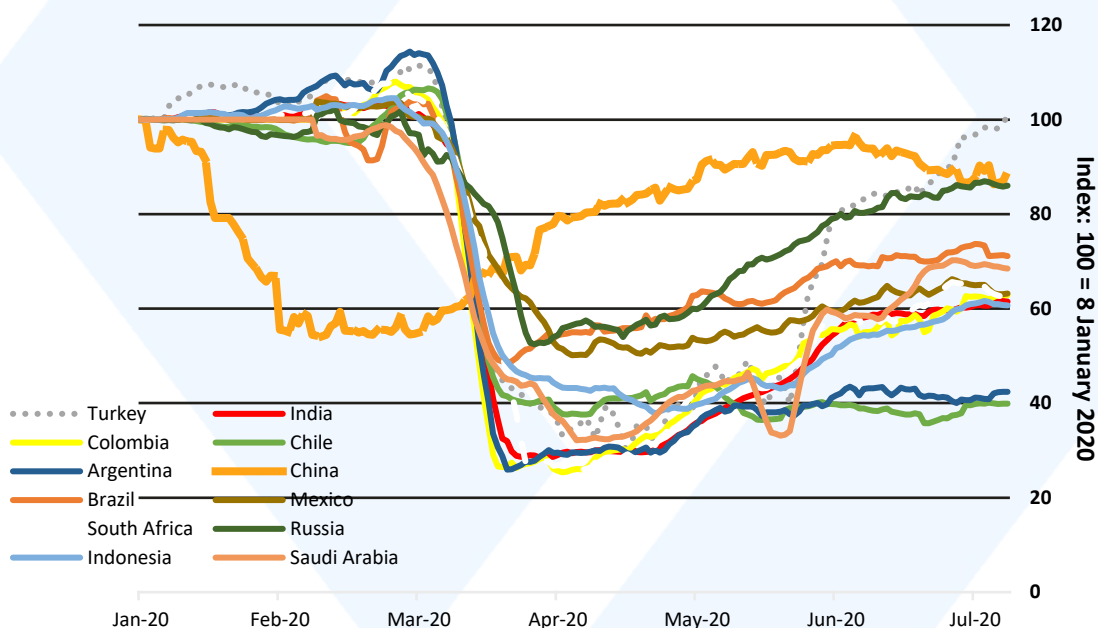
Същевременно руската рубла бе по-тежко ударена по време на разпродажбите през март, но и укрепна над очакваното през второто тримесечие, поскъпвайки с 10,2% спрямо щатския долар. Въпреки това рублата остава сред по-слабо представящите се по доходност от началото на годината със спад от 12,9%, сравнено с 11,6% за JP Morgan EM Currency index. Реализираната волатилност през първото полугодие, макар и висока (24,7%), бе съпоставима със средното ниво от 20% при други суровинни валути (BRL, MXN, NOK, COP, ZAR, IDR, CLP, AUD), което продължава да е индикация за отшумяване на идиосинкратичните рискове и по-голяма тежест на глобалните фактори. В положителен план, второто тримесечие доведе до осезаемо подобрене, като три-месечната историческа волатилност спадна почти наполовина спрямо края на март, до 16,3%, което е сходно с норвежката крона, колумбийското и чилийското песо и австралийския долар.

В краткосрочен план е възможно да наблюдаваме известен натиск върху рублата, основно по линия на пика на дивидентните плащания през летните месеци и позиционирането на чуждестранните инвеститори, които продължават да държат относително висок дял от руските ДЦК (30%). Следва да се отбележе и засивлането на санкционната реторика в САЩ след скорошните обвинения, че Русия е предлагала награди за убийства на американски войници в Авганистан. Междувременно, глобалният сантимент към рисковите активи и динамиката на цената на петрола остават ключови фактори за местната валута, отчитайки високата корелация. След дълъг тренд на отслабване, продължил близо три години, корелацията на рублата с петрола рязко се повиши през март, като впоследствие се нормализира около дългосрочните средни нива, текущо около 0,55 спрямо 0,25 в началото на догината (1-годишна корелация на седмична база). От една страна, апетитът на инвеститорите за риск би могъл да продължи, макар и необосновано, още известно време. От друга страна, перспективи за допълнително поскъпване на петрола липсват. Изхождайки от дотук изложеното, негативните рискове пред руската валута преобладават.

Междувременно в макроикономически план икономиката може да изненада позитивно през второто тримесечие. Ръстът на БВП през първото тримесечие се забави, до 1,6% на годишна база, в следствие на отслабване във външния сектор, докато вътрешното потребление отчете ускорение, тъй като противоепидемичните мерки влязоха в сила в края на март. Въпреки

двойния шок от въведените общонационални ограничителни мерки и колапса на цената на петрола, Русия, заедно с Китай и Турция, бе сред по-устойчивите големи икономики през второто тримесечие. Разглеждайки високо-честотния алтернативен икономически индикатор на Блумбърг, дневната активност в Русия и Китай е около 15% под нивата преди пандемията, сравнено с 30% и 40% за агрегираните индекси на развитите и развиващите се икономики (без Китай), респективно. Същевременно, през последните няколко седмици данните, особено тези за вътрешното потребление (разплащания с карти, продажби на дребно, човекопоток и др.), са обнадеждаващи. Въпреки това не липсват и рискове пред бързото V-образно икономическо възстановяване. На първо място, дневният брой на новозаразените с Ковис-19 се запазва висок, макар и стабилизирани, което може да окаже негативен ефект върху потребителското поведение дори и без повторно въвеждане на протиепидемичните ограничения. Второ, щетите върху пазара на труда, в частност продължителен спад на средната заплата в реално изражение, също могат да натежат върху вътрешното потребление. Не на последно място, действащото споразумение ОПЕК+ ограничава производството на петрол с 20%, като директният ефект върху икономиката до сега е 1,3% от БВП. Същевременно, рисковете от удължаване на действащите квоти са съществени, отчитайки рекордно високите нива на световните запаси от суров петрол (1,3 млрд. барела, 3 пъти над нивата през предишния период на глобален излишък 2014-2016).

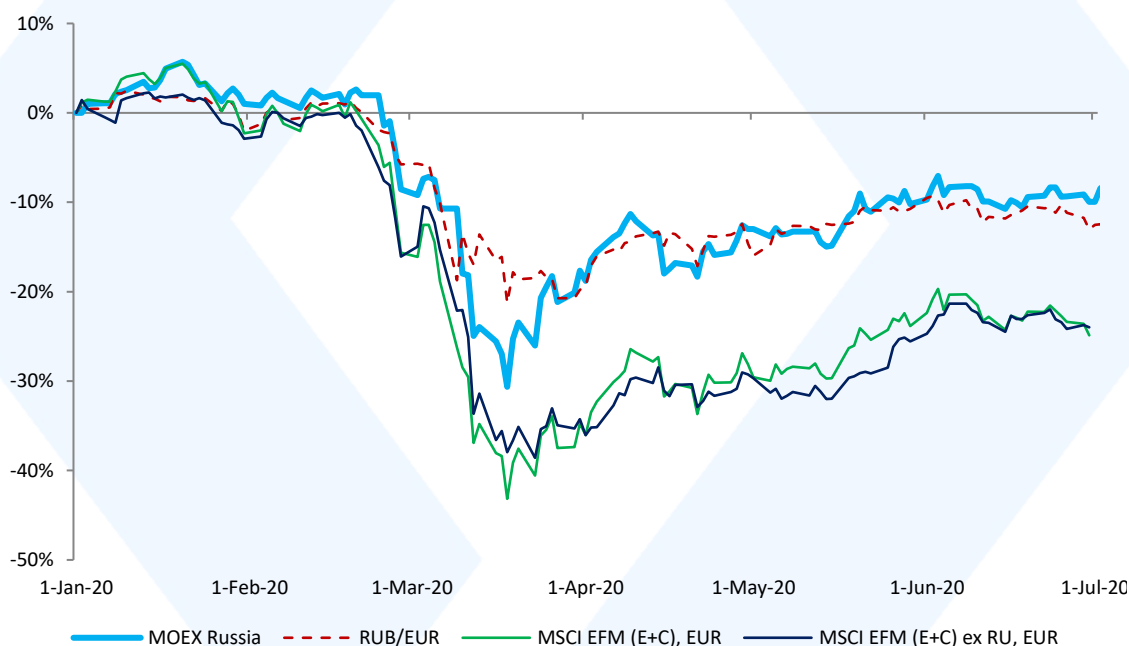
Bloomberg Daily Activity Indicators



Перспективите пред руските акции са умерено оптимистични на фона на дългосрочно експанзионистична монетарна политика от страна на руската ЦБ и компресирана доходност по рублево деноминирани ДЦК. Руският пазар изглежда навлиза в нова фаза на по-високи оценъчни съотношения. Абстрахирайки се от ефекта на пандемията върху прозозните печалби за текущата година, прогнозното P/E на MSCI Russia за 2021 възлиза на 7,7x. Това е три стандартни отклонения над 5-годишното средно ниво, докато дисконът спрямо глобалните развиващи се пазари (MSCI EM) се беше свил до 35% през второто тримесечие, най-ниския от световната финансова криза насам. Текущо руските акции се търгуват с 45% по-

ниско прогнозно P/E спрямо GEM, едно стандартно отклонение над дългосрочното ниво на дисконт от 50%. Считаме, че тези нива могат да бъдат устойчиви. Същевременно пазарът може да намери допълнителна подкрепа от страна на нарастващ интерес от местните инвеститори, докато потоците от чуждестранни портфейлни инвестиции вероятно ще продължат да следват общата тенденция за развиващите се пазари, която се характеризира с голяма волатилност през последните месеци. Новооткритите от частни инвеститори сметки за търговия на руската борса се увеличават с 1/3 през тази година, до 5,1 млн., а дела на дребните инвеститори от общите обеми на търговия се е повишава, до 40% през Април и Май, 2,5 пъти над нивата от предходната година. Очакванията ни са, че местните инвеститори ще продължат да ротират спестяванията си от облигации към акции преследвайки по-привлекателна доходност, т.нар. ефект "TINA" (There is No Alternative - Няма друга алтернатива). Това следва да постави акцент върху компаниите с добра балансова позиция и в състояние да поддържат устойчиво висока дивидентна доходност, основно от секторите "Енергетика" и "Материали". Същевременно на фокус остават и технологичните компании, които за сега укрепват пазарните си позиции в условията на пандемия.

Движение на МОЕХ през първата половина на 2020 г.



Турция

След силно турбулентния март месец, турският пазар направи силно завръщане през второто тримесечие на фона на глобално подобряващ се сантимент към рисковите активи. BIST 100 отчете повишение от 30,0% в местна валута, което бе най-силния тримесечен резултат от 2Q2009, изплувайки на зелено по доходност от началото на годината (+1,8%). Отчитайки изненадващо устойчивата турска лира, дори в доларово изражение ръстът от 25,2% бе впечатляващ, изпреварвайки MSCI EM с близо 8 п.п. Обемите на търговия се увеличиха значително през последните седмици, достигайки абсолютно рекордни нива от почти USD 7 млрд. в началото на юли. Възходът бе движен от местните инвеститори през по-голямата част от тримесечието, докато международните участници започнаха предпазливо да се завръщат

на пазара едва през юни. Портфейлните инвестиции на нерезиденти в турски акции регистрираха нетни постъпления в средата на юни (+USD 126 млн.), след двадесет поредни седмици на нетни отливи (-USD 4 млрд.).

Същевременно турската икономика продължи да расте, като темпът на ръст през първото тримесечие, макар и забавящ се, бе един от най-високите в развиващият се свят. БВП нарасна с 4,5% на годишна база, по-слабо от 6-процентната експанзия през предходното тримесечие и под медианната прогноза на икономистите от 4,9%. Основен двигател бяха потреблението на домакинствата и държавните разходи, повишавайки се съответно с 5,1% и 6,2%. Потреблението бе оптически силно, забавяйки се относително малко спрямо предходното тримесечие (+6,8%), въпреки протиепидемичните мерки, които бяха въведени в средата на март. Причини за това бяха ниската база за сравнение от 1Q2019, когато икономиката бе в рецесия, както и значителният кредитен импулс. Притивоположна бе динамиката на инвестиционната активност и външния сектор. Спадът в инвестициите се задълбочи, -1,4% спрямо -0,6% през Q4, в условията на бързо влошаващата се глобална и местна макроикономическа среда. Износът се сви с 1,0%, спрямо повишение от 4,4% през предходното тримесечие, което бе най-големият спад от 3Q2016 насам.

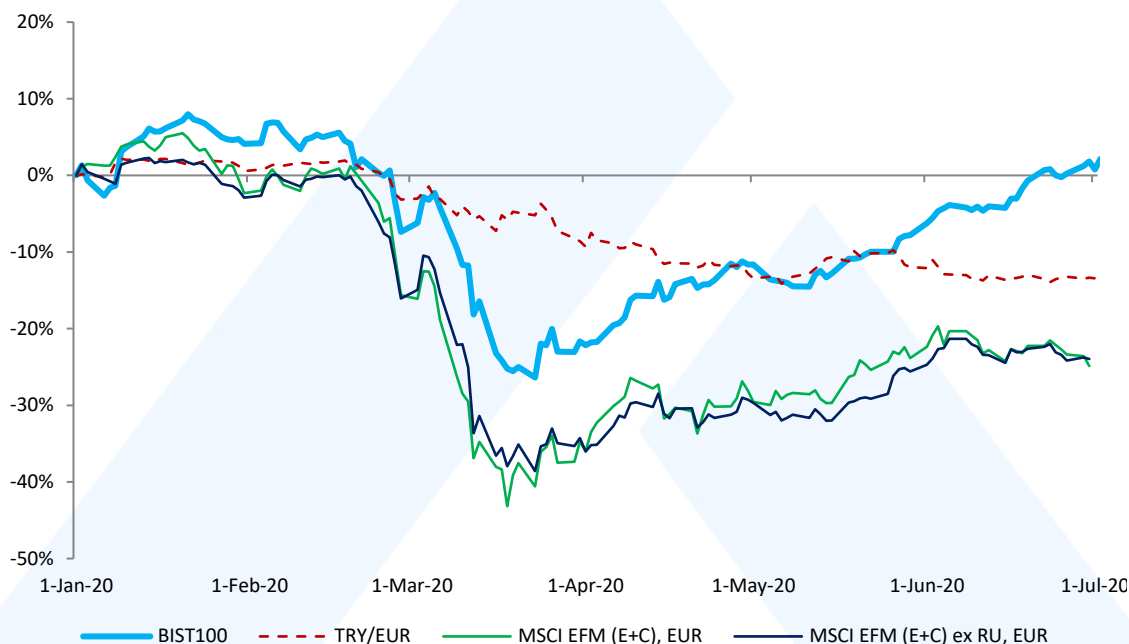
По отношение на второто тримесечие, високо-честотните икономически индикатори се сринаха през април, но негативният тренд бързо бе преодолян. Очакванията на бизнеса и потребителите бързо отскочиха, докато PMI индексът отчете изненадващо висока стойност през юни (53,9). Така Турция демонстрира най-бързото възстановяване сред големите развиващи се икономики. Разглеждайки високо-честотния алтернативен икономически индикатор на Блумбърг, дневната активност в страната достигна базисните нива от периода преди пандемията в началото на юли, сравнено със спад от 30% и 40% за агрегираните индекси на развитите и развиващите се икономики (без Китай), респективно.

В негативен план следва да се отбележи, че бързото възстановяване на турската икономика за пореден път е движено от неустойчиво висок ръст в кредитирането. Банковите заеми растат с 30% на годишна база от май месец насам, като темповете дори се ускориха до 40% в края на юни. Това ще облекчи икономическата активност в краткосрочен план, но уроците от последните три години сочат, че държавно стимулираните кредитни импулси са неустойчиви и дестабилизиращи за икономиката. Цената на тази краткосрочна тактика ще бъде допълнителна волатилност и обезценка на местната валута в дългосрочен план.

В перспектива подходяме предпазливо към турските акции, както поради фундаменталните рискове (макроикономически дисбаланси), така и с оглед на техническата картина. Макар и текущият глобален апетит за риск да е благоприятен за пазари с висока β , какъвто е турският, и това би могло да доведе до положителни потоци от портфейлни инвестиции в краткосрочен план, индексът BIST 100 изглежда "прегрят". Делът на акциите от индекса, търгуващи се с RSI над 70, достигна исторически рекордно ниво от 49% в началото на юли. В предишни епизоди, когато пазарът е бил така екстремно свръхкупен по този показател (с дял от акциите над 45%), средната възвръщаемост за период от три, шест и дванадесет месеца е отрицателна, съответно -1%, -6% и -19%. Същевременно, MSCI, основният доставчик на бенчмарк индекси, наскоро предупреди за потенциално понижение на Турция до статут „Frontier“. Подобно действие може да доведе до отток от общо USD 5 млрд. от турските акции, в това число между USD 2,0 и 3,0 млрд. от пасивни фондове. Според нас този риск оправдава по-висока

рискова премия, като Турция може да се в новата "Русия" по отношение на хронично ниските оценъчни съотношения и дисконта на пазара.

Движение на BIST 100 през първата половина на 2020 г.



Основните ни притеснения за турския пазар продължават да бъдат високата зависимост на страната от чуждестранни капиталови потоци и произтичащата от това склонност на лирата към обезценяване. Въпреки че местната валута демонстрира изненадваща устойчивост през последните месеци, това бе за сметка на значителни валутни интервенции от страна на ЦБ. Брунтите международни резерви на Турция спаднаха до USD 91 млрд. (нетно USD 29 млрд.) в края на Май, като USD 51,9 млрд от тях са осигурени посредством суапови сделки с период до 1 година. Т.е. над половината от резервите са краткосрочни средства на заем, след приспадането на които нетните резерви биха били дълбоко отрицателни. Същевременно, според последния доклад МВФ за Глобалната Финансова Стабилност, адекватността на турските валутни резерви (брутни резерви спрямо краткосрочни задължения) възлиза на 80%, под препоръчителната минимална граница от 100%. Така с необходими външни средства от финансиране в порядъка на средно 20% от БВП през следващите няколко години Турция попада сред най-крехките развиващи се икономики, заедно с ЮАР, Чили и Египет. Според нас дисбалансът в международната позиция на страната, заедно със слабото доверие в монетарната политика и отрицателните реални лихвени проценти, следва да окажат натиск върху местната валута, но точният момент на следващия колапс на турската лира остава неопределен.

Румъния

След значителните спадове през март, румънските акции отчетоха силен ръст през април и май, но ралито загуби скорост през юни под на фона на частичен ефект на заключване на предходните печалби. Индексът BET нарасна с 13,6% през второто тримесечие, наваксвайки половината от спада от февруарския връх, като доходността от началото на годината остава отрицателна, - 13,2%. Междувременно, ситуацията около пандемията създаде по-висока

ликвидност на местния пазар. Средните дневни обороти на търговия с акции се повишиха с двуцифрени темпове през периода Март-Май, до над EUR 10 млн., докато общият ръст за първото полугодие бе 5% на годишна база поради по-слаба активност през юни.

Движение на ВЕТ през първата половина на 2020 г.



Румънската икономика значително се забави през първото тримесечие, като ефектът от ограничителните мерки беше видим върху вътрешното и още повече върху външното търсене. Темпът на нарастване на БВП спадна до 2,4% на годишна база, което бе най-ниската стойност за последните 6 години. Ръстът на потреблението на домакинствата спадна наполовина, до 3,8%. Нарушените вериги на доставките в ЕС доведоха до нарастване на запасите, което 2 п.п. към общата експанзия, но подобна структура на растежа е крайно неустойчива. Междувременно, износет се срина с 4,5%, спрямо ръст от 5,1% през 4Q2019, което бе най-големият спад от 2009 насам, докато вносет бе без промяна.

По отношение на икономическата прогноза, освен общата несигурност, породена от пандемията и ефектите върху световния растеж и международната търгувия, върху перспективите пред румънската икономика допълнително натежава и все по-влошаващата се фискална позиция. Бюджетния дефицит ще надхвърли 9% от БВП през текущата година, като експанзията ще бъде подсилена от здравната кризи и фискалните мерки за облекчение на икономическите щети. В допълнение, ако фискалната политика не претърпи промяна, се очаква дефицитът да достигне 11% от БВП през 2021 г. въпреки прогнозите за възстановяване на данъчните постъпления и изтичането на мерките за борба с вируса. Основен фактор зад тази динамика ще бъде планираното увеличение на пенсиите, 40% през септември тази година и нова ревизия през септември 2021.

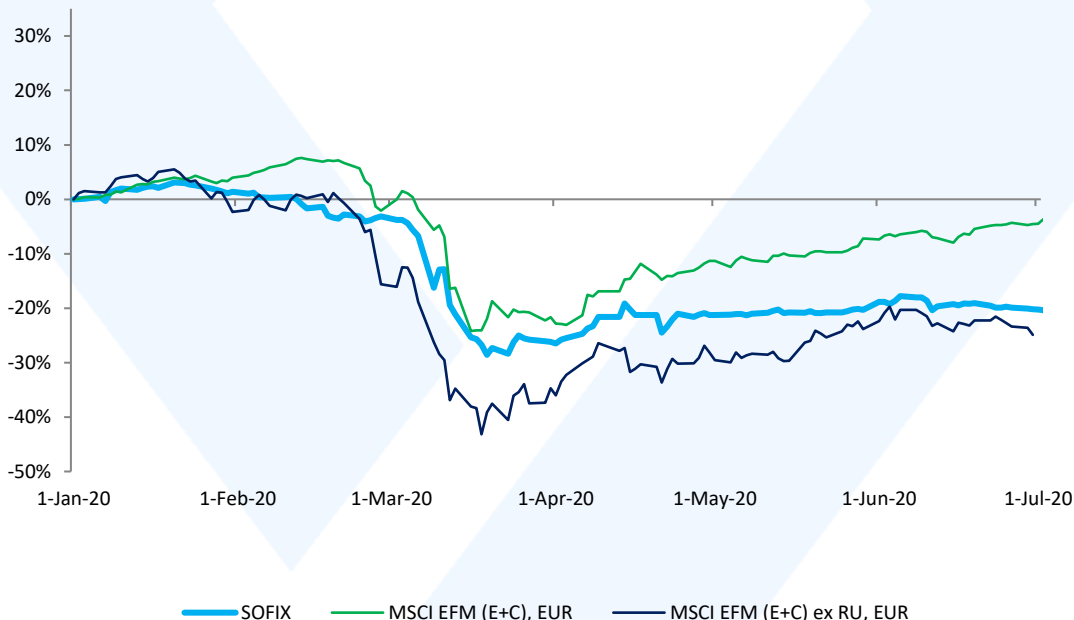
Фундаментално румънските акции загубиха част от своята атрактивност, отчитайки понижилата се текуща дивидентна доходност. С оглед на повишената несигурност някои от компаниите намалиха или се въздържаха да изплатят дивидент от финансовия резултат за

2019 година, което след частичното възстановяване на индекса свали дивидентната доходност под 6% в края на второто тримесечие, спрямо нива между 8-9% през предишните две години. Прознозната дивидентна доходност за текущата година също претърпя ревизия надолу, до 5%. Същевременно, отчитайки негативните ревизии и в прогнозните печалби, прогнозното P/E за 2021 от 10,2x е относително високо сравнено в исторически план, над 1 стандартно отклонение над средното ниво за последните пет години. Това индикира ограничен потенциал за съществено допълнително поскъпване на местния индекс през текущата годината, освен ако експанзията в оценъчното съотношение на пазара не продължи въпреки негативните фактори.

България

Българският фондов пазар очаквано бе един от изоставащите в региона през второто тримесечие. SOFIX навакса едва 1/3 от мартенския спад, с относително слаб ръст от 8,1% на тримесечна база, оставайки дълбоко на червено по доходност от началото на годината (-20,2%). Междувременно дори повишената волатилност около пандемията, която като цяло повиши ликвидността на източно европейските борси, не успя да събуди интереса на местните инвеститори. Общият обем на търговия се повиши незначително през първото полугодие, с 3% на годишна база, а среднодневният оборот бе малко под BGN 1 млн, като за това в голяма степен помогнаха едно ППП и едно ВПП през юни.

Движение на SOFIX през първата половина на 2020 г.



Темпът на растеж на българската икономика осезаемо се забави през първото тримесечие. БВП нарасна с 2,5% на годишна база, което бе малко най-ниският резултат от 3Q2014 насам, след като вътрешното търсене бе ударено от противоепидемичните мерки, въведени през март. Въпреки това, макар и по-слабо от предходното тримесечие, потреблението на домакинствата и инвестициите все пак нараснаха, съответно с 3,7% и 1,2%. Износът

Икономическата прогноза на ЕК за текущата година сочи към свиване на БВП с 7,1%, като негативните ефекти от коронавируса ще бъдат концентрирани през второто тримесечие. Високо-честотните индикатори като индустриално производство и търговия на дребно към месец май все още не са намерили дъно, но алтернативните данни за мобилността предоставяни от Google сочат към нормализиране на потребителската активност през юни. В позитивен план, пикът в безработицата беше отчетен през април, а икономическите мерки за запазване на заетостта лимитираха негативните ефекти от пандемията. Така дневният брой на новорегистрирани безработни се нормализира, от пиковите стойности от 9 хил./дневно в началото на април до дългосрочно средното ниво от около 1,3 хил./дневно. Същевременно, епидемиологичната обстановка в страната остава несигурна с тенденция към влошаване, което накланя рисковете пред икономическата прогноза в посока допълнителна негативна ревизия, в случай че се наложат нови ограничителни мерки.

Към края на второто тримесечие българските акции се търгуват при средно P/E от 3,6х, което е близо две и половина стандартни отклонения под 5-годишната средна стойност (11,5х) на оценъчния коефициент на индекса SOFIX. Въпреки че пазарът изглежда оптично подценен спрямо историческите си нива, перспективите за конвергенция са по-скоро слаби, отчитайки ниската ликвидност и незадоволителното корпоративно управление, характеризиращо немалка част от българските публични дружества. Междувременно, дългоочакваното присъединяване на страната към ERM2 и банковия съюз, което бе сочено от някои анализатори като катализатор за капиталовия пазар в България, бе помрачено от нарастващата политическа несигурност. В този ред на мисли, политически мотивираната атака срещу мажоритарните собственици на Монбат и последвалия срив на акциите на дружеството обуславят още по-предпазлив подход към широкия пазар и по-висока рискова премия.

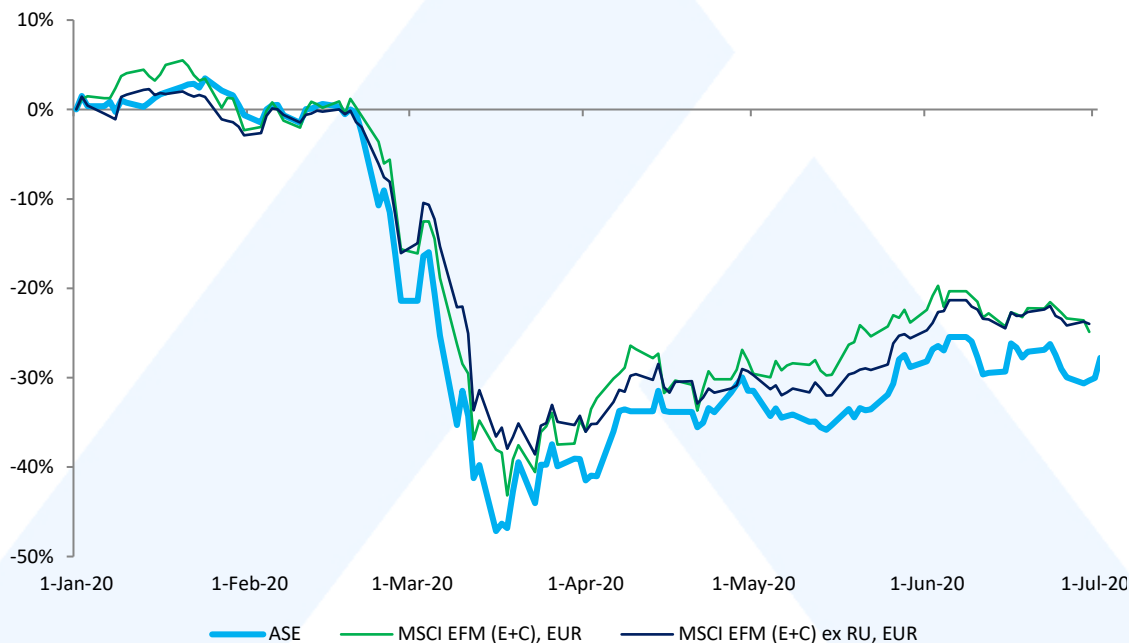
Гърция

Разпродажбите през март успяха да изтрият внушителния 50%-тен ръст на гръцкия пазар от миналата година. През второто тримесечие наблюдавахме частично възстановяване, но въпреки това гръцките акции бяха най-изоставащите в региона, възстановявайки малко над 1/3 от големия спад. Така индексът ASE остава най-силно разпродаденият индекс в ЦИЕ, със загуба от 30,3% от началото на година. Същевременно, противоположна бе динамиката при гръцките ДЦК. Доходността по 10-годишните държавни облигации падна под 1,1%, под тази на Италия, което е парадоксално, отчитайки инвестиционната кредитна оценка на италианските облигации. Основна причина зад тази динамика вероятно са покупките от страна на ЕЦБ, включително извънредната антикризисна програма PEPP.

Гръцката икономика, която започна да губи скорост още през последното тримесечие на миналата година, се сви през първото тримесечие на фона на въведените противоепидемичните мерки. БВП се понижи с 0,9% на годишна база, което бе по-малка контракция от тази в Еврозоната като цяло (-3,1%). В позитивен план Гърция овладя епидемията доста добре, действайки от ранен етап. По този начин успехът на мерките може да създаде конкурентно предимство за страната като най-безопасна лятна туристическа дестинация в Средиземноморието, въпреки че сезонът несъмнено ще бъде ударен от ефектите на социално дистанциране и извънредния граничен контрол. Отчитайки че туризмът формира близо ¼ от гръцката икономика, БВП вероятно ще продължи да се свива през

второто и третото тримесечие. Лятната икономическа прогноза на ЕК сочи към спад от 9% през 2020 година и частично възстановяване през 2021.

Движение на Athens General Composite през първата половина на 2020 г.



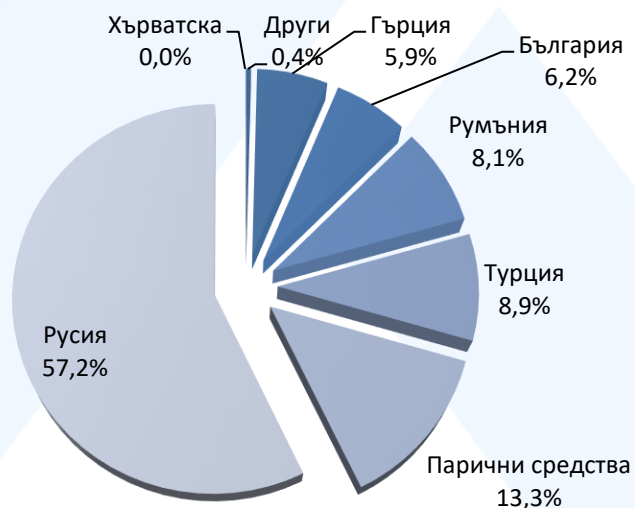
Очакванията ни за гръцкия пазар остават умерено позитивни. Считаме, че ниските лихвени равнища и доходност по ДЦК следва да повишат оценъчните съотношения при акциите. Прогнозното P/E за 2021 г. възлиза на 14,9x, ниво около средното за последните пет години. Оставаме по-конструктивни към банковите акции, въпреки че не е изключено да видим циклично рали. Същевременно виждаме подценени компании със силни балансови позиции в секторите „Индустриални“ и „Потребителски стоки и услуги“.

Промени в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа и резултати от дейността през първата половина на 2020 г.

Портфейлът на фонда бе реструктуриран в началото на март месец с цел редуциране на рисковата експозиция в условията на повишена волатилност. След анализ на позициите бяха изключени компании с относително по-висока задлъжнялост и бизнес модели засегнати в по-голяма степен от пандемията, в това число авио-индустриални, потребителски стоки и енергийни. Същевременно, постъпленията от продажбите бяха задържани под формата на парични средства с цел по-висока ликвидност за посрещане на потенциални обратни изкупувания. В резултат на реструктурирането, експозицията към турски и гръцки акции спадна съответно до 9% и 6% в края на полугодията, спрямо 14% и 10% в края на 2019 г. Междувременно, теглото на Русия остана без особена промяна (57%) поради положителната динамика на позициите, особено от технологичния сектор.

Средното P/E на компаниите от портфейла към края на полугодиято бе 8,0x на ttm база, а дивидентната доходност остава атрактивна (5,4%), в голяма степен благодарение на високите нива на показателя в Румъния и Русия. При очаквания за спад на печалбите през текущата година, прогнозното P/E за следващите 12 месеца възлиза на 11,0x, докато дивидентната доходност се очаква да се запази около 5,8%.

Портфейл на ДФ Адванс Източна Европа към 30.06.2020 г.



Разпределение на портфейла на ДФ Адванс Източна Европа по сектори към 30.06.2020 г.



Водещи позиции в портфейла и дял от активите към 30.06.2020 г

Компания	% от активите
Polyus Gold OJSC (Русия), Материали	5.83%
GMK Norilski Nickel (Русия), Материали	5.43%
Lukoil (Русия), Енергетика	5.05%
Allterco AD (България), Информационни технологии	4.82%
Yandex NV,(Русия),), Информационни технологии	4.68%

Представяне на ДФ Адванс Източна Европа от началото на публичното предлагане до 30.06.2020 г.



Фондът изпреварва основния бенчмарк, с 9 п.п. от началото на годината и с 12,3 п.п. през последните 12 месеца. Същевременно запазва по-доброто си представяне спрямо двата бенчмарка в дългосрочен план.

Доходност към 30.06.2020 г.	От началото на годината	1 година	3 години*	5 години*	От началото*
ДФ Адванс Източна Европа	-15.89%	-6.44%	-2.16%	-0.30%	-2.16%
MSCI EFM Europe + CIS	-24.87%	-18.73%	-2.65%	-2.46%	-4.07%
MSCI EFM Europe + CIS ex RU	-23.97%	-22.01%	-12.56%	-8.89%	-5.17%

* ануализирана

Стратегия на ДФ Адванс Източна Европа за втората половина на 2020 г.

Въпреки че екстремните рискове във финансовата сфера изглеждат до известна степен под контрол, те в никакъв случай не са изчезнали, а ситуацията в реалната икономика е изключително драматична, дори и след отмяната на голяма част от безпрецедентните ограничителни мерки, свързани с КОВИД19. Очакванията на икономистите в претърпяха поредица низходящи корекции и към настоящия момент консенсусът е за много сериозен спад, най-вече през второто тримесечие на 2020, и последващо възстановяване през втората половина на годината. Въпреки това като цяло за 2020 прогнозите са за спад между 5% и 10% за американската и европейската икономики, придружени от сериозен ръст на безработицата и спад от 35% в печалбите на американските компании, последвани от възстановяване от 4тото тримесечие на 2020 г. Въпреки това на МВФ и Световната Банка очакват възстановяването до предкризисните нива на БВП да се проточи чак до 2022 г. Всичко това е свързано с много несигурности, както по отношение на вероятността и магнитуда на вторични вълни на разпространение на вируса, които вече се наблюдават, така и по отношение на сериозността на пораженията върху психиката на глобалния потребител и щетите по корпоративните баланси. Една част от корпоративния сектор, особено в сегменти свързани с туризма, авиопревоза, продажбите на дребно, енергетиката и т.н. най-вероятно няма да оцелее, а това ще доведе до натиск и върху банките, както и върху пазара на труда, който ще пострада при една вълна от корпоративни фалити. Към това трябва да добавим все по-изострящите се отношения по оста САЩ-Китай, които ескалират и вече преминават отвъд риториката в размяна на конкретни икономически удари. Допълнителен елемент на несигурност внасят и предстоящите президентски избори в САЩ, които при загуба на Тръмп, биха влошили сентимента на финансовите пазари.

Същевременно има няколко значими тенденции, които бяха ускорени поради пандемията и които ще създават благоприятна конюнктура за развитието на сектори като фармацията и информационните технологии, особено в сфери като изкуствен интелект, роботизация, облачни услуги, онлайн търговия и дигитални развлечения. Именно тези компании бяха в основата на значителните ръстове на американския пазар в последните месеци и макар текущите им пазарни нива да са доста високи, дългосрочните икономически перспективи пред тях остават положителни.

Всичко казано до тук ни кара да сме предпазливи в краткосрочен план, както по фундаментални, така и по технически причини. Въпреки мащабните стимули V-образното възстановяване е по-скоро пожелателно, особено предвид неравномерния процес по отваряне на икономиките след карантината. Останалите рискове, споменати по-горе според нас също не са отразени в цените на акциите на водещите пазари, които от техническа гледна точка и ценови съотношения са на изключително високи нива спрямо историческите си стойности. Безпокои ни също така голямата концентрация на позиции в няколко глобални технологични гиганти, която далеч надхвърля здравословните нива. Това ни кара да очакваме волатилност в следващите месеци и подновен натиск върху цените на акциите в развитите пазари, което по асоциация ще засегне и нашия регион. Положителното е, че въпреки всичко развиваща се Европа запазва своя потенциал за по-бърз растеж, както поради ниската си задлъжнялост, сравнително силен пазар на труда и устойчиво вътрешно търсене, подкрепени както от регионалните фискални и монетарни инициативи, така и тези на ниво ЕС, които отново са насочени преимуществено към по-слабите страни и тези най-силно пострадали от пандемията. Местният технологичен сектор също дава много поводи за оптимизъм, поради

демонстрираната си способност да расте с бързи темпове, и като печалби и като пазарен дял, въпреки глобалното забавяне.

Същевременно регионът на Централна и Източна Европа остава един от най-евтините в световен мащаб, търгувайки се на много висок дисконт спрямо останалите развиващи пазари, както и спрямо развитите, което го прави атрактивен на релативна база спрямо развитите пазари, особено като дългосрочна инвестиционна възможност. Всичко това предполага сериозен потенциал за наваксване въпреки вероятността за допълнителна волатилност на пазарите.

От гледна точка на регионални предпочитания - перспективите пред руските акции са умерено оптимистични на фона на дългосрочно експанзионистична монетарна политика от страна на руската ЦБ и компресирана доходност по рублево деноминираните ДЦК. Руският пазар изглежда навлиза в нова фаза на по-високи оценъчни съотношения. Подхождаме предпазливо към турските акции, както поради фундаменталните рискове (макроикономически дисбаланси), така и с оглед на техническата картина. Очакванията ни за гръцкия пазар остават умерено позитивни. Считаме, че ниските лихвени равнища и доходност по ДЦК следва да повишат оценъчните съотношения при акциите. От друга страна, румънските акции загубиха част от своята атрактивност, отчитайки понижилата се текуща дивидентна доходност. Междувременно, поради незадоволителна ликвидност фондът текущо няма експозиция към три от страните, включени в инвестиционния мандат, а именно Хърватска, Сърбия и Украйна.

Считаме IT сектора в региона за особено перспективен поради специфичните пазарни ниши на компании като Yandex и QIWI, както и благоприятното за тях съотношение между качество и цена на труда. От друга страна сме с по-негативна нагласа към банковия сектор в региона поради очакваните проблеми в сегмента корпоративно кредитиране заради пандемията, както и исторически ниските лихвени равнища.

За момента ще поддържаме малко по-високо ниво на паричните средства с цел да намалим риска на фонда, както и за да разполагаме с достатъчен ресурс за инвестиране при откриването на по-добри възможности. С утихването на икономическите рискове възнамеряваме да намалим нивото на паричните средства.

Информация за риска

Информацията, съдържаща се в настоящия доклад, е само с информационна цел и не представлява инвестиционен съвет, нито е част от инвестиционен съвет. Настоящата информация не е препоръка или предложение за покупка или продажба на финансови инструменти, дялове или акции в описаните тук инвестиции, нито предлагане на друг вид инвестиционни услуги.

Взети са всички необходими мерки, за да се гарантира, че съдържащата се тук информация не е невярна или заблуждаваща към момента на публикуването, но Финансова група Карол не носи отговорност за нейната точност или изчерпателност. Информацията, която се съдържа тук, подлежи на промяна без предизвестие. Финансова група Карол не носи отговорност за съдържанието и не поема задължение за обезщетения към получателите или трети страни по отношение на прецизността и/или коректността на информацията, предоставена на който и да е уебсайт, посочен от трета страна.

Всички инвестиции, посочени тук, могат да включват значителен риск, може да са неликвидни и да не са подходящи за всички инвеститори. Инвеститорите трябва да имат предвид, че приходите от такива инвестиции или други ценни книжа, ако има такива, могат да се колебаят и цената или стойността на тези ценни книжа и инвестиции може да се повиша или да спадна. Инвеститорите могат да не получат пълна възвращаемост в сравнение с първоначално инвестираните средства. Предишните резултати не са показателни за бъдещи резултати. Обменните курсове в чуждестранна валута могат да окажат неблагоприятно въздействие върху стойността, цената или приходите на всяка ценна книга или свързани инвестиции, посочени в този доклад. ,

Този доклад не трябва да се разглежда от получателите като заместител на собствената им преценка. Инвеститорите трябва да правят свои собствени проучвания и да вземат инвестиционни решения, без да разчитат на този доклад. Преди да сключат сделка, инвеститорите трябва да се консултират и да разберат рисковете, свързани с тези сделки. Инвеститорите трябва да са наясно с всички местни закони, регулиращи такива ценни книжа или инвестиции

Този материал е изготвен от Карол Капитал Мениджмънт, лицензирана компания за управление на активи, член на Българската асоциация на управляващите дружества(БАУД).

Представената информация и документи представляват интелектуална собственост на "Карол Капитал Мениджмънт" ЕАД и не могат да бъдат разкривани на трети лица без изричното писмено съгласие на Карол Капитал Мениджмънт ЕАД.