

Monthly Pulse - Среда, 7 апреля 2021 года

Экономический прогноз

В разных частях мира восстановление и открытие экономики проходит по-разному. Некоторым странам, таким как Австралия, Новая Зеландия, Китай, удалось практически полностью победить COVID19 благодаря строгим карантинным мерам, остановившим распространение болезни. Другие страны, такие как Израиль, Великобритания, США, быстро и планомерно реализуют программы вакцинации, постепенно смягчая карантинные меры. В то же время в Европе идет «третья волна» эпидемии, темпы вакцинации низкие, и возвращения к «нормальной жизни» в ближайшем будущем не предвидится.

Пока что среди развитых стран «лидером» гонки за восстановление экономики, по-видимому, являются США, в которых программа быстрой вакцинации сочетается с огромными программами финансового стимулирования. Чеки, выписанные в рамках последней программы стоимостью 1,9 триллиона долларов, еще не дошли до адресатов, когда была анонсирована новая гигантская программа стоимостью 2,2 триллиона долларов. На этот раз она будет сфокусирована на инвестициях в инфраструктуру и повышении корпоративных налогов. Этот проект уже приподнял настроение инвесторов, хотя пока что не понятно, насколько его удастся реализовать, поскольку президент США Джо Байден хочет добиться поддержки обеих партий для его проведения.

Тактическое распределение активов

Ликвидность	Нейтральная
Облигации	Ниже рынка
Акции	Нейтральные
Альтернативные инвестиции	Выше рынка

Макроэкономика

В целом первый квартал 2021 года стал периодом существенного возобновления экономической активности в мире. Темпы восстановления пока что намного превосходят ожидания. Даже в зоне евро, где сохранились значительные карантинные ограничения, композитный индекс менеджеров по закупкам вырос в марте до 52,5 пунктов. Это первый в текущем году признак роста деловой активности в регионе, локомотивом которого стал в основном производственный сектор. Прогнозы ОЭСР оценивают темпы роста глобальной экономики в 2021 году в 5,6%, что на 1,5% выше декабрьского прогноза. Уже к

середине 2021 года глобальный объем производства должен превысить докризисный уровень. Естественным образом, восстановление экономики будет отличаться от страны к стране и от сектора к сектору.

ФРС повысил прогноз темпов роста экономики США на 2021 год с 4,2% до 6,5%. Уровень безработицы в США, согласно новому прогнозу, снизится сильнее, чем ожидалось ранее, и составит к концу года 4,5%, а не 5%. Прогнозируемый уровень инфляции превысит средний целевой показатель ФРС и составит 2,2%, что на 0,4% выше декабрьского прогноза. Поскольку восстановление в США идет более высокими темпами, чем прогнозировалось в конце 2020 года, аналогичным образом пересмотрели свои прогнозы и крупные банки. В то же время учетные ставки продолжают оставаться в районе нулевого уровня по меньшей мере до 2023 года. В частности, ФРС не проявляет беспокойства по поводу разогрева экономики, поскольку прогнозируемый всплеск инфляции не будет долгим. Ожидается, что в 2022 году инфляция опустится до 2%, а в 2023 году вырастет до 2,1%.

Европейский центральный банк также повысил свой прогноз по темам роста экономики Евросоюза на 2021 год, хотя и менее значительно, с 3,9% до 4%. Ожидания инфляции выросли с 1% до 1,5%. Позиция ЕЦБ относительно повышения учетной ставки и последствий низкой учетной ставки для экономики аналогична заокеанской: время для повышения еще не пришло. В ответ на рост доходности облигаций ЕЦБ расширил свою экстренную программу скупки облигаций. Более того, глава ЕЦБ Кристин Лагард выразила готовность в случае необходимости продлить действие программы.

Инструменты с фиксированной доходностью

Невероятное начало нового года! Долгосрочные ставки в США вернулись к докризисным уровням.

Во всех классах активов наблюдалось доминирование рефляционных торгов. Многие инвесторы делали ставку на быстрое восстановление экономики, поддерживаемое скорейшей, чем ожидалось, реализацией программы вакцинирования в США, и еще одним утвержденным для реализации огромным пакетом стимулирующих мер.

Хотя в нашем прогнозе на 2021 год мы были довольно пессимистичны в отношении ставок в США, скорость и импульс этого движения нас удивили.

Рыночные индикаторы инфляционных ожиданий достигли самых высоких темпов с 2014 года, а кривые доходности превысили пятилетние максимумы.

Мы продолжаем придерживаться позиции «Ниже рынка» относительно долгосрочных облигаций, поскольку текущий уровень (1,65% доходности по 10-летним казначейским обязательствам США) пока далек от нормального. Все внимание будет приковано к публикации экономических данных (показатели занятости в несельскохозяйственном секторе, индекс потребительских цен, индекс покупательской способности и т. д.). Кроме того, инвесторы будут внимательно отслеживать любые заявления ФРС.

Доходность американских 10-летних облигаций, вероятно, продолжит расти в следующем месяце, но для того, чтобы она преодолела 2-процентный уровень, ее рост должен быть подкреплен публикуемыми экономическими данными. Мы продолжаем оставаться в «медвежьем» лагере и сохраняем глобальную рекомендацию «Ниже рынка» по ставкам.

Но куда же податься в такой среде процентных ставок?

Мы думаем, что рынок высокодоходных облигаций будет лучшим местом. Среди облигаций с рейтингом BB (в основном - «падшие ангелы»), гибридных облигаций и облигаций добавочного капитала первого уровня (AT1) все еще можно найти повышенную доходность с приемлемым кредитным риском и низкой дюрацией. В настоящий момент необходимо внимательно отслеживать уровни обновления купонов.

С облигациями развивающихся рынков мы предлагаем быть более осторожными, поскольку они не предлагают существенной надбавки к доходности по сравнению со своими аналогами в развитых странах. Большая часть восстановления энергетического и сырьевого секторов уже заложена в текущие цены. Мы рассматриваем их как надежное дополнение к нашим основным активам.

Диверсификация и выбор кредитных инструментов очень важны. На текущий момент мы не считаем, что рост уровня приемлемых рисков оправдывает себя. Поэтому мы рекомендуем оставаться на надежных активах и избегать инструментов с высоким бета-фактором.

Акции

В марте продолжили царить оптимистичные настроения относительно глобальной экономики, что привело в некоторых случаях к стремительному росту фондовых рынков. Одним из исключений на региональном уровне были развивающиеся рынки. В первую очередь они пострадали от повышения курса доллара, более высоких уровней доходности в США и, как следствие, ухудшения условий финансирования для компаний в некоторых странах. Среди секторов показатели циклических были немного хуже, чем у защитных активов.

Рост доходности с начала года связан в основном с ростом уверенности инвесторов в восстановлении экономики. Хотя в ближайшие месяцы может быть отмечен рост инфляции, по оценке аналитиков он не будет устойчивым. В такой среде высокая доходность обычно не является проблемой для фондовых рынков, поскольку корпоративные доходы должны расти параллельно. Прогнозы по прибыли уже вышли на докризисные уровни. Поэтому мы ожидаем, что прибыльность продолжит расти.

Если посмотреть на развивающиеся рынки, китайский фондовый рынок заметно потерял позиции с начала года. Достигнув 17 февраля исторического максимума, индекс MSCI China упал более, чем на 15%. Одной из основных причин падения является поставленная правительством довольно умеренная цель - рост ВВП «на 6 процентов и более». По общему мнению, столь низкая цель была поставлена, чтобы ее можно было легко достигнуть. Однако если бы 6% роста были целью на самом деле, это сопровождалось бы денежно-кредитными и налогово-бюджетными мерами по охлаждению экономики. Во-вторых, ухудшились условия корпоративного финансирования. Хотя аналитики не ждут от центрального банка новых ограничительных мер денежно-кредитной политики до лета. Однако процентные ставки на денежном и фондовом рынках уже выросли. На этом фоне правительство уже некоторое время призывает компании улучшить свои балансы. И, наконец, правительство пытается ограничить влияние крупных компаний с помощью регулирующих мер. Это омрачило для инвесторов в акции атмосферу на крупнейшем развивающемся рынке планеты. Подобное развитие наблюдается и на других крупных рынках, таких как Бразилия или Россия. Здесь уже начался поворот в денежно-кредитной политике. В целом аналитики ожидают, что развивающиеся рынки будут продолжать расти более высокими темпами, чем промышленно развитые страны, хотя разрыв между ними уже сокращается. Если эта тенденция продолжится,

акции развивающихся стран будут менее привлекательны. Но не будем торопить события.

Индикаторы фондового рынка

Стоимость акций	Нейтральная
Динамика	Нейтральная
Сезонность	Нейтральная
Макроэкономика	Позитивная

В целом мы придерживаемся нашей оценки, согласно которой фондовые рынки по-прежнему отдают предпочтение секторам, чувствительным к циклическим колебаниям, и склоняются к инвестированию в рост. Стоимостный стиль имеет право на существование, однако пока-что немного потерял свою актуальность. В частности, в Европе выход из эпидемиологического кризиса снова откладывается. Однако аналитики по-прежнему ожидают после этого значительного восстановления экономики. Кроме того, ФРС и ЕЦБ ясно дали понять, что считают наметившийся рост инфляции временным, и поэтому продолжают придерживаться текущей денежно-кредитной политики. Исключением может стать центральный банк Канады, который в конечном итоге скоро начнет проводить более ограничительную политику. Поэтому мы рекомендуем позицию «Выше рынка» по американскому рынку капитала. Что касается Тихоокеанского региона, темпы роста в Австралии заметно снизились по сравнению с другими странами. При таком раскладе мы отдаем предпочтение японскому рынку. Поимом прочего, японские компании в меньшей степени зависят от китайского рынка, то есть несколько более диверсифицированы на международном уровне.

Последние десять лет показали, что индекс Nikkei 225, в котором доминируют компании с большой капитализацией, показал лучшие результаты, чем индекс Topix, в который входят более 2000 акций. Одной из причин этого было начало использования Банком Японии в своей денежно-кредитной политикой покупки индексных фондов на Nikkei. Однако совсем недавно было решено перейти на Topix. Следовательно, относительное преимущество Nikkei, вероятно, значительно снизится, если не будет утрачено полностью. В то же время Банк Японии решил также прекратить регулярные покупки и установил годовой лимит в 12 триллионов йен, а не обычную целевую сумму для инвестирования.

Альтернативные инвестиции

С начала года англосаксонские валюты очевидно выигрывают гонку у швейцарского франка, японской йены и единой европейской валюты. В частности, в последний месяц значительно ушел в отрыв канадский доллар. В свете восстановления экономики США, канадский доллар, вероятно, на некоторое время сохранит поддержку, обеспечиваемую ему сокращением покупок облигаций Банком Канады и конструктивными краткосрочными прогнозами цен на нефть. В целом спрос на рискованные активы, а следовательно и на проциклические валюты, пока будет сохраняться. На данный момент также есть потенциал для британского фунта стерлингов. Быстрое снятие ограничений на экономическую деятельность в Соединенном Королевстве придаст фунту дополнительный импульс, прежде чем снова в центре внимания окажутся проблемы, связанные с выходом страны из Евросоюза. Для возобновления роста евро по отношению к доллару США требуется более существенное возобновление экономической деятельности в континентальной Европе. Аналитики сдвинули начало этого сценария на лето. Разница в доходности пока что говорит в пользу доллара США, но мы ожидаем, что в этом квартале евро может наверстать упущенное, сопровождаясь продвижением программы вакцинации в странах зоны евро.

Золото стабильно находится на уровне выше 1700 долларов США за унцию, пережив первое снижение по итогам квартала с 2018 года, поскольку трейдеры взвешивают перспективы мировой экономики на фоне продвижения программ вакцинации и мер по стимулированию экономики. Интерес инвесторов к активу-убежищу снизился, а вложения в обеспеченные золотом биржевые фонды упали до самого низкого уровня с мая прошлого года. Золото останется чувствительным к доходности в долларах, а также к опасениям относительно инфляции. И мы видим в нем чуть больше минусов, чем плюсов.

В ближайшие несколько месяцев на нефтяном рынке образуется дополнительный дефицит предложения, что приведет к сокращению запасов и дальнейшему росту цен. По мере снятия ограничений на передвижение спрос на нефть будет расти, и предложение не будет успевать за ним. Скорее всего, предложение искусственно занижается нефтяным картелем ОПЕК+. Аналитики ожидают, что картель продолжит придерживаться политики сокращения добычи, медленно увеличивая ее до тех пор, пока спрос на нефть не вернется к докризисному уровню.

Обзор рынка на среду, 7 апреля 2021, 11:59

Инструменты с фиксированной доходностью

	Rate	Δ 1m	Δ 3m	Δ ytd		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
USD Overnight	0.07	0.00	0.00	0.00	USD Deposit 1m	0.2%	0.5%	0.9%	0.9%
USD 1y Swap	0.21	0.02	0.02	0.02	USD Aggregate 1-3y	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.1%
USD 3y Swap	0.50	0.04	0.21	0.25	USD Aggregate 3-5y	-0.1%	-0.7%	-0.4%	-0.8%
USD 5y Swap	0.99	0.06	0.47	0.56	USD Aggregate 5-7y	-0.3%	-2.2%	-1.9%	-2.6%
USD 10y Swap	1.69	0.07	0.62	0.77	USD Aggregate 7-10y	-0.3%	-3.2%	-3.1%	-4.3%
EUR Overnight	-0.48	0.00	0.02	0.02	EUR Overnight	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
EUR 1y Swap	-0.52	-0.02	0.01	0.01	EUR Aggregate 1-3y	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
EUR 3y Swap	-0.47	-0.04	0.04	0.04	EUR Aggregate 3-5y	0.2%	-0.2%	0.3%	-0.2%
EUR 5y Swap	-0.34	-0.04	0.11	0.11	EUR Aggregate 5-7y	0.3%	-0.6%	0.3%	-0.6%
EUR 10y Swap	0.03	-0.02	0.26	0.29	EUR Aggregate 7-10y	0.3%	-1.4%	-0.2%	-1.5%
CDX Xover 5y	2.93%	-0.19%	-0.01%	0.00%	US Corp. HY	0.9%	§	6.9%	1.4%
iTraxx Xover 5y	2.47%	-0.10%	-0.02%	0.04%	EUR HY	0.7%	1.4%	5.9%	1.7%

Акции

	Price	P/E	D. Yield	FCF yield		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
MSCI World	8,597	21.2	1.9%	5.7%	MSCI World	5.6%	5.6%	20.2%	7.4%
S&P 500	4,074	23.4	1.5%	3.2%	S&P 500	6.0%	7.1%	19.1%	8.5%
NASDAQ	13,578	29.6	0.7%	2.9%	NASDAQ	7.2%	4.9%	18.0%	5.4%
Euro Stoxx 50	3,953	19.1	2.7%	15.0%	Euro Stoxx 50	7.7%	9.1%	22.2%	11.3%
SMI	11,113	18.0	3.0%	5.3%	SMI	4.8%	3.1%	9.1%	3.8%
FTSE 100	6,871	14.4	3.8%	17.1%	FTSE 100	3.6%	0.2%	15.6%	6.4%
DAX	15,166	16.7	2.6%	9.6%	DAX	8.9%	8.6%	17.3%	10.5%
MSCI Asia Pacific	207	17.2	2.2%	4.9%	MSCI Asia Pacific	0.6%	1.7%	19.2%	3.7%
FTSE China A50	17,310	14.4	2.3%	13.5%	FTSE China A50	0.3%	-6.9%	13.8%	-2.2%
MSCI Emerging Market	1,347	15.5	2.3%	5.2%	MSCI Emerging Market	0.6%	1.9%	21.6%	4.3%
PH Semiconductor	3,266	24.8	1.1%	3.2%	PH Semiconductor	11.8%	11.2%	40.2%	16.8%

Биржевые товары

	Price	FCST 21	FCST 22	Δ Future		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
Gold	1,736	1788	1706.25	1.9%	Gold	2.2%	-9.3%	-7.9%	-8.4%
Silver	25.11	25.52	23.7	0.4%	Silver	-0.7%	-8.1%	3.9%	-5.1%
Platinum	1,249	1175	1250	-4.3%	Platinum	10.2%	10.7%	42.0%	15.3%
Palladium	2,627	2483.75	2512.5	-5.6%	Palladium	12.8%	7.7%	10.2%	6.8%
Crude Oil	59.90	59.14	59	0.6%	Crude Oil	-9.1%	18.1%	43.2%	23.0%
Brent Oil	63.31	62.04	61.87	0.6%	Brent Oil	-7.8%	17.5%	43.4%	22.6%

Курс иностранной валюты

	Price	FCST 21	FCST 22	Δ Spot		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
EUR/USD	1.1886	1.23	1.22	2.6%	EUR/USD	0.2%	-3.1%	1.0%	-2.8%
GBP/USD	1.3758	1.4	1.43	3.9%	GBP/USD	-0.6%	1.6%	6.5%	0.8%
USD/CHF	0.9289	0.92	0.92	-1.0%	USD/CHF	0.7%	-4.7%	-1.3%	-4.7%
USD/JPY	109.86	107	109	-0.8%	USD/JPY	-0.9%	-5.4%	-3.6%	-6.0%
EUR/CHF	1.1041	1.12	1.14	3.2%	EUR/CHF	0.5%	-1.7%	-2.3%	-2.0%
USD/RUB	77.91	70.13	70	-10.7%	USD/RUB	-4.7%	-5.1%	0.1%	-4.5%
EUR/RUB	92.60	84.8	83.57	-10.3%	EUR/RUB	-4.7%	-1.0%	-0.6%	-2.0%

Source: Clarus Capital Group, Bloomberg

Дисклеймер

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

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

Импрессум

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

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