



Квартальное инвестиционное письмо – 4 квартал 2021 г.

Содержание

Региональный макроэкономический фон	2
Консенсус-прогнозы	5
Динамика показателей финансового рынка	6
Ключевые графики	7
Обзор сценариев на 6 месяцев	8
Оценка классов активов	9
Уровни уверенности в классах активов	10
Дисклеймер	11

Ключевые пункты

- Рост мирового ВВП достигает пикового уровня, и инфляционное давление нарастает. После периода высокой доходности по акциям и облигациям инвесторам придется скорректировать свои долгосрочные ожидания доходности, если принцип «возврата к среднему значению» окажется верен.
- США - первая из крупнейших развитых стран, ВВП которой вернулся к допандемийному уровню. Хотя настроения потребителей снизились, «эффект богатства» от роста стоимости жилья и цен на акции дает потребителям большой потенциал, чтобы снова стать двигателем экономики.
- Процесс открытия Европы после ограничений идет полным ходом и примерно в 6 месяцев отстает от США. Если европейские планы финансового стимулирования будут хорошо реализованы и улучшат перспективы роста ЕС, всемирные потоки средств могут снова вернуться на старый континент в более крупных масштабах.
- Неопределенность в отношении роста ВВП Китая и динамики доходов компаний увеличилась из-за политических и экономических препятствий. Проблемы в Китае также означают проблемы для инвесторов на других развивающихся рынках, и скидка при оценке оправдана.
- **Заключение:** в «нормальном» экономическом цикле пик роста ВВП будет инфляционным, и центральные банки начнут новый цикл повышения процентных ставок. Однако сегодняшний экономический цикл далек от нормального, и западные центральные банки охотно терпят более высокие темпы инфляции и удерживают процентные ставки на низком уровне. Поскольку конечный спрос остается устойчивым, мы ожидаем, что показатели акций будут лучше долгосрочных облигаций. В то же время потенциал роста акций несколько ограничен, и может произойти спад, если рынок решит, что инфляция не является преходящей, и, если доходность облигаций США вырастет слишком быстро.



Время скорректировать долгосрочные ожидания доходности

За последние два года и с начала этого года глобальные инвесторы в акции были избалованы двузначными показателями прибыли. Инвестиции в мировые облигации инвестиционного уровня (высокого качества) и 10-летние казначейские облигации США также принесли доходность, близкую к двузначным цифрам в 2019 и 2020 годах, но с начала года до настоящего времени – отрицательную (график 1). Поскольку спреда по облигациям узкие, а инфляционное давление постепенно растет, инвесторы в долгосрочные высококачественные облигации почти наверняка потерпят убытки в реальном выражении в течение следующих двенадцати месяцев. Инвесторы в акции должны также скорректировать свои долгосрочные ожидания доходности, если принцип «возврата к среднему» (сближение роста прибыли компаний и оценки капитала с их долгосрочным средним значением) окажется верен. Тем не менее, в краткосрочной перспективе, пока рецессия не предвидится и компании увеличивают инвестиции для расширения производства, инвесторы должны продолжать отдавать предпочтение акциям, более рискованным активам с более высокой доходностью, нишевым стратегиям и альтернативным инвестициям.

График 1: Все классы активов задействуются для поддержания низкой доходности по облигациям

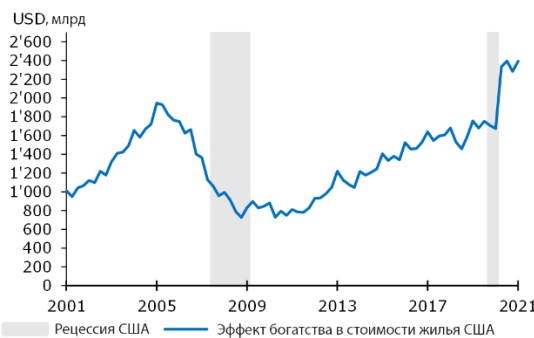


Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»

США

Во втором квартале 2021 года США вступили в стадию более уверенного восстановления, поскольку они стали первой крупной развитой экономикой, ВВП которой вернулся к допандемийному уровню. В течение всего 2021 года, по консенсус прогнозам, ожидается рост ВВП на +5,9% и +4,2% в 2022 году. В краткосрочной перспективе распространение варианта «Дельта» оказало ощутимое влияние на экономическую уверенность и «Потребительский индекс Мичиганского университета». Индекс настроений упал с 81 в июле до 71 пункта в августе. Тем не менее, перспективы остаются положительными, поскольку ослабление ограничений, массовые вакцинации и «эффект благосостояния» домохозяйств США дают потребителям большой потенциал, чтобы снова стать двигателем экономики. На самом деле, не следует недооценивать «эффект богатства». Исследования показывают, что, когда домохозяйства становятся богаче из-за роста стоимости жилья и цен на акции, они тратят больше и стимулируют экономику в целом. Хотя «эффект жилищного благосостояния США» был глубоко негативным во время глобального финансового кризиса в 2008 году, он буквально подскочил во время пандемии в 2020 году (график 2).

График 2: Благосостояние потребителей обусловлено также ростом цен на жилье



Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»

В августе общая занятость вне сельского хозяйства выросла на 235 000 (что ниже ожиданий), а уровень безработицы снизился до 5,2%. На сентябрьском заседании ФРС США подтвердила свои намерения не повышать процентные ставки до тех пор, пока не будет достигнута «максимальная занятость» (вероятно, с уровнем безработицы около 3,5%). Следовательно, несмотря на некоторую «инфляционную тревогу» на рынке, именно уровень безработицы будет в основном определять денежно-кредитную политику ФРС. Инвесторам также следует напомнить, что решение ФРС о сокращении (замедлении покупок активов) отделено от его решения о повышении процентных ставок. На данный момент рынок ожидает, что ФРС США начнет повышать ставки к концу 2022 - началу 2023 года.



Европа

Восстановление в Европе идет полным ходом, поскольку постепенное ослабление ограничений по всему региону позволило восстановиться деятельности в сфере гостиничного бизнеса, путешествий и досуга. **Возобновление работы в Европе примерно на 6 месяцев отстает** от США, и к 2021 году, по ожиданиям консенсус прогнозов, рост ВВП еврозоны достигнет +5% и +4,3% в 2022 году. Помимо открытия, на сегодняшний день **более устойчивому и долгосрочному восстановлению способствует** бюджетный пакет ЕС на 2 трлн евро (многолетняя финансовая программа на 1,2 трлн евро и Фонд «ЕС Нового поколения» на сумму 800 млрд евро). Если это будет реализовано правильно и **улучшит перспективы роста ЕС**, глобальные инвесторы могут снова обратить внимание на европейские акции, и потоки средств могут снова вернуться на старый континент в более крупных масштабах (график 3).

Попутный фискальный ветер дополняется обязательством Европейского центрального банка (ЕЦБ) продолжать активную покупку активов и **удерживать ставки на низком уровне**. По мнению ЕЦБ, скачок общей инфляции и базовой инфляции в еврозоне до 3% и 1,6% г/г соответственно, является «в значительной степени временным». Временные или нет, основные причины, по которым ЕЦБ **отложил процесс нормализации денежно-кредитной политики**, заключаются, во-первых, в том, чтобы не допустить повышения курса евро по отношению к доллару США, во-вторых, чтобы не допустить расширения спредов периферийных облигаций и, в-третьих, для противодействия любому замедлению темпов роста в Китае.

Жребий брошен. Под руководством Олафа Шольца левая Социал-демократическая партия Германии (СДПГ) получила большинство мест на федеральных выборах (25,7%). Следует ожидать, что Германия сохранит свой фискальный курс.

График 3: Всемирные потоки средств могут все больше возвращаться в Европу



Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»



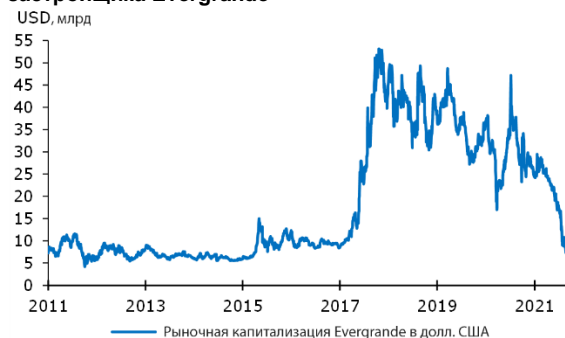
Китай и развивающиеся рынки

В 2021 году, по консенсус прогнозам, **ВВП Китая вырастет на 8,4%** и 5,5% в 2022 году. Тем не менее, по сравнению с предыдущим кварталом, неопределенность возросла, поскольку рост Китая и динамика доходов компаний все чаще сталкиваются с **политическими и экономическими препятствиями**. Что касается политической стороны, то президент Си Цзиньпин в августе изложил план **«общего процветания»**, который поможет направлять национальную политику до и после 100-летнего юбилея Китая в 2049 году. **Ключевыми пунктами** плана являются акцент на «смешанной собственности» (влияние государства на частные компании), «перераспределение доходов домохозяйств» (рост среднего класса) и «цензура СМИ» (контроль высказываний). Недавние действия властей (например, остановка IPO Ant Group, ограничения на частное образование и игровую индустрию) демонстрируют **вмешательство властей** и препятствия для доходов компаний в определенных секторах. Недавние новости об Evergrande и **вероятном крахе второго по величине застройщика Китая** (график 4) с долгом в размере около 300 млрд долларов США – еще один фактор, ухудшающий настроения инвесторов.

Ожидается, что **в конечном итоге правительство вмешается**, поскольку не может допустить, чтобы дефолт компании распространился на более широкий сектор недвижимости и банковскую систему. Следовательно, настроение рынка, вероятно, будет зависеть от того, как правительство будет справляться с кредитным стрессом Evergrande. **С экономической точки зрения**, китайский индекс деловой активности Caixin упал с 53,1 в июле до 47,2 в августе, что означает **снижение активности в сфере услуг и производства**. Хотя в большей степени слабость может быть объяснена проводимой Китаем политикой нулевой терпимости к Covid и должна носить временный характер, она является дополнительным тормозом для цен на китайские активы.

Проблемы в Китае также означают проблемы для инвесторов на других развивающихся рынках. Кроме того, движение ФРС США к менее гибкой политике приведет к росту доходности корпоративных и суверенных облигаций развивающихся стран, деноминированных в долларах США. Наконец, вакцинация против Covid-19 в большинстве развивающихся стран все еще сильно отстает от развитых стран и препятствует возобновлению работы. В целом, **динамика цен по-прежнему остается отрицательной**, и дисконт для развивающихся рынков, похоже, на данный момент оправдан.

График 4: Финансовые затруднения китайского застройщика Evergrande



Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»



Инвестиционные заключения

Рост мирового ВВП достигнет пика к 2022 году. В «нормальном» экономическом цикле пик роста ВВП будет инфляционным, и центральные банки начнут новый цикл повышения процентных ставок. Однако **сегодняшний экономический цикл далек от нормального**, и западные центральные банки охотно мирятся с более высокими темпами инфляции, чтобы стимулировать рост и снизить нагрузку на государственный долг. Для инвесторов это означает, что **повышение процентных ставок не является неизбежным** и что **политика финансовых репрессий будет продолжаться**. Поскольку конечный спрос / отложенный спрос остается устойчивым, а капитал для расширения производства дешевым для компаний, **мы ожидаем, что показатели акций продолжат превосходить долгосрочные облигации**. В то же время **потенциал роста акций несколько ограничен**, и может произойти спад, если рынок решит, что инфляция не является временной, а доходность облигаций США будет расти либо на структурной основе, либо быстрее, чем ожидалось.

График 5: Реальное положение экономики приближается к «новой норме»



Облигации: глобальные спреды по облигациям узкие, финансовые репрессии продолжатся, и США станут первым крупным западным экономическим блоком, который начнет сокращать покупку активов. В такой среде важно проявлять избирательность и **избегать долгосрочных активов** инвестиционного класса и государственных облигаций. Наши текущие варианты включают **кредитный риск по европейским займам, краткосрочным высокодоходным облигациям США и Скандинавии и структурированному кредитованию. Азиатские высокодоходные облигации** открыли тактическую инвестиционную возможность.

Акции: в сравнении с облигациями **акции остаются привлекательным инвестиционным классом**, и инвесторы, хотя и с нечистой совестью, продолжают «покупать на спаде». Мы поддерживаем **хорошо сбалансированный портфель с явным уклоном в сторону акций развитых стран**, таких как **акции компаний с высокой капитализацией в США и акции роста**, а также **европейские акции с циклической динамикой**. С тактической точки зрения мы считаем, что **заниматься акциями развивающихся рынков преждевременно**.



2 Консенсус-прогнозы

Рост ВВП (%)	2019	2020	2021е	2022е
Мир	2,8	-3,2	5,9	4,5
США	2,3	-3,4	5,9	4,2
Евროзона	1,5	-6,3	5,0	4,3
Германия	1,1	-4,6	3,1	4,5
Франция	1,8	-7,9	6,1	4,0
Италия	0,3	-8,9	5,9	4,2
Великобритания	1,5	-9,9	6,8	5,4
Швейцария	1,3	-2,5	3,5	3,0
Япония	0,0	-4,7	2,4	2,5
Развивающиеся страны	4,3	3,1	6,6	5,2
Азия, за искл. Японии	5,4	1,4	7,3	5,6
Латинская Америка	1,3	-6,1	6,3	2,8
Регион Европы, Ближнего Востока и Африки	2,7	-2,8	4,8	3,6
Китай	6,0	2,3	8,4	5,5
Индия	6,5	4,0	-7,5	9,2
Бразилия	1,4	-4,1	5,2	2,1
Россия	2,0	-3,0	4,0	2,5

Ставки центральных банков (%)	2019	2020	2021е	2022е
Федеральные фонды США	1,75	0,25	0,25	0,35
Основная ставка рефинансирования ЕЦБ	0,00	0,00	0,00	0,00
Базовая ставка НБК по кредитам на 1 год	4,35	4,35	4,30	4,30
Однодневная ставка Банка Японии	-0,07	-0,03	0,00	0,00
Базовая ставка Великобритании	0,75	0,10	0,10	0,30
Швейцарская 3-месн Libor для CHF	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75

Основные процентные ставки (%)	2019	2020	2021е	2022е
3-месн ставка США	1,9	0,2	0,2	0,4
10-лtn гос. облигации США	1,9	0,9	1,6	2,0
3-месн ставка еврозоны	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
10-лtn гос. облигации еврозоны	-0,2	-0,6	-0,2	0,0
3-месн ставка Китая	3,0	2,8	2,5	2,4
10-лtn гос. облигации Китая	3,1	3,1	2,9	3,0
3-месн ставка Великобритании	0,8	0,0	0,1	0,3
10-лtn гос. облигации Великобритании	0,8	0,2	0,9	1,2
3-месн ставка Швейцарии	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8
10-лtn гос. облигации Швейцарии	-0,5	-0,6	-0,2	0,1

Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»
 Примечание: 2 квартал = данные на 28 сентября 2021 г. / PE = соотношение «цена-прибыль» / PB = соотношение рыночной цены и балансовой стоимости / EPS = прибыль на акцию / YTW = наименьшая доходность

Инфляция (%)	2019	2020	2021е	2022е
Мир	3,5	3,2	3,5	3,2
США	1,8	1,2	4,3	3,0
Евросона	1,2	0,3	2,2	1,6
Германия	1,4	0,4	2,9	1,8
Франция	1,3	0,5	1,7	1,5
Италия	0,7	-0,2	1,5	1,2
Великобритания	1,8	0,9	2,1	2,5
Швейцария	0,4	-0,7	0,5	0,6
Япония	0,5	0,0	-0,1	0,6
Развивающиеся страны	3,9	3,1	3,4	3,7
Азия, за искл. Японии	2,6	2,6	1,4	2,6
Латинская Америка	9,5	2,8	11,0	8,7
Регион Европы, Ближнего Востока и Африки	6,0	5,2	7,5	6,1
Китай	2,9	2,5	1,2	2,3
Индия	3,7	6,6	6,2	5,5
Бразилия	3,7	3,2	7,7	4,5
Россия	4,5	3,4	6,0	4,3

Сырьевые товары	2019	2020	2021е	2022е
Нефть NYMEX WTI долл. США/баррель	53	48	67	69
Нефть ICE Brent долл. США/баррель	58	51	72	72
Железная руда долл. США/метрическая тонна	91	159	161	73
Медь долл. США/метрическая тонна	6174	7766	9329	9302
Золото долл. США/тройская унция	1518	1899	1783	1757
Серебро долл. США/тройская унция	17,9	26,4	24,7	22,5

Курсы валют	2019	2020	2021е	2022е
EURUSD	1,12	1,22	1,18	1,19
EURCHF	1,09	1,08	1,09	1,13
USDCHF	0,97	0,89	0,92	0,93
EURJPY	122,2	126,16	130,00	129,00
EURGBP	0,85	0,89	0,85	0,84
USDJPY	108,72	103,2	110,00	112,00
GBPUSD	1,33	1,37	1,39	1,43
USDCNY	6,96	6,53	6,43	6,38
USDBRL	4,02	5,19	5,25	5,39
USD RUB	62,49	74,03	72,00	70,50



Мировые фондовые индексы	Динамика цен			
	Цена	Кв. 3	С нач. года	Див. доход.
MSCI World (USD)	3104	2,9%	15,5%	1,8
MSCI World (USD) хеджированный	1520	3,5%	18,5%	нет данных
Мировой хедж-фонд HFRX	1437	0,4%	4,3%	нет данных
S&P 500	4455	3,7%	19,4%	1,4
Russell 1000	2502	3,3%	18,6%	1,3
Nasdaq 100	15330	5,3%	19,3%	0,7
Stoxx Europe 600	463	2,3%	15,08%	3,0
MSCI развивающиеся рынки	1265	-8,0%	-1,9%	2,7
Nikkei 225	30240	5,0%	10,2%	1,7
CSI 300 Китай	4884	-6,5%	-4,5%	2,0

Рыночные оценки акций	Форвардный коэффициент		Рост EPS	
	PE	PB	2021е	2022е
MSCI World (USD)	20,0	3,1	87%	7%
MSCI World (USD) хеджированный	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Мировой хедж-фонд HFRX	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
S&P 500	22,0	4,5	62%	9%
Russell 1000	22,7	4,4	65%	9%
Nasdaq 100	28,9	8,3	56%	11%
Stoxx Europe 600	16,7	2,1	216%	7%
MSCI развивающиеся рынки	13,3	1,8	63%	7%
Nikkei 225	18,1	1,9	91%	6%
CSI 300 Китай	15,2	2,0	16%	16%

Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»

Примечание: 2 квартал = данные на 28 июня 2021 г. / PE = соотношение «цена-прибыль» / PB = соотношение рыночной цены и балансовой стоимости / EPS = прибыль на акцию / YtW = наименьшая доходность

Мировые гос. облигации	Динамика цен			
	Доходность	Кв. 3	С нач. года	Наим. доходн.
10-лtn казначейские облигации США	1.45	0.3%	-2.9%	нет данных
10-лtn гос. облигации Европы	-0.24	0.3%	-1.9%	нет данных
10-лtn гос. облигации Германии	-0.24	-0.1%	-2.2%	нет данных
10-лtn гос. облигации Италии	0.77	0.6%	-1.0%	нет данных

Мировые индексы облигаций	Динамика цен			
	Цена	Кв. 3	С нач. года	Наим. доходн.
Barclays Global Corporate IG	303	0,1%	-1,6%	1,6
Barclays US Corporate IG	3544	0,8%	-0,3%	2,1
Barclays Euro Corporate IG	266	0,2%	-0,2%	0,3
Barclays Emerging Market USD	1281	0,1%	-0,4%	4,1
Barclays US Corporate HY	2452	1,2%	4,9%	3,9
Barclays Pan-European HY	439	0,9%	4,7%	3,1

Сырьевые товары и валюта	Динамика цен		
	Цена	Кв. 3	С нач. года
Нефть Brent	79	5,3%	54%
US Energy Services	54	-15,0%	22,8%
Медь	9342	-0,2%	19,1%
Золото	1759	-0,7%	-7,2%
EURUSD	1,17	-1,2%	-4,7%
EURCHF	1,09	-1,0%	0,2%



4 Ключевые графики

Опережающие индикаторы и производство

Источник: «Блумберг Финанс», «Альпинум Инвестмент Менеджмент»



Индикатор рецессии



Промышленное производство и малый бизнес



Потребительское доверие



Источник: «Блумберг Финанс» «Альпинум Инвестмент Менеджмент»



Основной сценарий 70%	Инвестиционные заключения
<ul style="list-style-type: none">▪ США: U-образное восстановление ВВП с -3% в 2020 году до +6% в 2021 году. США находятся в разгаре сильного циклического восстановления. Усилия по вакцинации окупаются и защищают от новых крупных всплесков инфекции. Помимо беспрецедентной поддержки со стороны правительства и ФРС, мы наблюдаем восстановление личного потребления и расходов на инфраструктуру, а также увеличение инвестиций в бизнес.▪ Еврозона: ВВП упал на -6% в 2020 году и восстановится на +~5% в 2021 году. Восстановление экономики отстает от США, но динамика нарастает. В Южной Европе в 2022 году ожидается сильный рост дохода по сравнению с предыдущим годом. Огромные бюджетные стимулы (и выплаты солидарности с севера на юг) и беспрецедентные действия ЕЦБ оказывают сильную поддержку.▪ Китай: В 2020 году удалось избежать рецессии, в 2021 году ожидается рост на 8%, несмотря на снижающуюся динамику.▪ Нефть: цены сохраняют тенденцию к росту на фоне продолжающегося восстановления мировой экономики и ограничений цепи поставок.	<ul style="list-style-type: none">▪ Акции: V-образное восстановление, торгуются на основании ожиданий прибыли в 2022 г. Акции уязвимы с форвардным коэффициентом P/E (цена/прибыль) >20, но остаются «традиционно предпочитаемым» классом активов. Ограниченный потенциал роста по текущим оценкам. Денежно-кредитная политика продолжает поддерживать акции, несмотря на предстоящие меры по сокращению. Циклические акции остаются на хорошем уровне. Мы рекомендуем сбалансированный подход с точки зрения «стиля» капитала.▪ Процентные ставки: негативные тенденции, подверженность ставок рискам из-за сохраняющегося давления в сторону роста доходности. США: дюрация является только диверсификатором и инструментом хеджирования хвостовых рисков, но менее эффективна на текущих уровнях.▪ Кредитование: Кредитные спреды оцениваются на справедливом уровне, уровень корпоративных дефолтов остается низким. Мы предпочитаем европейские займы, азиатские высокодоходные облигации и облигации инвестиционного класса, а также структурированные кредиты▪ Сырьевые товары / иностранная валюта: Относительное преимущество по процентным ставкам благоприятствует доллару США, а растущая динамика цен на сырьевые товары сохраняется.

Сценарий с игрой на повышение 15%	Инвестиционные заключения
<ul style="list-style-type: none">▪ США: V-образное восстановление при росте ВВП >+7%. Вакцинация проходит с успехом, меры социального дистанцирования полностью отменены, удается избежать региональных ограничений. Программы фискального стимулирования, отложенный потребительский спрос и капиталовложения подпитывают и без того «горячую» экономику.▪ Европа: Благодаря интенсивному восстановлению в 2021 году и огромным бюджетным (включая фонд восстановления) и денежным стимулам ситуация в периферийных странах перестает ухудшаться.▪ Китай / Развивающиеся рынки: Отсутствие значимых побочных эффектов китайского массового контроля; циклическое восстановление экономики по мере восстановления экспортных рынков (ЕС / США), а процентные ставки в немецких марках остаются низкими. Вакцинация набирает обороты.	<ul style="list-style-type: none">▪ Акции: Уже оцениваются в соответствии с V-образным восстановлением экономики, рынки начинают игнорировать экономику «кейнсианского золотого века», а именно «золотую середину» для акций и потенциальное преувеличение мультипликаторов капитала.▪ Процентные ставки: Ставки растут, кривая становится круче. Рекомендуется избегать длительных обязательств по мере усиления инфляции.▪ Кредитование: Уровень корпоративных дефолтов остается ниже исторического среднего. Больше всего выигрывает сфера кредитования в целом и займы в особенности.▪ Сырьевые товары / иностранная валюта: Поддержка сектора сырьевых товаров и драгоценных металлов, ускоряется рост Евро, восстанавливаются отдельные курсы валют на развивающихся рынках.

Сценарий с игрой на понижение 15%	Инвестиционные заключения
<ul style="list-style-type: none">▪ США: Восстановление замедляется до <+5% в 2021 году, поскольку уровень заражений снова растет из-за новых вариантов вируса. Снова частично вводятся меры социального дистанцирования, требуются новые локальные / региональные ограничения. Уровень безработицы прекращает понижаться.▪ Европа: Периферийные страны восстанавливаются очень медленно, и новые последствия спада международного туризма берут свое. Инвесторы теряют веру, и доходность по долгосрочным облигациям Италии растет. Восстановление Германии значительно замедляется (кризис доверия ЕС 2.0).	<ul style="list-style-type: none">▪ Акции: Акции падают в цене, но не достигают нового минимума (коррекция середины цикла). Дорогостоящие акции США возглавят корректировку, за ними последуют акции Европы.▪ Процентные ставки: Ставки будут снижаться, но потенциал за пределами доллара ограничен. Поддержка высококачественных активов (казначейские облигации США, корпоративные облигации с рейтингом A и AA или агентские облигации). Миром правят наличные!▪ Кредитование: Уровень корпоративных дефолтов снова начинает расти, но благодаря беспрецедентным денежно-кредитным и бюджетным выплатам удается избежать краха финансовой системы. Рекомендуем отдавать предпочтение краткосрочным и высококачественным облигациям.



-
- **Китай / Развивающиеся рынки:** Меры по контролю в Китае оказывают слишком сильное давление, что приводит к росту <5% в 2022 г. и снижению экспорта. Ситуация в развивающихся странах плохая, поскольку мировая торговля остается на низком уровне, а валюты обесцениваются.
 - **Сырьевые товары / иностранная валюта:** Отрицательные тенденции в секторе сырьевых товаров; USD, CHF и JPY остаются безопасной гаванью.

Хвостовые риски

- Лопнувший пузырь акций (сфера технологий), шок ликвидности.
 - Кризис государственного долга Италии, крах евро.
 - Военный конфликт между США и Китаем в Южно-Китайском море.
 - Потеря эффективности вакцины / новые варианты Covid-19.
 - Стагфляция (сочетание экономического спада и безработицы с ростом цен), в противоположность периоду дезинфляции.
 - Кризис на развивающихся рынках, схожий с кризисом 1998 года.
-



6 Оценка классов активов

Акции	Комментарии
<ul style="list-style-type: none">▪ Мы сохраняем позитивный настрой относительно акций. Они получают поддержку от циклического восстановления экономики, инфляция растет, но (пока) не вызывает беспокойств на структурном уровне. Кроме того, акции получают естественную поддержку из-за малого выбора инвестиционных альтернатив.▪ Мультипликаторы капитала могут оставаться на высоком уровне, поскольку инвесторы обращают меньше внимания на искаженные отчеты о прибыли и убытках. Наше внимание сосредоточено на прибыли 2022 г., и мультипликатор 18-20 может быть оправдан.▪ Мы верим в сосуществование циклических акций и структурных победителей инноваций (больших технологий). Операционный левверидж будет стимулировать циклические секторы в 2021 году и в последующий период.▪ Акции неамериканских компаний могут, наконец, вырваться вперед. Это особенно вероятно, если доллар перестанет укрепляться. Мы рассматриваем возможность наращивания позиций с перевесом акций Европы, но ждем положительной динамики цен.	<ul style="list-style-type: none">▪ Акции США оцениваются более высоко по сравнению с другими регионами. Однако экономика более устойчива в перспективе 2021 - 2022 гг., а также поддерживается доходами «больших технологий», которые обеспечивают надежный минимальный предел. Следовательно, премия за контроль, добавляемая к стоимости, оправдана.▪ При экспансионистской монетарной политике центральных банков высокие мультипликаторы капитала оправданы, но выше отметки 20 дышать становится тяжелее. Например, соотношение «цена-прибыль», равное 22 в США, дает доходность в 4,5% и все еще сравнимо с доходностью 10-летних государственных облигаций в 1,6%. В Европе подобное сравнение приводит к доходности 5,8% (соотношение «цена-прибыль», равное 17) по сравнению с отрицательной доходностью государственных облигаций.▪ Если распространение вакцины продолжит набирать динамику, она проявится и на циклическом восстановлении экономики и фондовых рынках, ориентированных на экспорт; больше всего выиграют ЕС, Азия и развивающиеся рынки.
Кредитование / ценные бумаги с фиксированным доходом	Комментарии
<ul style="list-style-type: none">▪ Процентные ставки: Краткосрочный прогноз риска дюрационной процентной ставки остается негативным. С точки зрения структуры мы по-прежнему считаем риск дюрационной отпугивающим фактором, особенно в Европе, и допускаем только минимальные риски. Мы скорее рассматриваем дюрацию как диверсификатор портфеля, тогда как предпочтение отдаем казначейским облигациям США.▪ Облигации инвестиционного класса: Мы держим минимум облигаций инвестиционного класса США и только отдельные облигации инвестиционного класса Европы. Выборочные азиатские облигации инвестиционного класса открывают тактические возможности.▪ Высокодоходные ценные бумаги: Ссуды и высокодоходные облигации по-прежнему имеют привлекательную относительную и абсолютную доходность, из них мы предпочитаем ссуды. В целом мы отдаем предпочтение выборочным краткосрочным облигациям США, европейским займам и обеспеченным залогом кредитам в евро всех категорий риска.▪ Облигации развивающихся рынков: Облигации развивающихся стран имеют относительное преимущество в стоимости, тогда как мы отдаем предпочтение облигациям в твердой валюте, поскольку спреды по-прежнему относительно широки. На данный момент мы держим только очень ограниченное количество выборочных облигаций в национальной валюте.	<ul style="list-style-type: none">▪ Рынки в мировом масштабе наводнены ликвидными средствами благодаря центральным банкам, и в ближайшее время это не изменится. Введение ФРС системы «таргетирования средней инфляции» изменило восприятие рынка. Базовая инфляция по-прежнему удерживается на приемлемом уровне.▪ ЕЦБ намерен и дальше удерживать ставки на низком уровне, чтобы способствовать восстановлению экономики.▪ При подходе «низкие ставки как можно дольше» кредитные спреды по-прежнему поддерживаются. Общая ситуация на рынке остается благоприятной для кредитования, хотя отдельные кредиты и секторы оцениваются по идеальным ценам.▪ Нам нравится рынок структурированных кредитов, такой как неагентские ипотечные ценные бумаги, обеспеченные жилой недвижимостью США, или обеспеченные залогом европейские кредиты.▪ Рассмотрите возможность получения премии за низкую ликвидность от прямых займов (займов с корпоративным / ипотечным покрытием).▪ Мы также отмечаем привлекательную доходность «новых» альтернативных инвестиций, но здесь крайне важно сделать правильный выбор и применить верную стратегию управления ликвидностью.



Альтернативные инвестиции	Комментарии
<ul style="list-style-type: none">▪ Стратегии с длинными и короткими позициями по кредитам позволяют определить множество сделок по относительной стоимости как по длинным, так и коротким позициям.▪ Стратегии с длинными и короткими позициями по акциям выигрывают благодаря высокой волатильности и увеличению разброса результатов.▪ Альтернативное кредитование как класс активов находится в центре внимания в обстановке «низкие ставки как можно дольше».	<ul style="list-style-type: none">▪ В условиях текущего кризиса много и проигравших, и победителей, что открывает отличные возможности для решительно действующих управляющих активами. Более того, «инновационный прорыв» также ведет к большему разбросу цен на отдельные ценные бумаги, между отраслями, а также классами активов.▪ Глобальные управляющие активами на макроуровне выигрывают от резких изменений рынка (т.е. ставок) в любом направлении.

Реальные активы	Комментарии
<ul style="list-style-type: none">▪ Золото страдает, когда реальные процентные ставки растут, и наоборот. Следовательно, для золота в краткосрочной перспективе ситуация непростая, тогда как в целом растущая инфляция и пауза в укреплении доллара для золота благоприятны.	<ul style="list-style-type: none">▪ Циклическое восстановление выгодно для цен на сырье. Более того, ослабленный доллар выгоден для всего блока сырьевых валютных курсов. Золото страдает по мере роста (реальных) процентных ставок.



7 Уровни уверенности в классах активов

Активы	Дефицит	←	Нейтральный	→	Профицит
Северная Америка	□	□	■	□	□
Европа	□	□	□	■	□
Швейцария	□	□	■	□	□
Китай	□	□	■	□	□
Япония	□	□	■	□	□
Азия – развивающиеся рынки	□	■	□	□	□
Прочие – развивающиеся рынки	□	□	■	□	□
Ценные бумаги с фиксированным доходом					
США – Казначейские облигации	□	■	□	□	□
Евро – государственные облигации	■	□	□	□	□
США – облигации инвестиционного класса	□	■	□	□	□
Европа – облигации инвестиционного класса	■	□	□	□	□
Высокодоходные ценные бумаги США	□	□	■	□	□
Краткосрочные высокодоходные ценные бумаги США	□	□	■	□	□
Займы США	□	□	□	■	□
Муниципальные облигации США	□	□	■	□	□
Высокодоходные ценные бумаги Европы	□	□	■	□	□
Краткосрочные высокодоходные ценные бумаги Европы	□	□	■	□	□
Европейские займы	□	□	□	□	■
Привилегированные ценные бумаги US/EUR	□	□	■	□	□
Обеспеченные активами ценные бумаги US/EUR	□	□	□	■	□
Местная валюта развивающихся рынков	□	□	■	□	□
Твердая валюта развивающихся рынков	□	□	■	□	□
Высокодоходные ценные бумаги развивающихся рынков	□	□	□	■	□
Сырьевые товары					
Золото	□	□	■	□	□
Нефть (Brent)	□	□	■	□	□
Хедж-фонды: стратегии					
Короткие и длинные позиции по акциям	□	□	□	□	■
Короткие и длинные позиции по кредитам	□	□	□	□	■
Событийные стратегии	□	□	□	□	■
Глобальные макростратегии	□	□	□	□	■
Хедж-фонды: региональный фокус					
Хедж-фонд: Северная Америка	□	□	■	□	□
Хедж-фонд: Европа	□	□	■	□	□
Хедж-фонд: Китай / Япония	□	□	■	□	□
Хедж-фонд: развивающиеся рынки	□	□	■	□	□
Примечание: Приведенная выше таблица уверенности в классах активов отражает, с одной стороны, наше мнение об относительной ожидаемой доходности класса активов по сравнению с общепризнанными эталонными показателями, такими как BarCap Global aggregate (для облигаций) и MSCI World (для акций), но, с другой стороны, также частично выражает наш взгляд на абсолютную ожидаемую доходность по сравнению с «наличными средствами».					



Дисклеймер

Данный документ или электронное письмо, а также любые переданные с ним вложения (далее «Документ») являются конфиденциальными и предназначены исключительно для получателя. Если Вы получили этот документ по ошибке, немедленно сообщите нам и удалите его.

Настоящий документ подготовлен компанией «АО Маркуард Херитедж» (Marcuard Heritage AG), его дочерними или аффилированными компаниями (далее совместно «Маркуард Херитедж»). Данный документ подготовлен исключительно в ознакомительных целях. Он не является инвестиционным советом или исследованием, рекламным проспектом, предложением или приглашением к участию в какой-либо инвестиционной деятельности.

Настоящий документ носит общий информационный характер и не учитывает конкретных инвестиционных целей, финансовой ситуации или потребностей какого-либо получателя. Он не может служить заменой произведения личной оценки и вынесения личного суждения. Информация, содержащаяся в настоящем документе, основана на общих экономических принципах и предположениях, отклонение от которых может привести к различным результатам. Мы обращаем Ваше внимание, что любые инвестиции несут в себе риски (и весьма существенные). Изменения валютных курсов могут оказать негативное влияние на цену, стоимость или доход от инвестиций. Рынок некоторых ценных бумаг может быть неликвидным, что может затруднить оценку инвестиций и связанных с ними рисков. Некоторые инвестиции могут быть подвержены внезапному и значительному снижению стоимости, которая может опуститься ниже изначально вложенной суммы. История показателей не является гарантией будущих результатов.

Некоторые ссылки, содержащиеся в этом документе, могут вести на веб-сайты третьих лиц. Такие ссылки предоставляются только в Ваших интересах и для предоставления информации. «Маркуард Херитедж» не проверяет и не контролирует информацию на каких-либо сторонних веб-сайтах. Хотя «Маркуард Херитедж» прилагает все усилия для обеспечения точности информации, «Маркуард Херитедж» не гарантирует точность, достоверность или полноту такой информации. Соответственно, «Маркуард Херитедж» не несет ответственности за точность, полноту или законность содержания сторонних веб-сайтов или любых предложений и услуг, содержащихся на них. Осуществляя доступ к стороннему веб-сайту, пользователь берет на себя все риски.

«Маркуард Херитедж» не предоставляет налоговых или юридических консультаций. «Маркуард Херитедж» не дает заверений относительно налогового режима инвестиций или налогообложения дохода от инвестиций как в целом, так и в отношении конкретных обстоятельств и потребностей получателя. Мы рекомендуем получить отдельную консультацию по юридическим и налоговым последствиям в Вашей юрисдикции, чтобы убедиться, что конкретный инвестиционный продукт и услуги соответствуют Вашим ожиданиям и законам Вашей страны.

Данный материал не предназначен для распространения на территории США или лицам, являющимся гражданами или резидентами США, а также в юрисдикциях, где его распространение компанией «Маркуард Херитедж» является незаконным. Любое распространение этого документа получателями полностью или частично без предварительного письменного согласия «Маркуард Херитедж» запрещено. «Маркуард Херитедж», ее директора и сотрудники не несут ответственности за действия третьих лиц и ущерб, который может быть нанесен ими, а также за любой ущерб, понесенный в результате использования этого документа.

Вся информация, представленная в данном документе, является собственностью «Маркуард Херитедж» и защищена законом об авторском праве. Любое общение с «Маркуард Херитедж» может быть записано.

Контактная информация:

www.marcuardheritage.com

investmentsolutions@marcuardheritage.com