

INVIEW



НАШЕ ГЛОБАЛЬНОЕ ВИДЕНИЕ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

МАРТ 2021 Г.



ВРОЖДЕННАЯ ДИСЦИПЛИНИРОВАННОСТЬ. СТРУКТУРНАЯ ГИБКОСТЬ
 Значки справа описывают наш инвестиционный процесс. Демонстрируя взвешенный подход к инвестиционной политике и выбору ценных бумаг на глобальном уровне, региональные подразделения по управлению инвестиционными портфелями обладают достаточной гибкостью, чтобы формировать портфели, отвечающие конкретным требованиям наших клиентов.

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ

-  ГЛОБАЛЬНОЕ СТРАТЕГИЧЕСКОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ
-  РЕГИОНАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ ВЫБОР ЦЕННЫХ БУМАГ



РЕГИОНАЛЬНОЕ ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ

Колонка редактора

Перед вами мартовский номер *Inview: наше глобальное видение*. В этом выпуске мы рассматриваем важные события на мировых рынках и обсуждаем наши ключевые соображения и темы на ближайшие месяцы.



Моз Афзал
Главный инвестиционный директор

В конце 2020 года с появлением новостей о разработке сразу нескольких эффективных вакцин против COVID-19 настроения на рынке кардинальным образом изменились. С тех пор постепенно стало ясно, что массово вакцинировать широкие слои населения по всему земному шару — крайне сложная задача. Учитывая разные темпы кампаний по вакцинации в разных странах, инвесторы все чаще задумываются, существует ли риск того, что ожидавшееся в 2021 году восстановление окажется не столь активным и синхронизированным, как предполагалось изначально. Похожие опасения также возникают в связи с мутациями вируса, которые могут привести к появлению более заразных или опасных штаммов. Примечательно, что Великобритания, где была обнаружена одна из самых заразных разновидностей коронавируса, демонстрирует наилучший прогресс в вакцинации среди развитых стран.

Еще одним фактором, влияющим на настроения участников рынка, является прогноз относительно инфляции. На фоне масштабного налогово-бюджетного стимулирования в США и высокого уровня глобальной ликвидности, достигнутого за годы экономического подъема после всемирного финансового кризиса 2008–2009 годов, некоторых участников рынка все больше занимает вопрос о том, насколько велики риски для устойчивости цен. В результате пандемии COVID-19 уровни инфляции за первые четыре месяца 2020 года резко упали. Теперь, когда эти показатели не будут входить в расчеты, во многих странах в начале 2021 года инфляция будет расти, что усугубит связанные с ней опасения.

Неожиданный скачок инфляции, в свою очередь, почти наверняка подтолкнет центральные банки показать готовность к ужесточению монетарной политики, если это будет необходимо. Разумеется, Джером Пауэлл неоднократно давал понять, что в Федеральной

резервной системе никто и не думает ужесточать монетарную политику. Однако у рынков хорошая память. Они отлично помнят, как Федеральный комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) в марте 2019 года рассчитывал и дальше постепенно повышать процентные ставки, хотя рынки верно закладывали в цены смену направления монетарной политики США еще с конца 2018 года.

Усиливающаяся обеспокоенность по поводу инфляции и связанное с ней повышение уровней облигационной доходности способствовали тому, что рост на рынке акций приостановился. В этом нет ничего удивительного, если принять во внимание, какими высокими были показатели сразу после выборов президента США. Более того, исторически февраль — непростой месяц для рынков акций: более низкие результаты в году наблюдаются в среднем только в октябре. Тем не менее базовые факторы, поддерживающие рынки акций, остаются в силе, на что указывает объем прибыли, заявленный публичными компаниями в последнем квартале 2020 года, а также позитивные прогнозы на 2021 год.

Мы считаем, что при распределении активов в портфелях по-прежнему следует отдавать некоторое предпочтение акциям перед облигациями, особо выделяя акции стоимости, а также компании с малой и средней капитализацией. Что касается облигаций, то доходность по государственным долговым обязательствам остается непривлекательной даже после недавнего повышения, хотя долгосрочные облигации с защитой от инфляции могут оградить как от риска инфляции, так и от повышения волатильности. Цены на золото за последние несколько недель упали еще ниже и могут рассматриваться как еще один вариант для защиты портфеля, если аппетит к риску снова снизится.

Содержание

03 Глобальное распределение активов — сводка

06 Глобальное распределение активов — таблица

04 Глобальное распределение активов — матрица

Глобальное распределение активов: **сводка**

Акции

- Мы рассматривали возможность нарастить долю европейских акций до уровня выше нейтрального, но пока не наблюдаем достаточно сильной динамики в регионе. Очевидным кандидатом для понижения, чтобы профинансировать такое изменение, были бы американские акции. Однако мы подождем снижения уровней рыночных цен, чтобы приобрести больше европейских акций и, возможно, повысить общую долю акций, которая уже выше нейтральной.
- Определенная фиксация прибыли происходит сейчас по позициям в малых американских компаниях, после того как они показали хорошие результаты относительно компаний с высокой капитализацией. На данный момент мы рассчитываем повысить долю стоимостного инвестирования и вложений в компании роста с высокой капитализацией, пока что сохраняя долю американских акций выше нейтральной.
- Японские акции — один из сегментов, которым мы отдаем предпочтение, однако с недавних пор в нем начали лидировать компании стоимости. Мы не считаем необходимым какое-либо немедленное участие в этой тенденции с нашей стороны, но видим основания для более сбалансированного позиционирования в дальнейшем.
- В последнее время, после того как президент Болсонару уволил главу нефтяной компании Petrobras, бразильские акции находились под давлением на фоне риска дальнейшего роста неопределенности. Мы по-прежнему занимаем позицию ниже нейтральной по акциям Латинской Америки.
- В этом месяце мы повышаем долю промышленного сектора до нейтральной в связи с его хорошей относительной динамикой. Сектор производителей товаров повседневного спроса мы понижаем до нейтрального уровня, так как тенденция к повышению в нем больше не наблюдается.

Облигации

- Наша позиция по облигациям ниже нейтральной, однако мы подчеркиваем важность диверсификации и необходимость распределения активов по таким сегментам, как облигации развивающихся рынков, высокодоходные и конвертируемые облигации, облигации инвестиционного уровня, казначейские облигации, защищенные от инфляции, а также ипотечные ценные бумаги.
- Мы отметили недавнее снижение цен государственных облигаций, но нас не тревожат опасения по поводу инфляции, принимая во внимание тот факт, что рост цен на сырьевые товары во многом временный (т. е. сказывается эффект базы сравнения). Увеличение крутизны кривой доходности является признаком рефляции, и наша позиция остается ниже нейтральной.
- Несмотря на то что наша осторожность в отношении высокодоходных облигаций последние три месяца могла быть чрезмерной, учитывая очень узкие спреды наряду с историческим минимумом доходности американских облигаций, мы продолжаем занимать нейтральную позицию, пока ставки остаются низкими.
- Что касается долговых обязательств развивающихся рынков, то, с учетом нулевых ставок, здесь купонный доход кажется привлекательным у облигаций как в твердой, так и в местной валюте, а залогом успеха является избирательный подход.

Альтернативные инвестиции

- Мы начинаем смотреть более конструктивно на сектор инфраструктуры и в тактической перспективе повышаем его долю до нейтральной, чтобы обеспечить интересную альтернативу облигациям по мере восстановления мировой экономики.
- Хедж-фонды также можно рассматривать в качестве привлекательной альтернативы облигациям и одного из средств диверсификации источников сверхдоходности.
- Мы продолжаем с осторожностью относиться к нефти и рассматриваем недавние пики цен, вызванные похолоданием в США и оптимизмом по поводу вакцинации, как завышение оценки по сравнению с фундаментальными показателями.

Валюты

- Ранее мы повысили долю фунта стерлингов в тактической перспективе до позиции выше нейтральной, но в этом месяце возвращаем ее на нейтральный уровень. Это обусловлено нашей уверенностью в том, что краткосрочные выгоды от восстановления экономики уже заложены в цены. Мы продолжим следить за колебаниями валют по мере поступления данных.
- Наши модели обменных курсов, в основе которых лежит паритет покупательной способности (ППС), показывают приближение доллара США к балансу с фунтом и евро.

Распределение по секторам (+ выше нейтрального, = ниже нейтрального, ● нейтральный)

Сектор	Доля в феврале 2021 г.	Изменение	Доля в марте 2021 г.
Второстепенные товары и услуги	+	↔	+
Товары повседневного спроса	+	↓	●
Нефтегазовый	=	↔	=
Финансовый	●	↔	●
Здравоохранение	+	↔	+
Промышленность	=	↑	●
Информационные технологии	+	↔	+
Сырье и материалы	●	↔	●
Недвижимость	=	↔	=
Телекоммуникации	●	↔	●
Коммунальные услуги	=	↔	=

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ

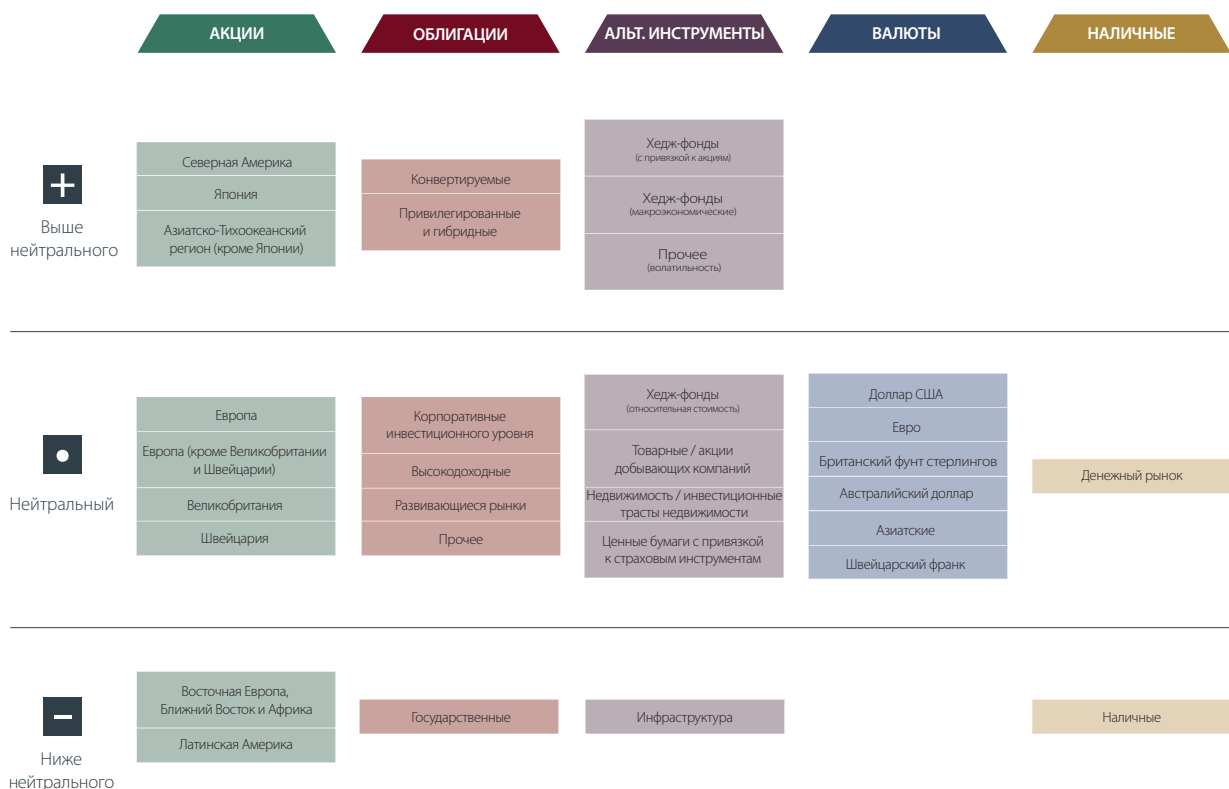
Глобальное распределение активов: стратегические перспективы на 12 месяцев

Приведенная ниже матрица, основанная на сбалансированном портфеле, отражает наше долгосрочное видение инвестиционной стратегии.

Взгляды на совокупное распределение активов



Разбивка по классам активов



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ

Глобальное распределение активов: тактические перспективы на 3 месяца

Приведенная ниже матрица, основанная на сбалансированном портфеле, отражает наше краткосрочное видение инвестиционной стратегии.

Разбивка по классам активов

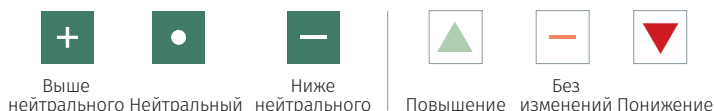
Примечание: цветом выделены ячейки, которые отличаются от наших стратегических перспектив на 12 месяцев.

	АКЦИИ	ОБЛИГАЦИИ	АЛЬТ. ИНСТРУМЕНТЫ	ВАЛЮТЫ	НАЛИЧНЫЕ
<p>+ Выше нейтрального</p>	<p>Северная Америка</p> <p>Япония</p> <p>Азиатско-Тихоокеанский регион (кроме Японии)</p>	<p>Конвертируемые</p> <p>Привилегированные и гибридные</p>	<p>Хедж-фонды (макроэкономические)</p> <p>Товарные / акции добывающих компаний</p> <p>Прочее (волатильность)</p>	<p>Евро</p> <p>Австралийский доллар</p> <p>Азиатские</p>	<p>Денежный рынок</p> <p>Наличные</p>
<p>• Нейтральный</p>	<p>Европа</p> <p>Европа (кроме Великобритании и Швейцарии)</p> <p>Великобритания</p> <p>Швейцария</p>	<p>Корпоративные инвестиционного уровня</p> <p>Высокодоходные</p> <p>Развивающиеся рынки</p>	<p>Хедж-фонды (с привязкой к акциям)</p> <p>Недвижимость / инвестиционные трасты недвижимости</p> <p>Ценные бумаги с привязкой к страховым инструментам</p> <p>Инфраструктура</p>	<p>Британский фунт стерлингов</p>	
<p>- Ниже нейтрального</p>	<p>Восточная Европа, Ближний Восток и Африка</p> <p>Латинская Америка</p>	<p>Государственные</p> <p>Прочее</p>	<p>Хедж-фонды (относительная стоимость)</p>	<p>Доллар США</p> <p>Швейцарский франк</p>	

Таблица распределения акций

Приведенная ниже таблица, основанная на сбалансированном портфеле, суммирует наше долгосрочное (стратегическое) и краткосрочное (тактическое) видение инвестиционной стратегии.

Условные обозначения



Подкласс активов	Стратегическое (12 месяцев)		Тактическое (3 месяца)		Разъяснения относительно подкласса активов
	Видение	Изменение	Видение	Изменение	
Северная Америка	+	-	+	-	<p>Выборы в США в некотором смысле принесли «здоровый политический баланс». Существовало опасение, что уверенная победа Байдена приведет к «голубой волне» (решительной победе демократов на выборах президента и в Конгресс США), последствиями которой могли бы стать агрессивное повышение налогов и ужесточение отношения к техническим компаниям с высокой капитализацией. Этого не произошло, и американские акции выросли, когда инвесторы вздохнули с облегчением. К тому же запуск программ вакцинации прибавил уверенности в том, что восстановление в 2021 году будет устойчивым. Показатели финансовых результатов компаний оказались намного выше ожидавшихся, свидетельствуя о том, что восстановление корпоративного сектора идет лучше, чем предполагалось. Поскольку в обозримом будущем ФРС продолжит придерживаться мягкой политики, уверенность пребывает на высоком уровне. Мы по-прежнему отдаем предпочтение акциям роста, так как они во многом защищены от циклических колебаний, но будем использовать снижение рыночных цен, чтобы повысить долю стоимостного инвестирования, учитывая спред оценочных коэффициентов. Мы сохраняем положительное отношение к компаниям с малой капитализацией, поскольку восстановление экономики продолжится в 2021 году. В феврале рост компаний с малой капитализацией продолжился, однако динамика акций стоимости также начинает улучшаться. Сейчас настроения, возможно, немного завышены, поэтому мы ожидаем, что рост акций станет более умеренным, но любые существенные снижения фондового рынка будут основанием для покупки.</p>
Европа	•	-	•	-	<p>Европейские акции прошли пиковые значения, которых достигли в июне прошлого года, и продолжают расти, приближаясь к уровням, наблюдавшимся до пандемии. Высокие результаты в начале февраля, как и в январе, снизились к концу месяца с продлением режима самоизоляции минимум до конца марта. Сохранение ограничительных мер, вероятно, повлияет на ВВП в первом квартале 2021 года. Однако на данный момент инвесторы на рынках акций смотрят дальше в будущее, не придавая значения этому временному замедлению экономики. Вопрос в том, поверят ли они в рост рынка позднее в этом году? Мы думаем, что поверят, поскольку в Европе разворачиваются программы по восстановлению после пандемии и возвращается уверенность относительно динамики корпоративной прибыли. Для большей уверенности мы подождем снижения уровней рыночных цен или их стабилизации, поскольку в этом квартале улучшение экономического роста вполне может оказаться вялым, особенно после исключительно сильного четвертого квартала 2020 года. Мы по-прежнему отдаем предпочтение качественным акциям быстрорастущих компаний, поскольку, по нашему мнению, они принесут наибольшую выгоду в долгосрочной перспективе.</p>
Европа (кроме Великобритании и Швейцарии)	•	-	•	-	<p>Европейские акции прошли пиковые значения, которых достигли в июне прошлого года, и продолжают расти, приближаясь к уровням, наблюдавшимся до пандемии. Высокие результаты в начале февраля, как и в январе, снизились к концу месяца с продлением режима самоизоляции минимум до конца марта. Сохранение ограничительных мер, вероятно, повлияет на ВВП в первом квартале 2021 года. Однако на данный момент инвесторы на рынках акций смотрят дальше в будущее, не придавая значения этому временному замедлению экономики. Вопрос в том, поверят ли они в рост рынка позднее в этом году? Мы думаем, что поверят, поскольку в Европе разворачиваются программы по восстановлению после пандемии и возвращается уверенность относительно динамики корпоративной прибыли. Для большей уверенности мы подождем снижения уровней рыночных цен или их стабилизации, поскольку в этом квартале улучшение экономического роста вполне может оказаться вялым, особенно после исключительно сильного четвертого квартала 2020 года. Мы по-прежнему отдаем предпочтение качественным акциям быстрорастущих компаний, поскольку, по нашему мнению, они принесут наибольшую выгоду в долгосрочной перспективе.</p>
Великобритания	•	-	•	-	<p>Несмотря на низкие оценочные коэффициенты, мы сохраняем осторожность в отношении британских акций. Она объясняется двумя причинами. Первая заключается в том, что «Брексит» усугубляет неопределенность в условиях и без того слабого экономического роста из-за пандемии, делая Великобританию гораздо более уязвимой, чем она была бы в иных обстоятельствах. Вторая связана с финансовыми рынками. Великобритания, благодаря фунту стерлингов и структуре индекса (то есть высокой доле банков, горнодобывающей промышленности и энергетики), стала рынком с высоким бета-коэффициентом. С оперативным запуском программ вакцинации, которые стали лучом надежды, появляются признаки возвращающейся уверенности. Мы отдаем сильное предпочтение небольшим компаниям.</p>

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ

Таблица распределения акций

Приведенная ниже таблица, основанная на сбалансированном портфеле, суммирует наше долгосрочное (стратегическое) и краткосрочное (тактическое) видение инвестиционной стратегии.

Условные обозначения



Подкласс активов	Стратегическое (12 месяцев)		Тактическое (3 месяца)		Разъяснения относительно подкласса активов
	Видение	Изменение	Видение	Изменение	
Швейцария	•	—	•	—	Швейцарские акции выделяются определенными чертами, присущими акциям роста, по сравнению с европейскими. Они во многом защищены от циклических колебаний, поскольку в швейцарских индексах большой вес приходится на акции производителей товаров повседневного спроса и фармацевтической промышленности. Сейчас мы склонны активно повышать долю акций компаний со средней капитализацией, поскольку ожидаем дальнейшего усиления экономического роста в 2021 году и наблюдаем большой разрыв между коэффициентами стоимости по сравнению с более крупными компаниями.
Япония	+	—	+	—	В прошлом квартале мы нарастили долю японских акций, поскольку повышение их курса, обусловленное привлекательностью для стоимостного инвестирования на мировом рынке, продолжается, а Япония очень чутко реагирует на состояние мировой экономики. Вопрос выбора акций в Японии был очень важным: в течение прошлого года на этом рынке лидировали компании роста, но в последнее время компании стоимости однозначно показывают более высокие результаты. Мы не считаем необходимым какое-либо немедленное участие в этой тенденции с нашей стороны, но видим основания для более сбалансированного позиционирования в дальнейшем. В целом мы по-прежнему оптимистично настроены в отношении долгосрочных перспектив японских акций, поскольку корпоративный сектор выигрывает от баланса между близостью Китая и отношениями с США.
Азиатско-Тихоокеанский регион (кроме Японии)	+	—	+	—	Азия была эпицентром вспышки COVID-19 и одним из первых регионов, который взял пандемию под контроль. Тем не менее ситуация не везде развивалась одинаково: Индии и государствам, входящим в ассоциацию ASEAN, пришлось пережить резкий рост заболеваемости COVID-19. Мы продолжаем наблюдать рост ожиданий по корпоративной прибыли в Китае на фоне применения мер стимулирования. Недавние жесткие меры в отношении крупных китайских технологических компаний позволяют говорить о повороте в сторону тех секторов Китая, которые зависят от экономического цикла, а также о росте рынков развивающихся стран Азии, учитывая ослабление доллара США. Недавно принятый бюджет Индии стал приятным сюрпризом и вызвал ошутимую реакцию на фондовых рынках.
Восточная Европа, Ближний Восток и Африка	-	—	-	—	Учитывая значительное падение в прошлом году и последующую волатильность цен на нефть, сложно прогнозировать устойчивую опережающую динамику для рынков этих регионов, несмотря на их относительные оценочные коэффициенты. Мы предполагаем, что эти рынки покажут хорошие результаты на более поздних этапах экономического цикла. Конечно, более оперативное распространение вакцины ускорит восстановление экономики и рынков.
Латинская Америка	-	—	-	—	Страны Латинской Америки по-прежнему остаются уязвимыми к политике безразличия и слабому экономическому росту в результате продолжающейся пандемии COVID-19. По этой причине у нас нет оснований прогнозировать быстрое восстановление региона после рецессии, спровоцированной вирусом. В последнее время, после того как президент Болсонару уволил главу нефтяной компании Petrobras, показатели бразильских акций ухудшились на фоне риска дальнейшего роста неопределенности. Однако, несмотря на эту политическую напряженность, процентные ставки находятся на уровне исторического минимума и продолжается реализация программы экономических реформ. Тем не менее в отношении этого региона следует проявлять некоторую осторожность.

Таблица распределения облигаций

Приведенная ниже таблица, основанная на сбалансированном портфеле, суммирует наше долгосрочное (стратегическое) и краткосрочное (тактическое) видение инвестиционной стратегии.

Условные обозначения

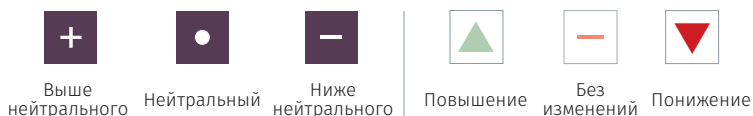


Подкласс активов	Стратегическое (12 месяцев)		Тактическое (3 месяца)		Разъяснения относительно подкласса активов
	Видение	Изменение	Видение	Изменение	
Государственные					Рынки облигаций сейчас демонстрируют неустойчивое равновесие, по мере того как набирают обороты кампании по вакцинации и крепнет уверенность в восстановлении экономики. Долговые обязательства казначейства США и правительства Великобритании, а также государственные облигации стран Евросоюза снизились в цене. Нас не тревожат опасения по поводу инфляции, принимая во внимание тот факт, что рост цен на сырьевые товары во многом временный (т. е. сказывается эффект базы сравнения). Увеличение крутизны кривой доходности является признаком рефляции. В результате мы предлагаем с осторожностью подходить к долговым обязательствам со слишком длительным сроком погашения, по крайней мере до тех пор, пока доходность не станет выше, а крутизна ее кривой не достигнет максимальных значений цикла. В случае возможного ускорения изменения доходности стоит ожидать ответных мер от центральных банков, для которых инфляция остается ниже целевых уровней.
Корпоративные инвестиционного уровня					За последние 6 месяцев спреды резко уменьшились благодаря широкой поддержке со стороны центральных банков. Однако, учитывая, что спреды существенно сузились в категориях от AA до A, любые изменения процентных ставок могут иметь более серьезные последствия. В результате мы ранее понизили долю облигаций инвестиционного уровня до нейтральной, чтобы отразить их повышенную чувствительность к изменению ставок.
Конвертируемые					Мы сохраняем долю конвертируемых облигаций выше нейтральной. В текущих условиях они в целом демонстрируют относительно хорошую динамику с учетом продолжающейся недооценки вмененной волатильности и того, что инвесторы ищут активы с потенциалом роста, схожим с акциями, но с ограничением возможности потерь. Мы ожидаем, что в текущих условиях соотношение риска и прибыли для конвертируемых облигаций будет весьма привлекательным.
Высокодоходные					Последние 3 месяца мы, возможно, проявляли чрезмерную осторожность в отношении высокодоходных облигаций, учитывая очень узкие спреды наряду с историческим минимумом доходности американских облигаций. В таких условиях основной целью становится получение купонного дохода. Из-за этого мы сохраняем нейтральную позицию, учитывая, что ставки центральных банков равны нулю или находятся в отрицательном диапазоне. В сегменте высокодоходных облигаций необходимо учитывать несколько моментов: у категории BB+ выросла чувствительность к изменениям ставок, сложившиеся условия в области ставок могли породить компании-зомби, и, когда экономика наконец откроется, мы начнем находить скелеты в шкафах. В следующие 3-6 месяцев могут возникнуть привлекательные возможности для генерирования дополнительной («альфа») доходности благодаря активному инвестированию. Залогом успеха здесь будет избирательный подход.
Привилегированные и гибридные					У привилегированных и гибридных облигаций более высокие бета-коэффициенты. Однако, поскольку в большинстве своем они связаны с финансовым сектором и банковскими долговыми обязательствами, например инструментами AT1 (привлечение дополнительного капитала 1-го уровня) и условно конвертируемыми облигациями, мы считаем, что этот класс активов более привлекателен, чем высокодоходные облигации. Квартальные результаты, недавно опубликованные банками, показали, что потери по кредитам пока не так высоки, как ожидалось, в то время как регулирующие органы ограничивают выплаты дивидендов и обратные выкупы. На основании этого по данному сегменту мы занимаем долю выше нейтральной.
Развивающиеся рынки					Здесь, как и в случае с высокодоходными облигациями, с учетом нулевых ставок привлекательным видится купонный доход облигаций как в твердой, так и в местной валюте. Однако мы ожидаем, что поток дальнейших новостей окажет влияние на облигации развивающихся рынков — как положительное, так и отрицательное. Например, недавнее увольнение главы Petrobras президентом Бразилии вызвало скачок в спредах этой компании. В Азии по-прежнему наблюдается улучшение фундаментальных показателей. Главный вывод, который мы можем сделать, заключается в том, что при балансе макроэкономических условий и узких спредов необходим избирательный подход.

Таблица распределения альтернативных инструментов

Приведенная ниже таблица, основанная на сбалансированном портфеле, суммирует наше долгосрочное (стратегическое) и краткосрочное (тактическое) видение инвестиционной стратегии.

Условные обозначения



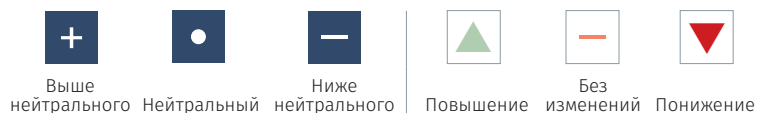
Подкласс активов	Стратегическое (12 месяцев)		Тактическое (3 месяца)		Разъяснения относительно подкласса активов
	Видение	Изменение	Видение	Изменение	
Хедж-фонды: с привязкой к акциям	+	-	•	-	Мы придерживаемся положительного взгляда в отношении менеджеров, совмещающих длинные и короткие позиции по акциям, поскольку нарушение нормального функционирования глобального рынка открыло для них большие возможности. Мы ожидаем, что они извлекут пользу из этих возможностей и покажут привлекательный рост с поправкой на риск, учитывая их навыки в отборе акций, определении подходящего размера позиций и управлении инвестиционными рисками. При этом в отношении рыночно-нейтральных стратегий мы проявляем немного большую осторожность.
Хедж-фонды: относительная стоимость	•	-	-	-	Стратегии, связанные с длинными/короткими позициями на кредитном рынке, а также со структурированными кредитами, как и арбитражные стратегии, основанные на волатильности, характеризуются повышенным риском. Мы их избегаем, отдавая предпочтение арбитражным стратегиям в сегменте конвертируемых облигаций и фондам проблемных долговых обязательств. Кризис, связанный с COVID-19, вызвал серьезные экономические потрясения, и его последствия будут ощущаться в течение многих месяцев, если не лет. Компаниям всех уровней рыночной капитализации в конечном итоге придется реорганизовывать и реструктурировать свою задолженность и планы будущего финансирования. Это повлияет на рынки секьюритизированных кредитов в ЕС и США, а также на рынки высокодоходных облигаций: нас ждет волна проблемных долгов различных уровней риска, что, в свою очередь, создаст возможности для опытных специалистов на рынке.
Хедж-фонды: макроэкономические	+	-	+	-	В текущих условиях мы отдаем значительное предпочтение количественным макроэкономическим стратегиям, стратегиям следования за трендом и стратегиям краткосрочной торговли США (консультантов по торговле на фьючерсных рынках). Они должны по-прежнему представлять собой отличный вариант хеджирования позиций с высоким риском.
Товарные / акции добывающих компаний	•	-	+	-	В стратегической перспективе мы продолжаем занимать нейтральную позицию по сырьевым товарам, но в тактической доля этого сегмента выше нейтральной. В прошлом месяце мы понизили долю золота из-за отсутствия устойчивого роста и ожидаем более привлекательных цен для покупки (по возможности ниже 1700 долларов США). Мы занимаем позицию выше нейтральной в отношении промышленных сырьевых товаров, которым отдаем предпочтение в расчете на благоприятную фазу в экономическом цикле. Мы продолжаем с осторожностью относиться к энергетическому комплексу и рассматриваем недавние пики как завышение оценки по сравнению с фундаментальными показателями.
Недвижимость / инвестиционные трасты недвижимости	•	-	•	-	Мы сохраняем нейтральную позицию по недвижимости. Мы поддерживаем долю коммерческой и торговой недвижимости ниже нейтрального уровня, но позитивно настроены в отношении логистики и сектора жилой недвижимости, учитывая рекордно низкие ставки и ограниченность предложения в период спада, вызванного вирусом, а также тот факт, что заинтересованность населения в улучшении жилищных условий, вероятно, продолжит расти.
Ценные бумаги с привязкой к страховым инструментам	•	-	•	-	Мы проявляем все больший интерес к облигациям катастроф, учитывая их определенную ценность для улучшения общей диверсификации портфелей, спреда доходности и тот факт, что данный класс активов оставался в целом непопулярным в течение многих лет.
Прочее (волатильность)	+	-	+	-	На данный момент мы заинтересованы в инструментах, основанных на продаже волатильности, в случаях ее повышения. Когда индекс VIX опустится до значений чуть выше 20 или желательнее еще ниже, станут интересными стратегии хеджирования.
Инфраструктура	-	-	•	▲	Мы продолжаем с осторожностью относиться к инфраструктуре, поскольку проблемы с ликвидностью сохраняются, а бюджеты будут ограничены. Однако с восстановлением мировой экономики инфраструктура может стать интересной альтернативой облигациям. В результате для отражения нашего конструктивного настроения мы повысили долю этого сектора с уровня ниже нейтрального до нейтрального.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ

Таблица распределения валют и денежной наличности

Приведенная ниже таблица, основанная на сбалансированном портфеле, суммирует наше долгосрочное (стратегическое) и краткосрочное (тактическое) видение инвестиционной стратегии.

Условные обозначения



Подкласс активов	Стратегическое (12 месяцев)		Тактическое (3 месяца)		Разъяснения относительно подкласса активов
	Видение	Изменение	Видение	Изменение	
Доллары США	●	—	—	—	В результате падения прошлым летом доллар США вышел в зону относительной слабости, и мы ожидаем его дальнейшего незначительного снижения. Разница в процентных ставках, которая поддерживала доллар США, постепенно исчезла, поскольку ФРС продолжает придерживаться мягкой политики. Помимо этого, центральные банки стран Европы признали, что отрицательные ставки не работают и возможность дальнейшего сокращения ограничена. В конечном итоге мы считаем, что в перспективе уровни оценки паритета покупательной способности станут движущей силой для валют.
Евро	●	—	+	—	Евро остается в узком торговом диапазоне с лета прошлого года. В долгосрочной перспективе мы прогнозируем курс евро на уровне 1,25 доллара США. Сейчас курс евро к доллару США уверенно стабилизируется в районе 1,20. Следует учитывать, что доллар США обычно выигрывает в периоды глобального ухода от рисков, поэтому для снижения общего уровня инвестиционного риска в портфеле необходимо с большей осторожностью относиться к евро.
Британский фунт стерлингов	●	—	●	▼	Фунт стерлингов продолжил расти в свете того, что ситуация с «Брекситом» разрешилась, а Великобритания одной из первых среди развитых стран развернула вакцинацию. Это неизбежно приводит к уверенности в том, что экономика Великобритании быстро восстановится после пандемии. Целевой курс 1,45, который мы прогнозировали, почти достигнут, и теперь, когда он, по нашему мнению, уже учитывает потенциал краткосрочного успеха, мы понижаем долю этой валюты до нейтрального уровня. Мы рассмотрим возможность изменения уровней по мере поступления новых данных.
Австралийский доллар	●	—	+	—	После резкого снижения курса, наблюдавшегося в марте прошлого года, австралийский доллар уверенно восстановился. После стабилизации тренд австралийского доллара продолжает быть более позитивным. Мы дополнительно повышаем долю австралийского доллара и валют, чувствительных к изменению цен на сырьевые товары, что отражает повышение сырьевых цен и технические показатели.
Азия	●	—	+	—	Примечательно, что иена укрепилась не так сильно, как можно было предположить, учитывая, что индекс VIX поднимался достаточно высоко. Привлекательность японской иены в качестве актива-убежища снизилась. Мы ожидаем, что важность фундаментальных показателей вновь выйдет на первый план, и предвидим ослабление иены до установленного нами целевого диапазона — 110. Юань входит в число валют, которым мы отдаем наибольшее предпочтение, учитывая улучшение показателей китайской экономики, привлекательность местных процентных ставок по отношению к ставкам в других валютах и вероятность того, что Китай первым ужесточит экономическую политику.
Швейцарский франк	●	—	—	—	Швейцарскому франку идет на пользу общая корреляция с волатильностью на финансовых рынках, однако с учетом недавнего объявления политики стимулирования и возможного снижения волатильности ослабление этой валюты может продолжиться. Мы проявляем осторожность и на данный момент занимаем позицию ниже нейтральной.
Денежный рынок	●	—	+	—	Пока что мы сохраняем лишь слегка повышенный уровень денежных средств и ждем дальнейших спадов на рынках для их размещения.
Наличные	—	—	+	—	Пока что мы сохраняем лишь слегка повышенный уровень денежных средств и ждем дальнейших спадов на рынках для их размещения.

Важная информация

Величина инвестиций и получаемой в результате прибыли может как уменьшаться, так и увеличиваться, и показатели предыдущих лет не являются индикатором будущих показателей. Инвестиционные продукты подвержены инвестиционным рискам, в частности возможности полной или частичной потери основной суммы инвестиции.

Настоящий документ не является и не должен рассматриваться как проспект, реклама, публичное предложение или размещение каких-либо инвестиций, ценных бумаг, иных финансовых инструментов или прочих продуктов и услуг или как рекомендация приобрести, покупать, сохранять или привлекать какие-либо инвестиции, ценные бумаги, иные финансовые инструменты или иные продукты и услуги. Он не содержит окончательного изложения условий и положений по каким-либо инвестициям, ценным бумагам, иным финансовым инструментам или иным продуктам и услугам. Настоящий документ предназначен исключительно для предоставления общей информации и не должен рассматриваться в качестве инвестиционной или иной конкретной рекомендации относительно совершения или несовершения каких-либо действий. Информация, представленная в настоящем документе, приведена без учета конкретных инвестиционных целей, финансовой ситуации или конкретных потребностей ее получателя. Перед осуществлением какой-либо инвестиции или при возникновении сомнений относительно информации, содержащейся в настоящем документе, вам следует самостоятельно обратиться за профессиональной консультацией, предоставляемой с учетом ваших конкретных обстоятельств.

Несмотря на то, что информация, содержащаяся в настоящем документе, получена из источников, считающихся надежными, ни один из членов группы EFG не предоставляет никаких гарантий относительно ее точности и эта информация может быть неполной или обобщенной. Любые мнения, высказываемые в настоящем документе, могут измениться без какого-либо уведомления о таких изменениях. Настоящий документ может содержать личные мнения, не обязательно отражающие позицию какого-либо из членов группы EFG. В максимальной степени, разрешенной законом, ни один из членов группы EFG не несет ответственности за последствия любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, и каждый член группы EFG прямо отказывается от любой ответственности, включая (без ограничения) ответственность за случайные и косвенные убытки, понесенные в результате любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, или в результате каких-либо действий или бездействия получателя настоящего документа, полагающегося на содержащуюся в нем информацию. Использование настоящего документа на какой-либо территории или в какой-либо стране может противоречить местному законодательству или постановлениям, и лица, получившие настоящий документ, должны самостоятельно получить информацию о наличии соответствующих ограничений и соблюдать их. Запрещается воспроизводить, раскрывать или направлять (полностью или частично) настоящий документ любым другим лицам без предварительного письменного разрешения уполномоченного члена группы EFG. Настоящий документ подготовлен компанией EFG Asset Management (UK) Limited для использования группой EFG и ее дочерними и аффилированными компаниями в разных странах мира. Компания EFG Asset Management (UK) Limited наделена соответствующими полномочиями Управлением финансового надзора Великобритании, и ее деятельность регулируется указанным управлением; регистрационный номер компании — 7389746. Юридический адрес: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom (Великобритания). Телефон: +44-(0)-20-7491-9111.

Если вы получили настоящий документ от одной из аффилированных компаний или филиалов, указанных ниже, примите к сведению следующую информацию:

Багамские Острова: компания EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. имеет лицензию Комиссии по ценным бумагам Багамских Островов в соответствии с Законом об индустрии ценных бумаг от 2011 года и Регламентом об индустрии ценных бумаг от 2012 года и уполномочена на ведение бизнеса, связанного с ценными бумагами, на территории и с территории Багамских Островов, включая сделки с ценными бумагами, организацию сделок с ценными бумагами и консультирование по вопросам, связанным с ценными бумагами. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. также имеет лицензию Центрального банка Багамских Островов в соответствии с Законом о регулировании деятельности банков и трастовых компаний от 2000 г. на работу в качестве банка и трастовой компании.

Бахрейн: деятельность отделения EFG AG в Бахрейне, зарегистрированный офис которого находится по адресу Bahrain Financial Harbour, West Tower — 14th Floor, Kingdom of Bahrain (Королевство Бахрейн), регулируется Центральным банком Бахрейна.

Бермудские острова: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. является компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной на Бермудских островах и освобожденной от уплаты налогов. Юридический адрес: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda (Бермудские острова).

Каймановы острова: EFG Bank имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение банковской деятельности в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение трастового бизнеса в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов, а также на ведение бизнеса, связанного с инвестициями в ценные бумаги, в соответствии с Законом о бизнесе, связанном с инвестициями в ценные бумаги, Каймановых островов.

Чили: EFG Corredores de Bolsa SpA имеет лицензию от Comisión para el Mercado Financiero (ранее SVS) на осуществление деятельности в качестве биржевого брокера и вправе заниматься брокерскими операциями с ценными бумагами на территории Чили, а также сопутствующими регулируемые видами деятельности, включая доверительное управление портфелем ценных бумаг клиентов, заключение сделок с ценными бумагами и инвестиционное консультирование. Регистрационный номер: 215. Юридический адрес: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Кипр: EFG Cyprus Limited — инвестиционная компания, учрежденная на Кипре, регистрационный номер компании HE408062, юридический адрес: Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited является компанией,

деятельность которой разрешена и регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам Кипра (CySEC).

Дубай: деятельность EFG (Middle East) Limited, юридический адрес: level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE (ОАЭ), регулируется Управлением по финансовым услугам Дубая.

Гернси: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited имеет лицензию Комиссии по финансовым услугам о. Гернси.

Гонконг: банк EFG Bank AG наделен полномочиями лицензированного банка Управлением денежного обращения Гонконга в соответствии с Предписанием о банковской деятельности (глава 155 Законодательства Гонконга), и имеет право на ведение регулируемой деятельности типа 1 (сделки с ценными бумагами), типа 4 (консалтинг в сфере ценных бумаг) и типа 9 (управление активами) на территории Гонконга.

Джерси: деятельность компании EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited, связанная с инвестиционным бизнесом, регулируется Комиссией Джерси по финансовым услугам в соответствии с Законом о финансовых услугах (Джерси) от 1998 года.

Лихтенштейн: деятельность EFG Bank von Ernst AG регулируется Управлением по делам финансового рынка Лихтенштейна, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein (Лихтенштейн).

Люксембург: банк EFG Bank (Luxembourg) S.A. включен в официальный перечень банков, учрежденных в Люксембурге, в соответствии с Законом Люксембурга от 5 апреля 1993 года о финансовом секторе (с учетом изменений и дополнений) («Закон 1993 года»), хранящийся в контролирующем органе Люксембурга (Комиссия по надзору за финансовым сектором), в качестве публичной акционерной компании с ограниченной ответственностью в соответствии с законодательством Люксембурга (société anonyme), уполномоченной на ведение деятельности в соответствии со статьей 2 Закона 1993 года. Резидентам Люксембурга следует обращаться исключительно в EFG Bank (Luxembourg) S.A. по адресу: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg (Люксембург). Телефон: +352-26-45-41.

Монако: EFG Bank (Monaco) SAM — монашская публичная компания с ограниченной ответственностью, регистрационный номер 90 S 02647 (Реестр коммерческих и промышленных предприятий Княжества Монако). EFG Bank (Monaco) SAM — банк, финансовая деятельность которого разрешена и регулируется Управлением пруденциального контроля и регулирования Франции и Комиссией по контролю финансовой деятельности Монако. Юридический адрес: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende — BP 37 — 98001 Monaco (Княжество Монако). Телефон: +377-93-15-11-11. Получатель настоящего документа в совершенстве владеет английским языком и отказывается от возможности получения версии настоящего документа на французском языке.

Китайская Народная Республика (КНР): открытие представительства EFG Bank AG в Шанхае утверждено Комиссией по регулированию банковской деятельности Китая, и оно зарегистрировано в Управлении Шанхая по промышленности и торговле в соответствии с Регламентом Китайской Народной Республики об управлении банками, использующими иностранные инвестиции, и сопутствующими правилами его реализации. Регистрационный номер: 310000500424509. Юридический адрес: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai (Китай). Объем деятельности представительства EFG Bank AG в Шанхае ограничен некоммерческой деятельностью, включающей только установление контактов, исследование рынка и оказание консультационных услуг.

Португалия: португальский филиал EFG Bank (Luxembourg) S.A. зарегистрирован под номером 393 в Комиссии по рынку ценных бумаг Португалии и под номером 280 в Банке Португалии. Регистрационный номер налогового лица и номер в торговом реестре: 980649439. Юридический адрес: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto — 1250-140 Lisbon, Portugal (Португалия).

Сингапур: сингапурский филиал EFG Bank AG (идентификационный номер T03FC6371) лицензирован Валютным управлением Сингапура в качестве банка

первого уровня для осуществления банковских операций и дополнительно — регулируемой деятельности с ценными бумагами, управления фондами и финансирования под ценные бумаги.

Швейцария: банк EFG Bank AG (Цюрих), включая филиалы банка в Женеве и Лугано, осуществляет свою деятельность с разрешения и под контролем Службы по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (FINMA). Юридический адрес: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland (Швейцария). Отделения в Швейцарии: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 и EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Великобритания: банк EFG Private Bank Limited наделен полномочиями Службой пруденциального надзора, и его деятельность регулируется Управлением

финансового надзора и Службой пруденциального надзора, регистрационный номер — 144036. EFG Private Bank Limited является членом Лондонской фондовой биржи. Номер зарегистрированной компании: 2321802. Юридический адрес: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom (Великобритания). Телефон: +44-(0)-20-7491-9111. Что касается компании EFG Asset Management (UK) Limited, просим вас обратить внимание на информацию о ее статусе, указанную выше.

Соединенные Штаты Америки: EFG Asset Management (UK) Limited является аффилированной компанией EFG Capital, брокерско-дилерской компании, зарегистрированной Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), а также входящей в Службу регулирования отрасли финансовых услуг (FINRA) и Корпорацию защиты инвесторов в ценные бумаги (SIPC). Ни одна из указанных организаций (SEC, FINRA или SIPC) не утверждала настоящий документ или услуги и продукты, предоставляемые компанией EFG Capital или ее аффилированным лицом в США EFGAM Americas. EFGAM Americas зарегистрирована в SEC в качестве консультанта по вопросам инвестирования. Продукты, связанные с ценными бумагами, и брокерские услуги предоставляются EFG Capital, а услуги по управлению активами оказываются EFGAM Americas. EFG Capital и EFGAM Americas являются аффилированными компаниями по отношению друг к другу по признаку общей собственности и могут иметь общий персонал. Настоящий документ не предназначен для передачи лицам, являющимся резидентами США, и в адрес таких лиц за исключением лиц, являющихся «правовыми компаниями» (в соответствии с определением Закона об инвестиционных компаниях США от 1940 года с учетом изменений и дополнений («Закон об инвестиционных компаниях»)) и «аккредитованными инвесторами» (согласно определению Правила 501(a) в Законе о ценных бумагах). Любые ценные бумаги, указанные в настоящем документе, не будут регистрироваться в соответствии с Законом о ценных бумагах или квалифицироваться в соответствии с любыми законодательными актами штатов о ценных бумагах. Любые фонды, упоминаемые в настоящем документе, не будут регистрироваться в качестве инвестиционных компаний в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях. Аналитики, которые находятся за пределами США, работают в аффилированных компаниях, зарегистрированных за пределами США, на которые не распространяются положения FINRA.