

## Pulse Outlook 2021

### Краткая сводка

В целом 2021 год, по мнению подавляющего большинства аналитиков, обещает быть годом восстановления экономики. В то же время сохраняется существенный уровень неопределенности относительно успешности распределения вакцины и процесса вакцинации.

#### Тактическое распределение активов

Ликвидность	Нейтральная
Облигации	Нейтральные
Акции	Нейтральные
Альтернативные инвестиции	Нейтральные

#### Макроэкономика

После впечатляющего обвала мировой экономики в 2020 году, ожидается, что 2021 год принесет с собой устойчивый экономический рост. В то же время большинство стран не вернутся к допандемическим показателям ранее 2022 года. Более того, высокие уровни безработицы представляют серьезную проблему по всему миру.

В целом, высокий уровень неопределенности сохранится и то, как будет проходить восстановление экономики, зависит в первую очередь от обстоятельств, связанных с пандемией.

#### Инструменты с фиксированной доходностью

Мы остаемся довольно оптимистично настроены по отношению к кредитным рынкам, хотя спреды существенно сузились и торгуются близко к своим историческим минимумам. Охота за доходностью продолжится, и инвесторы будут вынуждены спускаться по кривой доходности.

Ожидаемый экономический рост будет благоприятен для бумаг с высоким бета-фактором, все еще имеющих некоторое пространство для сужения. Наибольшим потенциалом обладают автомобильная промышленность, нефтяная промышленность, циклические сектора экономики и потребительское кредитование. Еще один сегмент, который мы оцениваем выше рынка в наших портфелях, это облигации развивающихся рынков в твердой валюте.

#### Акции

Оценку перспектив фондовых рынков инвесторами и аналитиками можно охарактеризовать как осторожно оптимистичную. Начался новый экономический цикл и цикл процентных ставок, и экономика находится на ранних стадиях процесса восстановления. Об этом свидетельствует положительная реакция фондовых рынков и увеличение крутизны кривой доходности.

#### Индикаторы фондового рынка

Стоимость акций	Нейтральная
Динамика	Нейтральная
Сезонность	Привлекательная
Макроэкономика	Нейтральная

В 2021 году мы ожидаем корректировки стоимости всех классов активов. Относительно акций корректировка должна быть достигнута за счет улучшения перспектив корпоративной прибыли.

Попутный ветер восстановления экономики должен стимулировать такие чувствительные отрасли, как сырьевая, промышленных товаров, второстепенных потребительских товаров и услуг, а также малые и средние технологические компании. В то же время, мы ожидаем в 2021 году перерыв в росте компаний с высокой капитализацией, а особенно - компаний с исключительно высокой капитализацией в США, в последние годы опережавших динамику рынка.

#### Альтернативные инвестиции

Валюты, имеющие прямую зависимость от глобального экономического цикла, в 2021 году могут получить преимущество. Это касается всех сырьевых и проциклических валют. Евро, скорее всего, также продолжит укрепляться из-за тенденции к ослаблению доллара США, хотя и в несколько меньшей степени, чем другие циклические валюты.

Будущее цен на золото зависит от трех факторов: тенденции доллара США, реальной доходности и инфляционных ожиданий. Мы ожидаем, что в 2021 году цены на золото вернуться к рекордному уровню, и даже немного превысят его.

В свете восстановления экономики цены на сырьевые товары в целом также имеют дополнительный потенциал роста в 2021 году.

Среди хеджевых фондов, мы фокусируемся на стратегиях, которые выигрывают от новостей о

вакцинировании, и от связанных с этим изменений в позиционировании.

## Экономический прогноз

Печально памятный 2020 год завершился на оптимистичной ноте. В мире началась вакцинация от COVID-19, и новые вакцины находятся на конечных стадиях разработки и тестирования. На политическом фронте сделка по «Брекзиту» была достигнута всего за неделю до конца года и окончательного крайнего срока. Это означает, что исчезла значительная часть неопределенности, даже несмотря на то, что некоторые вопросы остались нерешенными или получившими только временное решение: обмен информацией, финансовые услуги и вызвавшие больше всего споров права на рыболовство.

В целом 2021 год, по мнению подавляющего большинства аналитиков, обещает быть годом восстановления экономики. В то же время сохраняется существенный уровень неопределенности относительно успешности распределения вакцины и процесса вакцинации. В настоящее время некоторый отрицательный потенциал связан с тем, что вакцинация проводится заметно меньшими темпами, чем планировалось. И не только из-за проблем с доступностью и поставками вакцины, но и из-за нежелания многих людей делать прививку из опасений перед возможными побочными эффектами. Тем не менее власти делают все возможное, чтобы убедить людей в безопасности и эффективности вакцин.

### Тактическое распределение активов

Ликвидность	Нейтральная
Облигации	Нейтральная
Акции	Нейтральная
Альтернативные инвестиции	Нейтральная

### Макроэкономика

По оценкам МВФ и ОЭСР, в 2020 году мировой ВВП сократился на 4,2%-4,4%, а в 2021 году он вырастет на 4,2%-5,2%. В частности, ВВП зоны евро сократился на 7,2%-7,5% и ожидается, что в новом году он вырастет на 3,6%-4,7%; в США объемы экономики сократились в 2020 году на 3,7%-4,3%, а в 2021 году ожидается рост ВВП на 3,1%-3,2%. В то же время ВВП Китая вырос в прошлом году на 1,8%-1,9%, а в 2021 году вырастет на 8%-8,2%. Таким образом, хотя ожидается, что восстановление глобальной экономики начнется в 2021 году и продолжится в 2022 году, оно не будет проходить равномерно. В большинстве стран объем производства не вернется к допандемическому уровню ранее 2022

года. Осенние прогнозы ВМФ и ОЭСР выше, чем летние, из-за переоценки ранее объемов падения во втором квартале, и недооценки темпов восстановления в третьем квартале прошлого года. Это связано с деятельностью центральных банков, которые в большинстве стран помогли поддержать рушащиеся экономики и предотвратили развитие событий по наименее худшим возможным сценариям.

Несмотря на это, уровень безработицы по всему миру все еще высок, что представляет серьезную проблему для экономики всех стран. Согласно прогнозу ОЭСР, в США уровень безработицы, составляющий на текущий момент 6,83%, к концу 2022 года постепенно снизится до 5,26%, что значительно выше 3,53%, зафиксированных в четвертом квартале 2019 года. Ноябрьский прогноз Еврокомиссии говорит, что уровень безработицы по зоне евро вырастет с 8,3% в 2020 году до 9,4% в 2021 году, и немного снизится до 8,9% в 2022 году. В том же прогнозе говорится, что уровень безработицы по ЕС вырастет с 7,7% в 2020 году до 8,6% в этом году и снизится до 8% в 2022 году. Все это, в сочетании с беспрецедентно высокими уровнями государственных долгов и налогово-бюджетных дефицитов по всему миру, говорит за то, что процесс восстановления экономики не будет легким и быстрым.

Согласно экономическому прогнозу ОЭСР, на текущий момент сохраняется значительный потенциал как роста, так и сокращения экономики: направление во многом зависит от эффективности распределения вакцин и безопасности вакцин в долгосрочной перспективе.

### Инструменты с фиксированной доходностью

Инвесторов, специализирующихся на инструментах с фиксированной доходностью, ждет непростой год, поскольку низкая прибыльность и узкие спреды делают поиск привлекательной прибыли сложной задачей. Хотя центральные банки полны решимости поддерживать экономику, инвесторы начнут ожидать полного восстановления экономики. Крупные пакеты экономической помощи и доступность вакцинации от коронавируса усилят эти ожидания, особенно во второй половине 2021 года.

Как известно, при таком сценарии рынки будут закладывать в цены свои ожидания намного раньше, чем появятся подтверждающие их экономические данные.

Именно поэтому мы избегаем дюрации в нашем пространстве облигаций инвестиционного уровня. Мы ожидаем, что прибыльность 10-летних казначейских обязательств США превысит 1% во втором полугодии, и не удивимся, если она приблизится к 1,5% к концу года. Краткосрочные ставки по-прежнему будут близки к нулю, поскольку центральные банки не изменят текущую политику. Более того, эмиссии казначейства США должны увеличиться в свете необходимости финансировать рост бюджетного дефицита. Именно поэтому стоит проявлять осторожность в отношении солидных бумаг, поскольку текущий рост доходности при более длительных сроках погашения не компенсирует рисков более высокой дюрации.

Мы остаемся довольно оптимистично настроены по отношению к кредитным рынкам, хотя спреды существенно сузились и торгуются близко к своим историческим минимумам. Охота за доходностью продолжится, и инвесторы будут вынуждены спускаться по кривой доходности.

Ожидаемый экономический рост будет благоприятен для бумаг с высоким бета-фактором, все еще имеющих некоторое пространство для сужения. Наибольшим потенциалом обладают автомобильная промышленность, нефтяная промышленность, циклические сектора экономики и потребительское кредитование, однако ключевым фактором станет выбор инструментов. Для обвалившихся бумаг с потенциалом восстановления мы предпочитаем выбирать даже более длительные сроки погашения. Мы делаем ставку либо на очень краткосрочный, либо на долгосрочный сегмент рынка. Вместо того чтобы повышать уровень риска инвестиций в корпоративные бумаги, инвесторы могут снизить рискзависимость от структуры капитала компании инвестиционного класса, покупая гибридные облигации. Для финансового сектора это сегмент добавочного капитала первого уровня (AT1). Мы рассматриваем оба эти сегмента как хороший источник прибыли, поскольку они все еще предлагают повышенную доходность.

Еще один сегмент, который мы оцениваем выше рынка в наших портфелях, это облигации развивающихся рынков в твердой валюте. Сильный приток капитала в данный класс активов продолжится, поскольку ослабление доллара США и стабильные цены на нефть поддержат его инвестиционную привлекательность.

## Акции

Оценку перспектив фондовых рынков инвесторами и аналитиками можно охарактеризовать как осторожно оптимистичную. Менеджеры крупных фондов

практически единодушно считают, что этот год будет годом восстановления экономической активности, что не только поддержит активы, уже выросшие в цене после принесенного пандемией мартовского кризиса, но и даст толчок секторам, из-за кризиса оставшимся позади. Ожидается, что уровни доходности облигаций останутся на умеренных уровнях, что также должно положительно сказаться на котировках акций.

Однако мутация COVID-19, обнаруженная в Великобритании, и вызвавшая кратковременные колебания на рынках в конце декабря, лишь подчеркивает, что не всегда все будет идти гладко. Итак, что ожидает фондовые рынки?

## Индикаторы фондового рынка

Стоимость акций	Нейтральная
Динамика	Нейтральная
Сезонность	Привлекательная
Макроэкономика	Нейтральная

В условиях, когда известны и обе причины нынешнего слабого роста и способы восстановления экономики, инвесторы склонны игнорировать первое. Несмотря на сохраняющиеся риски, связанные с пандемией, инвестиционное сообщество будет ориентироваться на постпандемический период. В перспективе на ближайшие 6-12 месяцев почти нет причин, по которым инвесторам не стоило бы ориентироваться на восстановление экономики. Вакцина, продолжающееся улучшение основных экономических показателей, благоприятная для финансовых рынков кредитно-денежная и налогово-бюджетная среда будут поддерживать рискованные активы, особенно - чувствительные к состоянию экономики. Разумеется, серьезной проблемой может стать вирус. Поэтому мы не ожидаем линейного роста, и не позднее запуска процесса вакцинации инвесторам придется пройти первую проверку на соответствие ожиданий реальности. Но что еще важнее, начался новый экономический цикл и цикл процентных ставок, а экономика находится на ранних стадиях процесса восстановления.

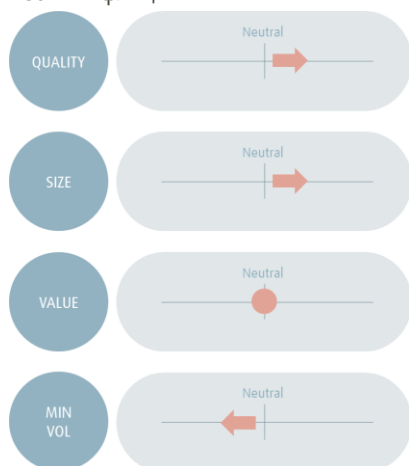
На ранних этапах восстановления экономики конструктивный подход инвесторов выражается прежде всего в положительной реакции фондовых рынков, а также в увеличении крутизны кривой доходности. Учитывая быстрое и значительное восстановление рынков после весеннего локдауна, вопрос о завышенной стоимости акций действительно оправдан. Однако в относительном выражении акции все еще оцениваются предпочтительнее облигаций, и даже предпочтительнее всего сегмента инструментов с фиксированной

доходностью, включая наличные средства и корпоративные облигации.

В 2021 году мы ожидаем корректировки стоимости всех классов активов. Относительно акций корректировка должна быть достигнута за счет улучшения перспектив корпоративной прибыли. Благодаря исключительно стимулирующей монетарной политике центральных банков по всему миру, акции все равно должны преуспевать, и преобладание защитных рынков над циклическими будет снижаться. Правильное сочетание стоимостных и циклических инновационных секторов повысит эффективность распределения активов.

Базовый сценарий повлияет, в частности, на такие чувствительные к состоянию экономики отрасли, как сырьевая, промышленных товаров, второстепенных потребительских товаров и услуг. Аналитики ожидают, что благоприятствующий фон восстановления экономики подстегнет малые и средние технологические компании. В то же время, мы ожидаем в 2021 году перерыв в росте компаний с высокой капитализацией, а особенно - компаний с исключительно высокой капитализацией в США, в последние годы опережавших динамику рынка. Эти компании смогли добиться еще большего преимущества за счет своих размеров, и занять монопольные позиции на рынке в результате своего роста и увеличения показателей рентабельности, намного превышающих средний уровень. Соответственно, обеспечение дальнейшего роста становится все труднее из-за текущего размера компании, что может вызвать разочарование на фоне высоких ожиданий. Кроме того, доминирующие рыночные позиции крупных корпораций увеличивают вероятность вмешательства регуляторов.

Помимо потенциала, который принес новый год, мы бы хотели отметить риски для рынка акций, которые может нести инфляция.



Источник: Clarus Capital

При базовом сценарии развития событий инфляция ненадолго вырастет из-за эффектов базы, а затем вернется к начальному уровню. Однако существует риск, что она продолжит расти и значительно превысит целевое значение, на которое ориентируется ФРС. Это полностью изменит ситуацию. Пауэлл подчеркнул, что ФРС продолжит придерживаться текущей политики и не будет реагировать на ускорение инфляции. Если центральный банк теряет самообладание и начинает беспокоиться об инфляции раньше, чем ожидалось, это может стать проблемой для рынков. Мы помним, как выглядела паника на рынках в 2013 году, когда ФРС анонсировала сворачивание программы количественного смягчения.

### Альтернативные инвестиции

Валюты, имеющие прямую зависимость от глобального экономического цикла, в 2021 году могут получить преимущество. Это касается всех сырьевых и проциклических валют. В целом, экономики и валюты, больше всех пострадавшие от пандемии, скорее всего окажутся в наибольшем выигрыше от восстановления экономики, ставшего возможным благодаря появлению вакцины. Это, в частности, касается Великобритании, экономическая активность в которой находится существенно ниже докризисных уровней. Обрушившийся британский фунт, который сейчас в значительной степени недооценен согласно ППС, в таких обстоятельствах также получит несоразмерно большое преимущество.

Евро, скорее всего, также продолжит укрепляться из-за тенденции к ослаблению доллара США, хотя и в несколько меньшей степени, чем другие циклические валюты. Единая европейская валюта уже показала очень хорошие результаты с начала пандемии, несмотря на сильное экономическое потрясение. Чувствительность евро к глобальному экономическому циклу ниже и, что не менее важно, ЕЦБ придерживается стимулирующей экономической политики.

Будущее золота зависит от трех факторов: тенденции доллара США, реальной доходности и инфляционных ожиданий. С появлением вакцины экономические перспективы улучшились. В такой ситуации спрос на американскую валюту скорее всего сократится. В сочетании с условно неограниченной программой количественного смягчения, проводимой ФРС, это должно благоприятно отразиться на ценах на золото. Существенной смены направления для золота не ожидается до тех пор, пока в коммюнике ФРС не появятся упоминания о сокращении денежных вливаний в экономику. Поскольку это вряд ли случится в 2021 году, мы ожидаем, что цены на золото вернуться к рекордному уровню, и даже немного превысят его.

В свете восстановления экономики цены на сырьевые товары в целом также имеют дополнительный потенциал роста в 2021 году. Ослабление ограничений, введенных в период пандемии коронавируса, положительно повлияет на спрос на нефть, в основном благодаря глобальному росту мобильности. Учитывая остающуюся напряженную ситуацию с коронавирусом, рынок нефти еще ждут потрясения, однако нефтяной картель ОПЕК+ уже дал понять, что продолжит поддерживать его, и будет соблюдать ограничения на объемы добычи и в 2021 году. Это хорошие новости для рынка нефти. Ведь это оставляет шанс на сохранение дефицита предложения и на рост цен на нефть.

Большинство индексов хеджевых фондов показали результат выше 6%: Фундаментальные стратегии

хеджирования капитала показали лучшие результаты, тогда как тактические - худшие. Мы фокусируемся на стратегиях, которые выигрывают от новостей о вакцинировании, и от связанных с этим изменений в позиционировании. В стратегиях относительной стоимости мы делаем упор на стратегиях структурированных кредитов, конвертируемого арбитража и long/short credit. Среди фундаментальных стратегий предпочтительной является конъюнктурная стратегия эквивалентности длинных и коротких стратегий (long/short equity), тогда как среди тактических - ситуативные стратегии, сфокусированные на развивающихся рынках, и диверсифицированные фонды.



## Инвестиционные аспекты

### Охота за доходностью

Инвесторы вынуждены спускаться по кривой доходности, поскольку большинство облигаций торгуются с доходностью ниже 1%. Хотя в обозримом будущем повышения ключевых ставок не ожидается, инвесторы подвержены риску дюрации, поскольку рынок ставок уже ожидает восстановления экономики. Ожидается, что кривые доходности станут еще круче.

Чтобы избежать такого риска, инвесторы будут выбирать бумаги с более высоким бета-фактором, которым восстановление экономики идет на пользу. Чем выше спред, тем выше способность нейтрализовать изменение ставок, поскольку безрисковая ставка не является доминирующим фактором. Поэтому мы ожидаем дальнейшего сужения спредов высокодоходных облигаций.

Поскольку мы верим в сценарий восстановления экономики, мы отдаем предпочтение корпоративным облигациям с пограничным рейтингом, гибридным облигациям, облигациям добавочного капитала первого уровня (AT1) и долговым обязательствам стран с развивающейся экономикой. Все это диверсифицировано надлежащим образом, с учетом степени терпимости клиента к риску.

Бумаги инвестиционного класса в портфеле мы рассматриваем как страховку от убытков и потенциальный источник средств в случае провала базового сценария.

### Слабость доллара США

Даже с учетом того, что в значительной степени обесценивание доллара США скорее всего уже произошло в 2020 году, мы ожидаем, что резервная валюта продолжит терять позиции и в 2021 году. Предпринятое ФРС снижения учетной ставки подорвало преимущество в ставке перед многими валютными зонами. Новая стратегия центрального банка закрепила учетную ставку на нулевом уровне на следующие несколько лет. Тем не менее, по мнению аналитиков, доллар переоценен. С одной стороны, дополнительные покупки облигаций продолжают увеличивать предложение долларов США, а с другой стороны продолжающееся восстановление мировой экономики, скорее всего, снизит спрос на актив-убежище. Поэтому тенденция к более справедливой оценке американской валюты продолжится.

Тем не менее, следует учитывать, что очень легко приводить аргументы в пользу ослабления доллара,

однако, когда это начинает становится или уже стало консенсусом торгов, бывает, что все может оказаться немного сложнее, поскольку имеет место влияние торговой психологии. Консенсусные торги всегда таят в себе опасность, потому что время от времени могут быть подвержены быстрым и сильным откатам. А когда позиционирование становится слишком тесным и перегруженным, появляется возможность для коррекции и фиксации прибыли. Пусть состояние доллара США плачевное, но вот несколько вещей, которые могут побудить рынок задуматься и осознать опасность, когда дело доходит до консенсусных торгов:

- Связанный с появлением вакцины оптимизм пошатнулся, сроки возврата к «нормальной» жизни откладываются
- Экономика США продолжает укрепляться, включая рост инфляции
- Приверженность ФРС политике смягчения немного слабнет
- Ситуация с пандемией меняется к худшему

Также существует вероятность того, что по мере отдаления от коронавирусного кризиса мы увидим рост финансовых рисков, то есть афтершоков. Однако история свидетельствует, что властные структуры доказали свою эффективность в кризисных ситуациях и знают, как с этим бороться.

### Центральные банки

Денежно-кредитная и налогово-бюджетная поддержка, оказываемая экономикам правительствами и центральными банками, продолжится. Посыл всех ведущих центральных банков предельно ясен: учетные ставки будут оставаться близко к нулевому уровню. ФРС неоднократно подчеркивала готовность сделать все возможное. По общему мнению, повышения ставок не предвидится, по меньшей мере, до конца 2023 года.

Однако за сообщениями ФРС необходимо внимательно следить, поскольку они могут содержать сигналы о том, что поддержка не будет длиться вечно. Им придется осторожно выбирать выражения, если они хотят избежать повторения паники 2013 года.

Хотя инфляционные ожидания растут, что отражается в 10-летнем уровне безубыточности инфляции, достигшем самого высокого с мая 2019 года уровня в 1,9%, мы не считаем, что существующий уровень безработицы допустит рост заработной платы. Допуская, что темпы инфляции могут превысить целевой уровень в 2% в ближайшие годы, ФРС дает тем самым понять, что

восстановление полного уровня занятости займет некоторое время. Данные о заработной плате вне сельского хозяйства будут в 2021 году объектом пристального внимания.

## Стоимостное инвестирование по сравнению с инвестированием в рост

Стоимостное инвестирование продолжает показывать результаты ниже среднего. При этом разрыв в доходности увеличился до наибольшей точки за последние 25 лет (см. график). Пандемия только усугубила неравенство, поскольку акции роста, такие как бумаги крупных американских технологических компаний, демонстрировали опережающую динамику, обескураживая стоимостных инвесторов.



Источник: Bloomberg, Clarus Capital

Инвестирование в рост менее чувствительно к таким факторам, как ставки и инфляция. Вместо этого они полагаются на инновации и конкурентоспособность. Стоимостные акции могут давать результат, но без экономического роста многие из них не приносили прибыли. Соответственно, мы считаем, что время стоимостного инвестирования еще не пришло, поэтому инвесторам следует быть осторожными и разборчивыми в выборе акций (т. е. тщательно следить за сбалансированностью портфеля).

## Нефть

Придя к консолидации в третьем квартале 2020 года, цены на нефть начали снова расти в начале четвертого квартала в свете ожиданий, что ОПЕК+ будет контролировать предложение для решения краткосрочных проблем со спросом. Картель действительно скорректировал свою стратегию и будет

публиковать ежемесячные обзоры, начиная с января. Хотя ОПЕК+ привлекает значительное внимание, будучи картелем, на самом деле его доля на рынке нефти составляет менее 50%.

С появлением сланцевой нефти в последнее десятилетие США стали крупнейшей страной-производителем и, вместе с другими странами, не входящими в ОПЕК, теперь добывают больше нефти, чем картель. В этих странах уровень производства в основном определяется экономическими соображениями. А поскольку цены на нефть марки Brent достигли самого низкого уровня с 2016 года, добыча резко упала, особенно в США. Количество буровых установок в США свидетельствует, что добыча значительно сократилась по сравнению с началом года.

Однако падение объемов добычи в США все еще недостаточно велико, чтобы привести запасы нефти в США к среднему уровню за последние пять лет. Хотя уровень коммерческих запасов в США в первом квартале был аналогичен среднему показателю за последние пять лет, уже к июлю запасы нефти превышали его более чем на 20%. Они также более чем на 10% превышали максимальный уровень запасов на тот же момент за последние пять лет. Несмотря на то, что в США предложение нефти опустилось ниже спроса, корректировка запасов, вероятно, продолжится в следующем году.

В краткосрочной перспективе спрос, вероятно, будет наиболее волатильным компонентом уравнения. ОПЕК оценивает сокращение спроса в период пандемии в среднем в 9,5 миллионов баррелей в сутки в течение 2020 года. Однако данные МЭА свидетельствуют, что глобальный спрос с января по июль сократился на 10,5 миллионов баррелей в сутки по сравнению с предыдущим годом. На этот период приходится наиболее жесткие ограничительные меры в Европе и на Восточном побережье США. И хотя в третьем квартале спрос, вероятно, начал расти, на нем не может не отразиться осенняя вспышка эпидемии COVID-19 в США и Европе, побудившая правительства нескольких европейских стран возобновить локдауны до декабря. И эта тенденция может продолжиться и в новом году.

Хотя недавний рост цен и усиление спреда могут показаться несколько преждевременными, мы уверены в восстановлении равновесия в среднесрочной перспективе с нормализацией запасов во втором полугодии 2021 года, что гарантирует более высокие цены и, в конечном итоге, переход кривых в состоянии ээквортации.



## COVID-19

---

После пришедшихся на 2020 год нескольких раундов локдаунов, приостановки производства, временных увольнений и, прежде всего, 1,8 миллиона смертей, мы вступаем в новый год с хорошим поводом для оптимизма по итогам самой быстрой в истории всемирной гонки за разработкой вакцины. Вакцинация уже началась по всему миру - в США, Евросоюзе, Великобритании, России, Китае, и в многих других странах, и много новых вакцин находятся в стадии разработки. На данный момент количество имеющихся в наличии вакцин в большинстве стран мира очень мало. В США, по оценке доцента кафедры экстренной медицины университета Джона Хопкинса Лорен Сойер, всеобщая вакцинация должна начаться в конце первого или начале второго квартала 2021 года. Согласно заявлению Урсулы фон дер Лейен, к концу 2021 года Европейский союз будет располагать достаточным количеством вакцины для вакцинации всего населения ЕС.

В азиатских странах, таких как Китай, Вьетнам, Таиланд, Южная Корея, возвращение к нормальной жизни ожидается быстрее, чем в остальном мире, поскольку они боролись с пандемией с большей эффективностью.

И все же вряд ли мы вернемся к допандемическому образу жизни в первой половине года. Нам по-прежнему придется носить маски, мобильность и возможность путешествовать будут ограничены, однако постепенно все должно начать налаживаться. Более того, по мнению декана кафедры общественного здравоохранения Брауновского университета Ашиша Джа, в США «комплекты для тестирования на дому будут широко доступны где-то поздней весной или летом». Таким образом, при условии успешного распространения вакцины и проведения вакцинации во всем мире, мы можем надеяться, что в этом году празднование Рождества и Нового года пройдет в нормальном режиме.

## Актуальные темы

### Геополитика

Одной из острых проблем, способных повлиять на мировые рынки в 2021 году, будет продолжающаяся торговая и дипломатическая напряженность между США и Китаем. Администрации Байдена придется решать, стоит ли, и если да, то как именно бросать Пекину вызов по вопросам торговли, интеллектуальной собственности, прав человека и т.д.

Учитывая, что жесткая торговая политика по отношению к Китаю пользуется широкой поддержкой обеих партий в Вашингтоне, мы не ожидаем, что новая администрация отменит таможенные пошлины на китайские товары, введенные президентом Дональдом Трампом. В то же время интенсивность торгового конфликта может быть снижена.

Тем временем контроль над интеллектуальной собственностью, скорее всего, останется основным полем боя. Ни одна из сторон не считает, что может позволить себе уступить в борьбе за господство над технологиями следующего поколения. Однако, хотя конфликт вокруг интеллектуальной собственности несет в себе потенциальные экономические риски, он также может создать новые возможности для инвесторов, ведь Китай стремится развивать свои собственные цепочки поставок, включая собственную полупроводниковую промышленность.

Между тем, кампания Пекина по ужесточению контроля над Гонконгом, похоже, достигла своей цели, поскольку оппозиционеры из числа членов Законодательного совета города отстранены от должности или ушли в отставку. Но мы минимизируем риски, которые эти события могут создать для статуса города как глобального финансового центра. До тех пор, пока китайский юань не станет полностью конвертируемой валютой, гонконгский доллар сохранит свою высокую актуальность.

### Сбалансированный портфель: все еще в силе

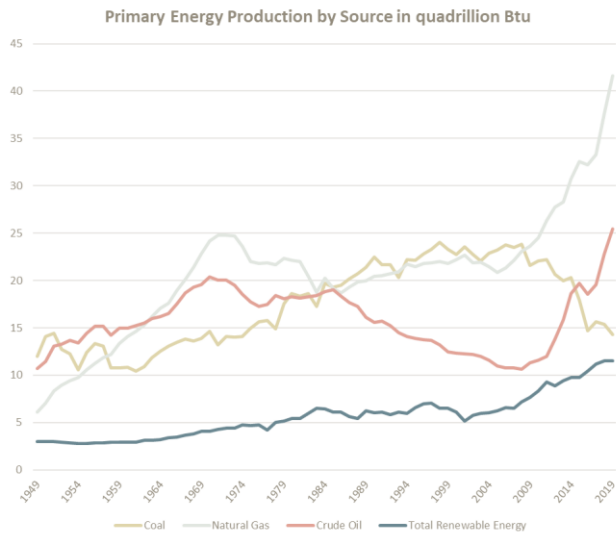
2020 год изменил подходы и внес сомнения даже относительно самых базовых вещей. Одной из таких вещей был старый и надежный «Портфель 60/40». Смысл этого портфеля прост: 60% инвестируются в акции, которые являются более рискованным инструментом, но могут приносить высокую доходность, а 40% направляются в инструменты с фиксированным доходом, такие как государственные облигации, доходность

которых обычно ниже, но они более безопасны в трудные времена и, таким образом, могут обеспечить сеть безопасности во время рыночных потрясений.

Несмотря на простоту концепции, эта стратегия за последние полвека показала один из лучших результатов по сравнению с другими стратегиями. В этом году, после мартовского обвала, центральные банки большинства развитых стран вмешались, чтобы оказать поддержку экономике, и опустили ставки до нулевых, и даже отрицательных, уровней, с намерением сохранять их на этих уровнях в ближайшие годы. Устойчиво низкие или отрицательные ставки снижают доходность всех облигаций, позволяя компаниям и правительствам выпускать новые долговые обязательства с более низкими купонами или повышая привлекательность уже выпущенных облигаций с более высокими купонами, что приводит к росту цен на них и снижению их доходности. Возможной заменой более безопасным, но низкодоходным государственным ценным бумагам могут быть корпоративные облигации, однако их цены могут вести себя при обвале рынка как акции, что может усугубить потери портфеля вместо того, чтобы послужить страховкой. Более того, риски дефолтов все еще высоки, поскольку государства имеют дело с локдаунами и со снижением туризма. Это означает, что снижение доходности облигаций идет в комплекте с ростом рисков, что снижает общую доходность портфеля и его надежность. Все это происходит в период, когда котировки акций значительно выше их долгосрочных средних значений, а это означает, что риски ухудшения ситуации также повышаются.

Такое беспрецедентное сочетание факторов заставляет инвесторов задуматься о будущем стратегии 60/40. Некоторые крупные игроки, такие как благотворительный фонд Йельского университета, отказались от классического подхода и направили большую часть своих денег в альтернативные сектора и инструменты, такие как, например, в случае Йельского университета, венчурный капитал, выкупы с привлечением заемных средств, недвижимость и т. д., которые могут приносить хорошую прибыль.

В то же время стоит отметить, что к середине декабря 2020 года эталонный портфель 60/40 (60% в MSCI All Country World Index Total Return, 40% в Bloomberg Barclays Global Aggregate Index) показал лучший результат, чем в среднем за предыдущие три десятилетия. Это стало возможно благодаря беспрецедентной по объемам расширительной денежно-кредитной политике центральных банков большинства крупных экономик.



## ESG

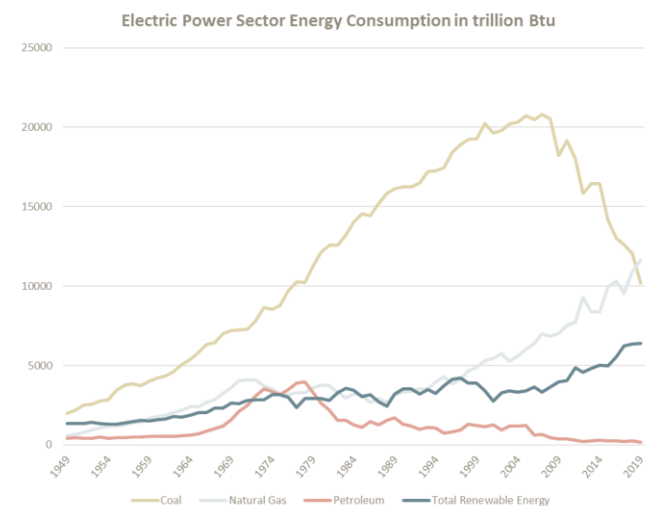
В ушедшем году, когда мир впервые за полвека столкнулся с угрозой своему существованию, значительно выросла актуальность и привлекательность ESG-инвестирования. Поскольку в этом году государственный долг рос беспрецедентными темпами, многие страны финансируют проекты устойчивого развития за счет мер налогово-бюджетной поддержки пострадавшей экономики. В то же время в США, крупнейшем игроке на глобальном инвестиционном поле, у руля вот-вот окажется демократическое руководство, ассоциирующееся не только с секторами, являющимися базовой составляющей типичных ESG-портфелей, такими как информационные технологии, здравоохранение, возобновляемые источники энергии и т.д., но и с данным в ходе предвыборной кампании обязательством довести чистые выбросы углекислого газа в воздух до нулевого уровня к 2050 году. В то же время Китай, крупнейший источник выброса углекислого газа, поставил цель достичь углеродной нейтральности к 2060 году, а ЕС - сократить выбросы на 55% к 2030 году. Этот краткий список государственных природоохранных инициатив, разумеется, далеко не исчерпывающий: о своих планах и задачах по достижению углеродной нейтральности к середине века объявили более 100 стран. Более того, крупные финансовые институты также вкладывают все больше своих средств в устойчивые инвестиции.

Например, Всемирный банк стабильно наращивает финансирование борьбы с изменением климата: за последние 5 лет он выделил на климатические

инвестиции 83 миллиарда долларов и планирует продолжать увеличивать объем инвестиций.

Источник: Американское агентство по сбору, анализу и распространению информации об энергии и энергетике (EIA), Clarus Capital

Столь амбициозная цель как нулевой баланс выброса может быть достигнута, помимо всего остального, путем переключения большей части производства энергии на незагрязняющие источники, включая атомную энергию, использование электромобилей вместо бензиновых, улавливание высвобожденной двуокиси углерода, и даже просто посадкой деревьев. Таким образом, ожидается, что в ближайшие десятилетия компании, специализирующиеся на экологических проектах, получат серьезную поддержку.



Источник: Американское агентство по сбору, анализу и распространению информации об энергии и энергетике (EIA), Clarus Capital

## Цифровизация

Пандемия стала мощным ускорителем уже имевших место структурных тенденций. Ярким примером является преобразование секторов розничной торговли, интернет-торговли и финансов. Масштаб перехода от физических платежей к цифровым в прошлом году был поистине драматичным. По оценке аналитиков, доля безналичных операций во всем мире выросла до уровня, которого они должны были достичь через два года-пять лет. Цифровизация может стать концом эпохи динозавров в таких отраслях, как развлечения или розничная торговля. Не говоря уже об интернет-торговле, где крупные игроки, такие как Amazon и Alibaba, захватывают большую часть рынка. Несмотря на рост стоимости уже в 2020 году, аналитики рассматривают открытость для технологий в качестве долгосрочного благоприятствующего структурного фактора. Способами увеличить такую открытость являются факторное

инвестирование в качество, инвестиции в американские акции и в Азию (т.е. Китай).

## Частные рынки

---

Хотя частные рынки были относительно устойчивыми, они не были застрахованы от общего спада, вызванного Covid-19. Цифры на данный момент указывают на сокращение сбора средств в отрасли в 2020 году, что вполне понятно. Мы ожидаем дополнительных экономических проблем в ближайших кварталах. Однако наш опыт подсказывает, что многие сегменты частного рынка будут демонстрировать стабильность, и появятся новые возможности для создания дополнительной стоимости. Частные рынки предоставляют широкий

спектр возможностей для создания дополнительной стоимости, особенно в условиях низкой доходности. Однако имеется одна серьезная угроза: слишком большой наплыв капитала.

Поскольку количество инвесторов, готовых согласиться или даже активно ищущих неликвидные активы, продолжает быстро расти, можно с уверенностью предположить, что премия за неликвидность снижается, даже если это снижение трудно измерить. Возможность получения прибыли, привлекающей инвесторов на частные рынки, сохранится, хотя и будет все больше зависеть от тех сегментов, к которым труднее получить доступ и которые требуют углубленных знаний и опыта. Инвестиции в частные рынки сохраняют свою высокую привлекательность.

Обзор рынка на четверг, 7 января 2021, 14:25

### Инструменты с фиксированной доходностью

	Rate	Δ 1m	Δ 3m	Δ ytd		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
USD Overnight	0.09	0.00	0.01	0.01	USD Deposit 1m	0.2%	0.5%	0.9%	0.9%
USD 1y Swap	0.20	-0.01	-0.03	0.00	USD Aggregate 1-3y	0.1%	0.2%	0.4%	0.0%
USD 3y Swap	0.27	0.00	-0.01	0.03	USD Aggregate 3-5y	0.2%	0.3%	0.5%	-0.1%
USD 5y Swap	0.49	0.04	0.08	0.06	USD Aggregate 5-7y	0.0%	0.4%	0.8%	-0.4%
USD 10y Swap	1.04	0.11	0.23	0.11	USD Aggregate 7-10y	-0.4%	0.3%	0.7%	-0.9%
EUR Overnight	-0.48	-0.01	-0.01	0.02	EUR Overnight	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.0%
EUR 1y Swap	-0.54	-0.01	-0.04	-0.01	EUR Aggregate 1-3y	-0.1%	0.1%	0.4%	0.0%
EUR 3y Swap	-0.52	0.01	-0.03	-0.01	EUR Aggregate 3-5y	-0.1%	0.5%	1.3%	0.0%
EUR 5y Swap	-0.46	0.01	-0.03	0.00	EUR Aggregate 5-7y	0.0%	0.9%	2.3%	0.0%
EUR 10y Swap	-0.25	0.01	-0.04	0.01	EUR Aggregate 7-10y	0.0%	1.3%	3.0%	-0.1%
CDX Xover 5y	3.02%	0.10%	-0.79%	0.09%	US Corp. HY	1.1%	5.5%	10.0%	0.1%
iTraxx Xover 5y	2.50%	0.07%	-0.67%	0.07%	EUR HY	0.3%	4.4%	7.2%	0.3%

### Акции

	Price	P/E	D. Yield	FCF yield		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
MSCI World	8,038	21.5	2.0%	5.7%	MSCI World	2.5%	12.4%	21.1%	0.4%
S&P 500	3,748	22.9	1.6%	4.1%	S&P 500	1.5%	9.6%	19.2%	-0.2%
NASDAQ	12,623	29.5	0.8%	3.0%	NASDAQ	0.2%	9.7%	19.9%	-2.1%
Euro Stoxx 50	3,615	18.4	2.8%	12.1%	Euro Stoxx 50	2.4%	11.8%	8.8%	1.8%
SMI	10,693	17.7	3.0%	8.5%	SMI	3.1%	5.0%	4.7%	-0.1%
FTSE 100	6,811	15.7	3.6%	16.9%	FTSE 100	3.9%	14.6%	10.0%	5.4%
DAX	13,945	16.1	2.8%	9.7%	DAX	5.1%	7.9%	10.5%	1.6%
MSCI Asia Pacific	202	18.8	2.2%	4.2%	MSCI Asia Pacific	4.4%	16.3%	23.0%	1.1%
FTSE China A50	18,776	14.7	2.2%	7.3%	FTSE China A50	11.0%	23.5%	17.3%	6.0%
MSCI Emerging Market	1,315	15.8	2.3%	4.2%	MSCI Emerging Market	4.9%	18.7%	25.0%	1.9%
PH Semiconductor	2,828	23.6	1.3%	3.3%	PH Semiconductor	0.8%	21.4%	40.0%	1.2%

### Биржевые товары

	Price	FCST 21	FCST 22	Δ Future		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
Gold	1,918	1887.5	1850	-2.0%	Gold	3.0%	1.8%	6.0%	1.2%
Silver	27.20	25	22.65	-8.9%	Silver	9.7%	13.1%	42.5%	3.0%
Platinum	1,107	1049	925	-6.1%	Platinum	5.1%	26.7%	27.1%	2.6%
Palladium	2,445	2242.5	2125	-8.7%	Palladium	4.0%	2.4%	25.6%	-0.4%
Crude Oil	50.91	47	52	-5.6%	Crude Oil	10.8%	24.4%	23.3%	4.9%
Brent Oil	54.38	48	55	-9.9%	Brent Oil	11.4%	25.9%	23.0%	5.0%

### Курс иностранной валюты

	Price	FCST 21	FCST 22	Δ Spot		Δ 1m	Δ 3m	Δ 6m	Δ ytd
EUR/USD	1.2271	1.24	1.25	1.8%	EUR/USD	1.1%	4.2%	8.7%	0.4%
GBP/USD	1.3599	1.36	1.4	2.9%	GBP/USD	1.8%	5.3%	8.3%	-0.4%
USD/CHF	0.8830	0.89	0.88	-0.3%	USD/CHF	0.7%	3.8%	6.6%	0.2%
USD/JPY	103.55	103	105	1.4%	USD/JPY	0.4%	2.3%	3.8%	-0.2%
EUR/CHF	1.0835	1.1	1.11	2.4%	EUR/CHF	-0.4%	-0.4%	-1.9%	-0.1%
USD/RUB	73.93	72	73	-1.3%	USD/RUB	-0.4%	6.1%	-2.9%	0.7%
EUR/RUB	90.80	84.05	88.9	-2.1%	EUR/RUB	-1.9%	1.4%	-11.1%	-0.1%

Source: Clarus Capital Group, Bloomberg

## Дисклеймер

---

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

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

## Импрессум

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

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