

2021

EFG

OUTLOOK

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ



ГЛОБАЛЬНОЕ СТРАТЕГИЧЕСКОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ ВЫБОР ЦЕННЫХ БУМАГ

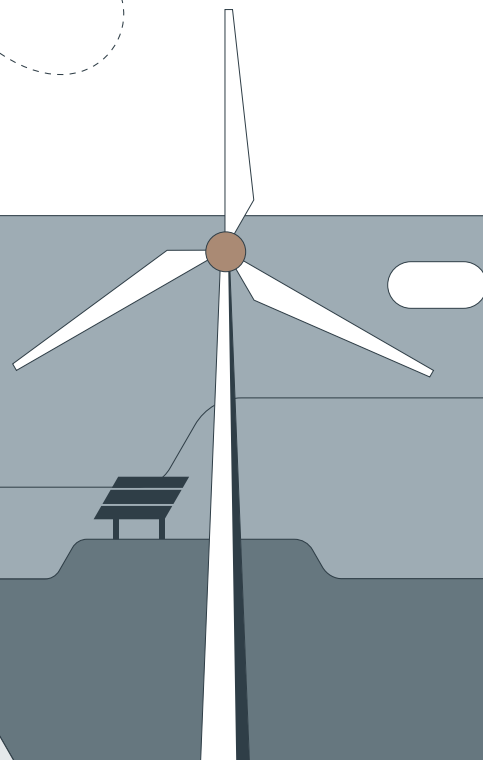
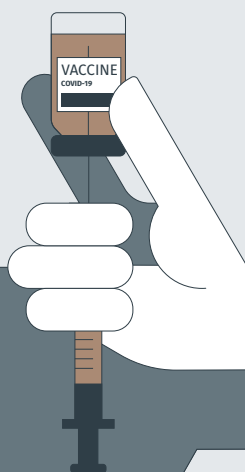
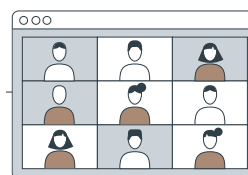


РЕГИОНАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



РЕГИОНАЛЬНОЕ ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ

Наши прогнозы
и предпочтения



Обзор прогнозов на 2020 год

В декабре мы по традиции проверяем обзор прогнозов, опубликованных в прошлом году. Некоторые из наших прогнозов на 2020 год не реализовались из-за пандемии COVID-19. Несмотря на это, мы набрали 6 из 10 баллов.



1

Неверно

Глобальный рост продолжается

Рост мировой экономики серьезно пострадал в результате пандемии COVID-19. Однако после спада первой волны многие развитые страны быстро вернулись к росту. Осенью, после второй волны, замедление было более умеренным. У Китая и ряда других стран Азии были низкие показатели заболеваемости и смертности, и в них возврат к экономическому росту был быстрым. Вероятно, эти страны покажут положительный рост по результатам прошлого года в целом.

2

Частично
верно

Наверстывание в повышении оплаты труда рядовых работников

Мы полагали, что во многих странах будет наблюдаться давление в сторону повышения заработной платы рядовым работникам, хотя разрыв между оплатой их труда и труда топ-менеджмента в 2020 году может почти не сократиться. Отчасти этот прогноз был верен: безусловно, присутствовало давление в сторону повышения заработной платы работникам здравоохранения и сферы социальных услуг, находящимся на передовой линии борьбы с пандемией, а схемы выплаты денежных пособий и принудительных отпусков помогли другим низкооплачиваемым работникам. Однако доминирующим явлением в этой сфере в 2020 году была несопоставимая динамика уровней заработной платы и перспектив занятости в разных отраслях.

3

Верно

Окончание режима жесткой экономии

Мы полагали, что в 2020 году режим жесткой экономии в сфере бюджетных расходов будет прекращен. Этот прогноз определенно реализовался, пусть и в силу непредвиденных причин.

4

Верно

Зеленый свет зеленым расходам

Мы полагали, что важной темой 2020 года будет увеличение расходов на зеленые инициативы. Этот вопрос определенно вышел на передний план и будет еще актуальнее в 2021 году.

5

Верно

Облигации: главное — сохранить капитал

Мы полагали, что, учитывая низкие процентные ставки и низкую доходность, условия для вложений в облигации будут сложными, но корпоративные облигации инвестиционного уровня будут одним из самых безопасных инструментов, а конвертируемые облигации ждут хорошие перспективы. С начала 2020 года по 11 декабря совокупный рост 5-летних корпоративных облигаций категории BBB — которые мы особо отмечали — составил вполне достойные 6 %, тогда как у конвертируемых облигаций этот показатель превысил 40 %.

6

Неверно

Привлекательность облигаций развивающихся стран

Мы прогнозировали привлекательность долговых обязательств развивающихся стран в местной валюте, полагая, что в условиях сдержанной инфляции и стабильного доллара США в 2020 году процентные ставки на развивающихся рынках могут снизиться еще больше. Хотя этого не произошло на ранних этапах кризиса, вызванного пандемией COVID-19, к концу года процентные ставки упали на многих развивающихся рынках. По долговым обязательствам развивающихся стран в местной валюте совокупный рост в долларах США за весь год составил 2,3 %¹.

7

Неверно

Рост банковского сектора

Мы полагали, что банковские акции, которые долгое время не пользовались спросом у инвесторов, наконец покажут рост. В конце года такой рост наблюдался, но его не хватило, чтобы предотвратить неудовлетворительные показатели за весь год, обусловленные серьезными экономическими последствиями пандемии COVID-19. С начала года по 11 декабря совокупный рост индекса MSCI World Banks составил -13,8 %, тогда как индекс MSCI World вырос на 14,5 %.

8

Верно

Восстановление динамики акций компаний с малой капитализацией

Отмеченный нами индекс американских компаний с малой капитализацией (Russell 2000) продемонстрировал рост на 16 % с начала года по 11 декабря, а индекс S&P 500, основанный на акциях компаний с высокой капитализацией, за тот же период вырос на 15,4 %.

9

Частично
верно

Экономический подъем, связанный с «Брекситом»

Мы считали, что фунт стерлингов может вырасти к доллару США до уровня 1,35–1,40 долл. США за фунт. 14 декабря 2020 года британская валюта находилась в этом целевом диапазоне. Однако динамика британских акций была хуже, чем на мировых рынках.

10

Верно

Триполярный мир

Мы полагали, что в условиях продолжающейся торговой войны между США и Китаем в мире постепенно установится триполярное устройство. Несомненно, движение в этом направлении присутствует. Оно остается одной из тем *Outlook* с прогнозами на 2021 год.



¹ Источник: Bloomberg, данные за период с начала года по 29 декабря 2020 г.

Синхронизированное восстановление мировой экономики



В 2021 году мы прогнозируем синхронизированный экономический рост во всех ведущих странах. После резкого спада 2020 года наступит всеобщий подъем.

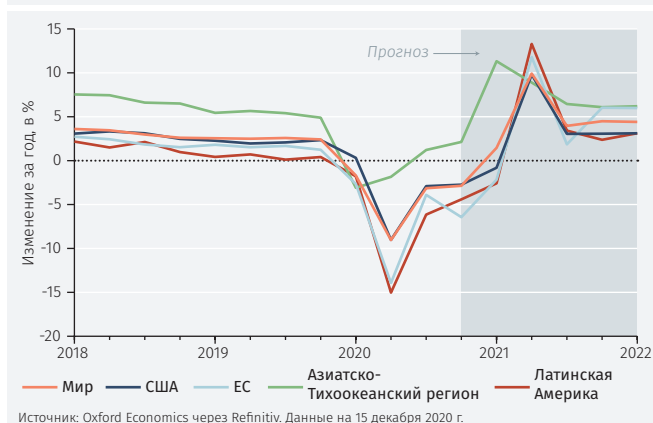
В 2021 году мы прогнозируем обширное синхронизированное восстановление мировой экономики (см. рисунок 1). В 2020 году Азиатско-Тихоокеанский регион во главе с Китаем первым испытал экономический спад, вызванный COVID-19, и первым от него оправился. Мы ожидаем, что в 2021 году этот процесс продолжится.

На глобальном уровне, конечно, восстановление в первой половине 2021 года вряд ли будет стабильным. На его траекторию будут влиять темпы вакцинации, степень смягчения режима самоизоляции (хотя пока нельзя исключать и ужесточения) и, что самое важное, скорость возвращения уверенности потребителей и бизнеса. Потребительские расходы на развлечения, путешествия,

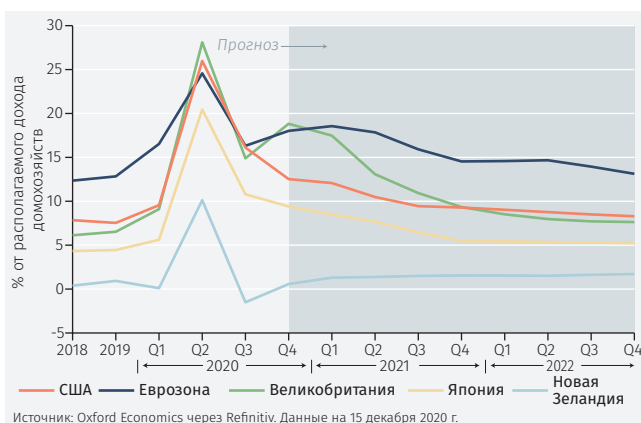
концерты и спортивные мероприятия сократились особенно сильно. В результате увеличились сбережения (см. рисунок 2). Данные из стран, в которых ограничения были сняты после того, как распространение вируса удалось остановить (Китай и Новая Зеландия), показывают, что эти сбережения быстро сокращаются за счет расходов, особенно в тех областях, где траты были невозможны во время режима самоизоляции.

По этой причине мы предполагаем, что во второй половине 2021 года траектория роста в развитых странах стабилизируется по мере отступления вируса и укрепления уверенности.

1. Синхронизированное восстановление мировой экономики: рост реального ВВП



2. Прогнозируемое сокращение сбережений



Цифровые потребители



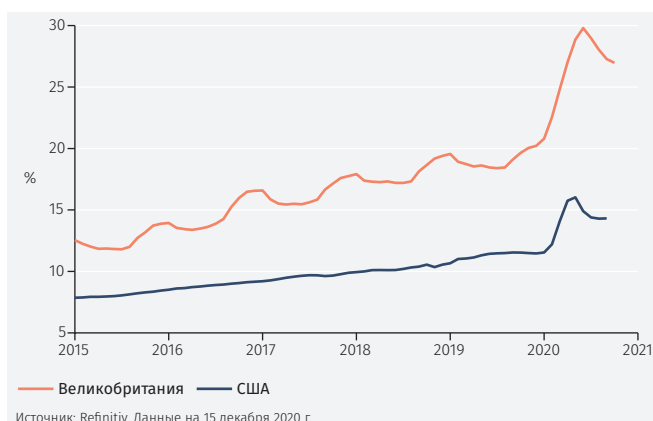
Изменения в структуре потребительских расходов будут ключевой темой для 2021 и последующих годов. Одни будут продолжением тенденций, которые запустила пандемия. Другие — частью более масштабных структурных изменений.

Изменения в структуре потребительских расходов будут ключевой темой для 2021 и последующих годов.

Наиболее значимым станет переход в Интернет — на цифровые каналы продаж. Во время первой волны COVID-19 в Великобритании почти треть расходов в сфере розничной торговли приходилась на онлайн-покупки, тогда как в 2019 году это была только одна пятая (см. рисунок 3). Как и в США, переход на интернет-продажи здесь происходил медленно и получил заметное ускорение после начала пандемии. Мы полагаем, что эта тенденция вряд ли обратится вспять. Онлайн-покупки стали несколько проще (например, благодаря бесконтактной доставке до двери), а посещение обычных магазинов препятствует то, что многие из них закрыты и сохраняется беспокойство по поводу угроз для здоровья.

В способах измерения объемов онлайн-продаж нет однозначности. В большинстве стран учитываются только проданные онлайн материальные товары, но очевидно, что многие услуги, бум которых пришелся на пандемию, также предоставляются онлайн (в качестве самых очевидных примеров можно привести видеоконференции, а также спортивные занятия и медицинские консультации через Интернет). В отличие от всех остальных стран, Китай учитывает продажи онлайн-услуг. Если принимать их в расчет, то продажи в Интернете составляют почти 30 % всех розничных продаж (см. рисунок 4).

3. Доля розничных продаж в Интернете: Великобритания и США



С этой тенденцией связаны и другие важные изменения. Лояльность клиентов подвергается испытанию, так как розничные компании, лучше других представленные онлайн, зачастую не имеют ведущего присутствия в физических магазинах. Розничные компании без физических точек, особенно лидеры в области автоматизации, обычно предлагают более низкие цены. К тому же покупателям проще сравнивать расценки, делая покупки онлайн. Эти тренды усиливают вероятность сохранения низкой инфляции.

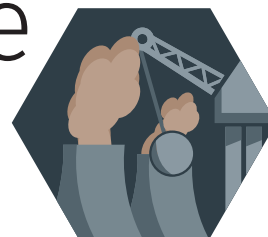
Первичное публичное размещение акций Airbnb, DoorDash и различных финансово-технологических компаний по всему миру в конце 2020 года показывает, что сектор потребительских услуг, вне всякого сомнения, вносит очень значительный вклад в тенденцию к переходу потребителей на цифровые решения.

Вероятно, в 2021 году рост потребительских расходов будет наиболее выраженным именно в этой сфере.

4. Цифровые потребители: лидируют Китай и Великобритания



Изменение климата и творческое разрушение



Мы предполагаем, что в 2021 году силы творческого разрушения по-настоящему проявят себя, особенно в областях энергетики и транспорта.

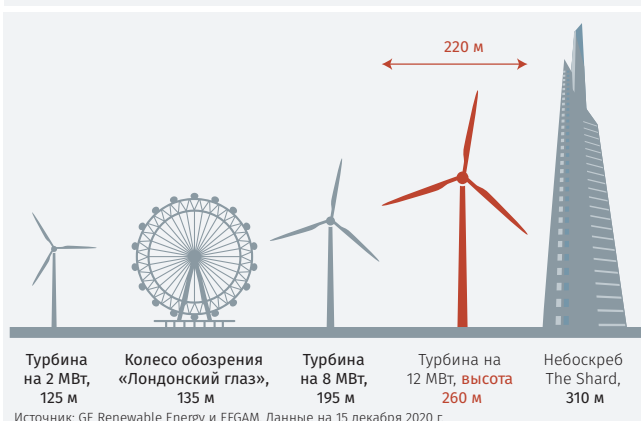
Термин «творческое разрушение», введенный экономистом Йозефом Шумпетером, описывает процесс создания новых изобретений и методов производства, появление которых ведет к уничтожению старых. Мы прогнозируем, что в 2021 году проявления этого процесса можно будет наблюдать в двух ключевых секторах: транспорте и производстве электроэнергии.

В транспортной отрасли ускорится темп распространения электромобилей, который до сих пор был медленным (см. рисунок 5). Отчасти это обусловлено тем, что ведущие автопроизводители выпускают модели, которые смогут конкурировать с продукцией компаний, специализирующихся на электромобилях. Усовершенствованные технологии производства аккумуляторов позволят увеличить дальность хода электромобилей, а государственное регулирование — особенно такие меры, как запрет на продажи бензиновых и дизельных автомобилей с 2030 года в Великобритании, — укрепит тенденции. В свое время переход с лошадей на автомобили начинался постепенно, а затем быстро набрал темп. Так и электромобили начнут стремительно вытеснять традиционные транспортные средства.

Это станет частью общей тенденции к электрификации экономики, включая другие виды транспорта, отопление и промышленное производство. Эта тенденция будет особенно заметна в Европе, Китае и США при администрации президента Байдена. В соответствии с данной тенденцией в производстве электроэнергии четко обозначится переход от использования ископаемого топлива к возобновляемым источникам.

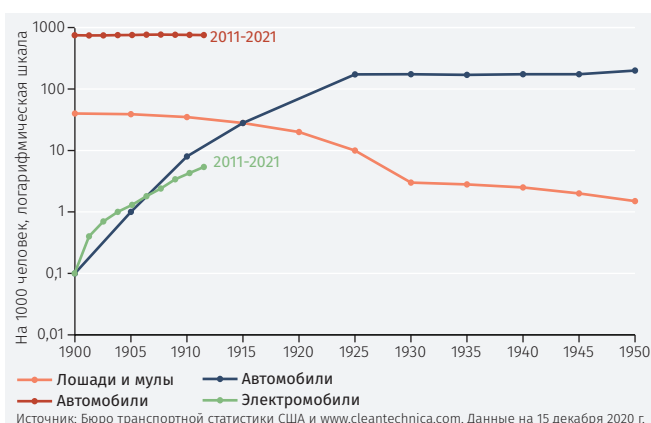
В Великобритании с 2021 года начнется возведение сверхбольших морских ветровых установок (см. рисунок 6). По плану правительства (который кажется реалистичным), к 2030 году страна будет получать всю электроэнергию от морских ветровых турбин.

6. Ветровая энергия: увеличение размера установок и масштабов использования



Что еще более важно, ветровая и солнечная энергия во многих случаях сейчас дешевле энергии на основе ископаемого топлива (см. рисунок 7). Разумеется, присутствуют опасения, что возобновляемые источники не обеспечивают бесперебойной подачи электроэнергии, однако достижения в технологиях производства аккумуляторов вселяют в нас уверенность, поскольку их зарядная емкость увеличивается и такое увеличение удешевляется.

5. От лошадей к автомобилям и электромобилям



7. Снижение стоимости возобновляемых энергоресурсов



Инфляция остается низкой



Мы ожидаем, что инфляция останется низкой, несмотря на синхронизированное восстановление экономики и сохранение высокого уровня государственных расходов. Во многих отраслях мировой экономики будет по-прежнему наблюдаться избыточное предложение. Опасения, что резкий рост денежной массы повлечет за собой повышение инфляции, окажутся необоснованными.

Маловероятно, что синхронизированное восстановление мировой экономики наряду с сохранением высокого уровня бюджетных расходов и дефицитов окажет на инфляцию ощутимое давление в сторону повышения. Главная причина заключается в том, что, несмотря на восстановление спроса, многие секторы мировой экономики в 2021 году будут характеризоваться избыточными мощностями. Так будет обстоять ситуация в тех секторах, которые оказывают особенно сильное воздействие на общий уровень инфляции (например, в нефтяном и энергетическом). Более того, в связи с медленным ростом уверенности потребителей и их расходов нам предвещается, что они останутся крайне заинтересованы в экономии.

Данные из стран, которые благополучно восстановились после пандемии COVID-19, показывают, что инфляционное давление остается ограниченным. В Китае инфляция потребительских цен в октябре 2020 года составила 0,5 % по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Это самый низкий показатель за десять лет. С учетом того, что цены производителей упали более чем на 2 % в годовом выражении, в ближайшее время вряд ли стоит ждать существенной инфляции. В Новой Зеландии, которая также успешно справилась с распространением COVID-19, инфляция в третьем квартале 2020 года упала до уровня всего 1,4 %.

Однако есть мнение, что быстрый темп роста денежной массы, отмечавшийся в ряде развитых стран, может

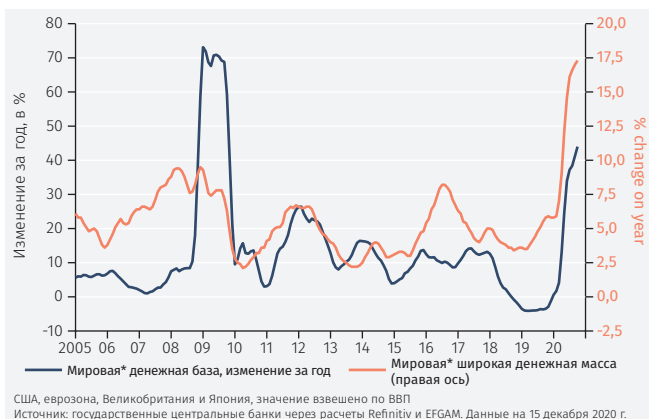
служить предвестником повышения инфляции. Здесь особый интерес вызывают два события в денежной сфере.

Первое — это резкое увеличение денежной базы, подобное тому, которое наблюдалось во время мирового финансового кризиса (см. рисунок 8). Сейчас, как и тогда, это увеличение отражает рост банковских резервов, который, в свою очередь, вызван покупкой активов центральными банками. Однако мы не считаем, что это предвещает повышение инфляции².

В отличие от ситуации во время мирового финансового кризиса, увеличились темпы роста широкой денежной массы: теоретически это представляет более серьезную угрозу будущей инфляции. Тем не менее увеличение темпов роста широкой денежной массы отражало в основном осторожное поведение частного сектора: увеличение банковских вкладов потребителей с резким ростом темпов накоплений и увеличение банковских вкладов компаний с использованием кредитных линий для поддержания баланса и откладыванием инвестиционных расходов.

Мы считаем маловероятным, что такие высокие темпы роста широкой денежной массы сохранятся, а потому угроза повышения инфляции в 2021 году кажется нам преувеличенной. Это ожидание отражается в оценке будущей инфляции финансовыми рынками для ведущих стран с развитой экономикой (см. рисунок 9). Подобные ожидания могут быть весьма переменчивыми, но в данное время они кажутся нам вполне обоснованными.

8. Рост мировой денежной массы



9. Ожидаемые уровни инфляции (средние значения за 5-летний период, начинающийся через 5 лет)



² Более подробно причины отсутствия связи рассматриваются в EFG *Infocus*, «Баланс ФРС и недостающая инфляция», июнь 2020 г.

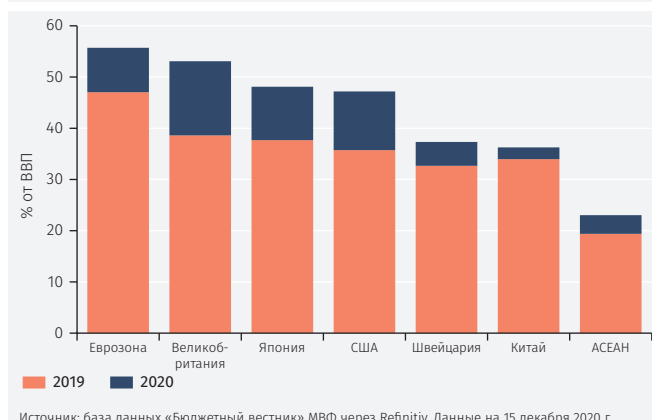
Продолжение экономического вмешательства



Правительства неизбежно сыграли важную роль в борьбе с пандемией, и расходы их стремительно возросли. В 2021 году они вполне могут попытаться урезать расходы или повысить налоги. Однако ввести такие меры будет трудно.

Правительства, бесспорно, сыграли важную роль в борьбе с пандемией, и расходы их стремительно возросли (см. рисунок 10). Проблема заключается в том, что, как отметил Милтон Фридман, «нет ничего более постоянного, чем временная правительственная программа». В качестве примера можно привести схему принудительных отпусков в Великобритании, по которой правительство возмещает 80 % расходов на заработную плату работников, чтобы избежать сокращений. Срок действия схемы должен был закончиться летом, но был продлен уже дважды, в последний раз до марта 2021 года.

10. Государственные расходы



В целом сокращение государственных расходов представляется непростой задачей, особенно ввиду (всегоцело оправданного) повышения оплаты труда ключевых сотрудников в сфере здравоохранения и социальных услуг, которого мы ожидаем.

Пусть риски в изречении Фридмана могут казаться преувеличенными, но если бюджетные расходы выросли, вернуть их к прежним масштабам тяжело³.

Умы чиновников в правительствах будет занимать идея поднять налоги, однако вероятность такого развития событий в 2021 году мы оцениваем как низкую, а подобный курс действий считаем ошибочным. По всей видимости, дефицит государственных бюджетов будет оставаться высоким по крайней мере несколько лет.

Пока стоимость финансирования государственных заимствований остается ниже номинальных темпов роста экономики, правительство может иметь бюджетный дефицит без резкого роста уровня долга⁴. Хотя ожидается, что условия для государственных займов могут оставаться благоприятными примерно в течение года, было бы опасно считать такую ситуацию постоянной.

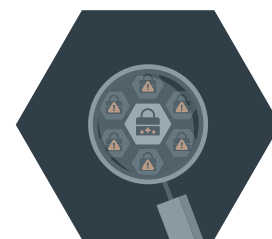
Вмешательство правительств в экономику, усилившееся в связи с пандемией COVID-19, в 2021 году может распространиться и на другие области. В частности, одной из ключевых тем года, вероятно, будет усиление регулирования деятельности технологических гигантов.



³ Это явление впервые было описано в XIX веке экономистом Альфредом Вагнером, а затем более подробно исследовано в трудах Пикока и Уайзмана. <http://econjournals.com/index.php/ijef/article/viewFile/1317/pdf>

⁴ Этот вопрос рассматривался в EFG Infocus «Фискальная дилемма: процентные ставки или рост», ноябрь 2020 г.

Облигации: сохранение привлекательных возможностей



Несмотря на низкую доходность по государственным долговым обязательствам в ведущих развитых странах и узкие кредитные спреды, в секторе облигаций сохраняются возможности для инвестирования. Мы видим привлекательное соотношение «риск/доходность» у долговых обязательств богатых стран и конвертируемых облигаций.

Ожидается, что уровень инфляции в развитых странах еще некоторое время будет низким, поэтому рост доходности по долгосрочным государственным облигациям, скорее всего, будет сдерживаться (см. рисунок 11). Однако в последние годы устойчивость низкой инфляции и доходности облигаций США часто подвергались сомнениям. Главная озабоченность в 2021 году будет заключаться в том, смогут ли государства брать настолько дешевые займы в условиях высокого дефицита и уровня долга. Растущая доходность облигаций и сопутствующее снижение их цены являются поводом для серьезного беспокойства.

В этом и заключается одна из важных причин, по которым мы считаем необходимым и дальше уделять первоочередное внимание облигациям богатых стран — с умеренным заимствованием и чистыми внешними активами. Финансовое положение у таких эмитентов, особенно у государств Персидского залива и ряда развивающихся рынков, лучше, чем у многих развитых стран, а их суверенные и квазисуверенные облигации позволяют получить привлекательный выигрыш в доходности.

Еще одним интересным инструментом на рынке облигаций кажутся конвертируемые облигации, предусматривающие возможность конвертации в акции того же эмитента. Динамика таких облигаций в США держится на высоком уровне уже не один год и была особенно сильной в 2020 году (см. рисунок 12).

Интерес по-прежнему представляют долговые обязательства развивающихся стран как в местной, так и в твердой валюте (например, в долларах США или евро). Они будут особенно привлекательны, если сбудутся наши ожидания синхронизированного восстановления мировой экономики, и в 2021 году смогут восстановиться как развитые, так и развивающиеся страны.

Итак, несмотря на низкую доходность на основных рынках государственных долговых обязательств, мы считаем, что эти три сегмента в сфере облигаций — облигации богатых стран, конвертируемые облигации и облигации развивающихся рынков — имеют хорошие перспективы роста и ограниченный риск.

11. Доходность по 10-летним казначейским облигациям США и инфляция



12. Динамика рынка облигаций с разбивкой по секторам, % годовых

9,6 %	59,4 %	18,1 %	13,6 %	19,6 %	24,4 %	7,8 %	1,5 %	14,3 %	16,8 %	1,0 %	23,0 %	40,2 %
8,3 %	50,7 %	14,8 %	6,2 %	18,1 %	7,3 %	6,1 %	-0,2 %	10,7 %	14,4 %	-0,7 %	12,6 %	9,7 %
4,8 %	35,6 %	12,9 %	6,2 %	16,1 %	-1,4 %	3,6 %	-1,4 %	9,0 %	10,4 %	-1,2 %	12,1 %	8,0 %
-2,4 %	20,2 %	10,9 %	5,8 %	15,6 %	-2,6 %	3,1 %	-2,0 %	7,9 %	9,6 %	-1,3 %	11,1 %	7,7 %
-16,2 %	11,4 %	6,3 %	5,6 %	7,0 %	-2,7 %	0,6 %	-2,7 %	4,7 %	7,5 %	-2,0 %	8,4 %	5,3 %
-26,9 %	6,9 %	5,9 %	3,1 %	4,3 %	-4,3 %	0,0 %	-3,2 %	2,1 %	7,4 %	-3,0 %	6,8 %	4,4 %
-34,6 %	5,9 %	5,5 %	0,6 %	2,6 %	-5,1 %	-1,0 %	-3,7 %	1,7 %	3,0 %	-4,1 %	6,4 %	3,6 %
Н. д.	3,3 %	5,4 %	-5,3 %	2,0 %	-8,6 %	-3,4 %	-11,1 %	1,7 %	2,5 %	-5,7 %	5,6 %	2,1 %
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Конвертируемые облигации США	Мировые облигации в совокупности	Облигации развивающихся стран в местной валюте	Казначейские облигации США, защищенные от инфляции	Мировые правительственные облигации	Облигации развивающихся рынков в твердой валюте	Ипотечные облигации США	Мировые высокодоходные облигации					

* Данные на конец ноября. Источник: индексы Bloomberg Barclays. Данные на 15 декабря 2020 г. Показатели предыдущих периодов не являются индикатором будущих показателей.

Привлекательность малых компаний

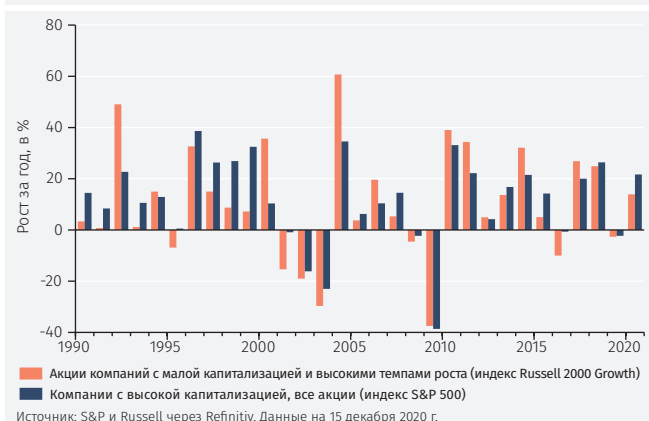


Многие инновационные продукты и услуги, вышедшие на первый план в 2020 году, были созданы малыми компаниями. Мы считаем, что малые инновационные компании способны произвести фурор и в 2021 году, но инвестиции в них требуют тщательного отбора.

В 2020 году многие инновационные продукты и услуги, стремительно разработанные в связи с пандемией COVID-19, были созданы малыми компаниями. В начале года мало кто знал о BioNTech, TikTok и Zoom, а к концу они были у всех на устах. Мы считаем, что малые инновационные компании способны произвести фурор и в 2021 году.

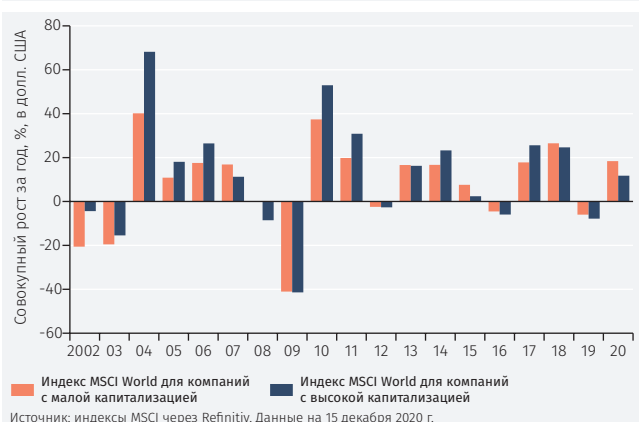
В этот прогноз, однако, входит предостережение. Долгое время многое указывало на то, что долгосрочный доход от акций малых компаний выше, чем у компаний с высокой капитализацией. Это явление стало известно как «премия малой капитализации». Однако в последнее время эта премия практически исчезла. К примеру, в США акции компаний с малой капитализацией и высокими темпами роста показывали результаты ниже, чем акции компаний с высокой капитализацией, четыре из последних пяти лет (см. рисунок 13).

13. США: акции компаний с малой капитализацией и высокими темпами роста и акции компаний с высокой капитализацией



Впрочем, интересно отметить, что в 2020 году акции малых компаний показали более положительную динамику по сравнению с акциями компаний с высокой капитализацией (см. рисунок 14). В частности это объясняется высокими показателями акций малых компаний в Азии.

14. Мировой рынок: акции компаний с высокой и малой капитализацией

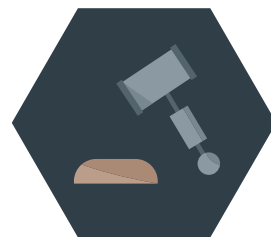


Мы полагаем, что динамика акций компаний с малой капитализацией снова будет лучше, чем у компаний с высокой, и видим для этого три причины. Первая и самая важная заключается в том, что часто гибкость и подвижность, присущие малым компаниям, позволяют им становиться лидерами в области инноваций. Некоторые, правда, считают, что этому мешает недостаток масштаба. Однако доступ к новым технологиям, особенно к облачным вычислениям, означает, что малые компании могут увеличивать масштабы своей деятельности быстрее и дешевле, чем прежде.

Вторая причина заключается в том, что малые компании обычно сосредотачиваются на узкой области своей специализации.

Третья — для поддержки таких компаний накоплены достаточные объемы ликвидных средств. Об этом свидетельствуют значительные уровни собранных, но еще не использованных средств в сфере частного капитала и недавний рост специализированных компаний по целевым слияниям и поглощениям (SPAC), которые ищут небольшие частные компании для вывода на биржу.

Укрепление технологических гигантов



Большие технологические компании США, показавшие очень хорошие результаты в 2020 году — благодаря удаленной работе, облачному хранению данных, онлайн-покупкам и тому подобным факторам, — продолжают демонстрировать позитивную динамику в 2021. Они все больше будут восприниматься как регулируемые монополии.

Незадолго до президентских выборов в США 2020 года Палата представителей опубликовала 449-страничный отчет, в котором подвергла критике методы работы американских технологических гигантов, сложившиеся в результате их доминирующего положения на рынке. Там же были приведены рекомендации по усилению конкуренции наряду с ужесточением антимонопольного законодательства и контроля за его соблюдением. Затем, в конце декабря, в США был подан иск о нарушении Facebook антимонопольного законодательства, в Великобритании пообещали ввести штрафы за вредоносный контент, а в ЕС технологическим гигантам пригрозили разукрупнением за нарушение законодательства о защите конкуренции.

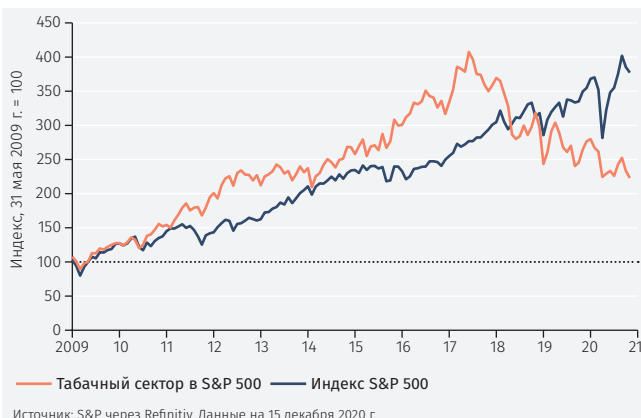
Однако у этих компаний есть три явных преимущества. Во-первых, они получают значительную выгоду от сетевого эффекта (стоимость их продуктов и услуг становится тем выше, чем больше людей ими пользуются). Новой американской компании будет трудно утвердиться в отрасли. Во-вторых, более компетентными конкурентами являются компании из Китая, но весьма маловероятно, что США облегчат им доступ на свой рынок. В-третьих, у технологических гигантов США сильные финансовые позиции, и они могут хорошо защищаться от любых изменений в законодательстве и антимонопольных исков.

Вариант, который не получает заметного обсуждения, заключается в более жестком регулировании американских технологических гигантов: например, с помощью создания федерального агентства по надзору за крупными технологическими компаниями. Прецедент имеется. В 2009 году, после того как президентом был избран Барак Обама, табачный сектор впервые попал под регулирование Управления США по надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (FDA). Парадоксальным образом это обеспечило сектору

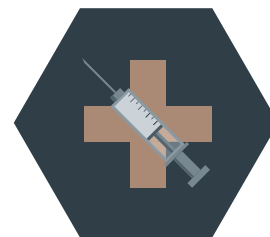
определенную степень защиты, и впоследствии он продемонстрировал отличные показатели в сравнении с остальным рынком, не в последнюю очередь из-за волны слияний (см. рисунок 15). Но есть ли объективные основания полагать, что федеральный орган регулирования сможет успешно изменить методы работы больших технологических компаний? Табак является вредным продуктом, а вот технологические гиганты, несмотря на все жалобы на их мощь, определенно приносят значительную пользу экономике США и мировой экономике.

В итоге мы прогнозируем, что большие технологические компании США продолжают демонстрировать высокие результаты в 2021 и последующих годах. Они все больше будут восприниматься как регулируемые монополии. У таких компаний сильные денежные потоки, а их оценочные коэффициенты, как нам кажется, обоснованы.

15. У регулирования могут быть свои плюсы



Сектор здравоохранения



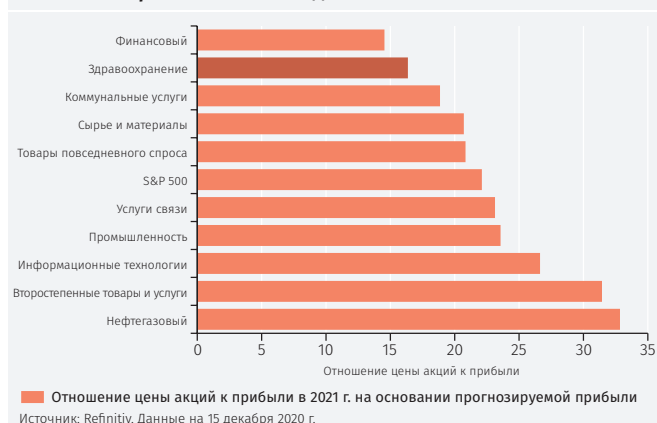
Мы полагаем, что в секторе здравоохранения существуют выгодные возможности. В нем много разных компаний, способных извлечь выгоду из важных отраслевых тенденций, которые мы прогнозируем на 2021 год.

Сектор здравоохранения в 2021 году привлекателен по трем основным причинам. Во-первых, он позволяет использовать одну из важнейших глобальных социальных мегатенденций — старение населения и рост спроса на медицинские услуги для пожилых людей.

Во-вторых, крупные компании в сфере здравоохранения по-прежнему относительно защищены от циклических колебаний, платят дивиденды и привлекательно оцениваются. В совокупности американские компании здравоохранения, входящие в S&P 500 (см. рисунок 16), имеют более низкое отношение цены акций к будущей прибыли, чем в других секторах, за исключением финансового. По нашему мнению, это отчасти отражает обеспокоенность возможными направлениями политики президента Байдена, хотя кажется, что любые вероятные изменения уже учтены в текущих оценках.

В-третьих, COVID-19 нарушил работу всего сектора, и мы полагаем, что возникающие в результате этого возможности будут реализовываться в 2021 и последующих годах.

16. Отношение цены акций к прибыли для компаний, входящих в S&P 500: прогноз на 2021 год



Что особенно важно, пандемия вызвала существенное расширение внедрения новых цифровых технологий, в частности удаленного консультирования и диагностики пациентов. Вместе с тем широкое применение, по всей видимости, ждет носимые устройства для отслеживания физической активности, контроля за состоянием здоровья и обследований. В самых разных областях, от кардиохирургии до ортодонтии, все чаще применяются минимально инвазивные технологии и роботизированные процедуры. Возглавлять внедрение многих из этих новых технологий будут, скорее всего, не компании в сфере здравоохранения, а технологические компании, что в очередной раз усилит конкуренцию в отрасли.

Цифровые технологии могут также улучшить печальную репутацию, которую сектор здравоохранения получил в связи с низкой эффективностью работы (для связи здесь довольно часто используют факс и обычную почту).

Как показывают результаты исследования компании McKinsey, доходы от сектора цифрового здравоохранения (в широком понимании) по всему миру могут вырасти с 350 млрд долл. США в 2019 году до 600 млрд долл. США в 2024⁵.

В США существует риск сохранения высокого уровня безработицы и сокращения премиальных планов медицинского страхования, оплачиваемых работодателями: это может отразиться на спросе. За пределами США, особенно в Азии, уровень проникновения на рынок медицинских товаров широкого потребления и электронной коммерции в сфере здравоохранения на данный момент низкий, но он должен начать стремительно расти.

Мы ожидаем, что в общемировом масштабе это станет важным фактором, способствующим значительному числу слияний и поглощений в данном секторе.

⁵ <https://www.mckinsey.com/industries/pharmaceuticals-and-medical-products/our-insights/healthtech-in-the-fast-lane-what-is-fueling-investor-excitement>

Новые формы глобального сотрудничества



Мы прогнозируем, что в международных отношениях вновь усилится атмосфера сотрудничества. Президент Байден, безусловно, будет придерживаться не такого подхода, как его предшественник. Нет почти никаких сомнений в том, что он будет более расположен к консенсусу и учету мнений всех партий и сторон.

Президент Байден, безусловно, будет придерживаться не такого подхода, как его предшественник. Он вполне способен применить президентские указы, чтобы добиться быстрых перемен в ряде областей: к примеру, вернуть США в Парижское соглашение по климату и Всемирную организацию здравоохранения. Подход Байдена, который, вероятно, будет больше опираться на консенсус и учитывать мнения всех сторон и партий, принесет постепенные, более основательные улучшения. Это встретит одобрение у компаний и финансовых рынков США, а также, как нам кажется, у международного сообщества. Что касается Китая, на 2021 год приходится 100-я годовщина основания Коммунистической партии, и этот юбилей страна, по-видимому, хотела бы отпраздновать спокойно.

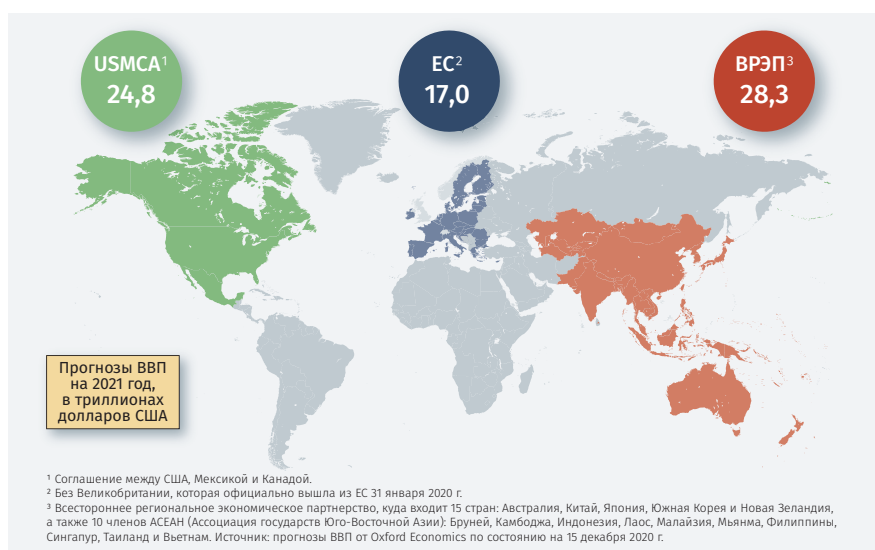
Хотя мир продолжает двигаться в сторону триполярного устройства, а цепочки поставок концентрируются в крупных региональных группировках (см. рисунок 17), кажется нереалистичным ожидать, что Китай и США смогут изолироваться друг от друга. Китай импортирует больше электронных микросхем, чем нефти⁶, и этот импорт во многом зависит от американских технологий. Между тем опыт последних четырех лет ясно показывает, что было бы странно думать, будто Америка сможет возродить обрабатывающую промышленность, которая переместилась в Китай.

Все будут внимательно следить за отношением новой администрации к доллару США. Мы сомневаемся, что стоит рассчитывать на открытую приверженность политике сильного доллара. Она проводилась с середины 1990-х до начала 2000-х годов и затем возобновлялась после периода, в котором внимание сместилось на принуждение Китая к ревальвации юаня, с 2009 года до избрания президента Трампа (см. рисунок 18).

18. Взлет и падение доллара США



17. Триполярный мир



Президент Трамп незадолго до инаугурации заявил, что «доллар слишком силен, и это нас убивает». За время, прошедшее с его инаугурации до 1 декабря 2020 года, индекс доллара США (DXY) упал на 9 %. Согласно нашим оценкам, доллар по-прежнему переоценен примерно на 9 %, если использовать значения этого индекса. Следовательно, есть вероятность, что со временем он будет снижаться.

Более того, восстановление мировой экономики и рост аппетита к риску в целом пойдут на пользу всем прочим валютам.

⁶ Источник: Refinitiv, 10 декабря 2020 г.

Команда специалистов по макроэкономике



Моз Афзал

Главный инвестиционный директор



Штефан Герлах

Главный экономист



Дэниел Мюррей

Заместитель инвестиционного директора



Джанлуиджи Мандруццато

Старший экономист



Хоакин Туль

Инвестиционный аналитик

Макроэкономическая стратегия — основа нашего инвестиционного подхода. Работа нашей команды специалистов по макроэкономике определяет не только решения на уровне классов активов, но также размещение инвестиций на уровне географических регионов, секторов и отдельных акций.

Инвестиционные публикации

Ключевые публикации, отражающие наше глобальное видение, понимание рынка и инвестиционные перспективы



Intime: Daily Market Note

Содержит краткое изложение самых важных рыночных событий за последние 24 часа.

Выходит: со вторника по пятницу.
Только в Интернете



Invision: Weekly Macro Note

Описывает основные макроэкономические события прошедшей недели.

Выходит: каждый понедельник
Только в Интернете



Inview: Global House View

Описывает наше глобальное видение и инвестиционные перспективы. Это издание предоставляет рекомендации по распределению активов, обзор макроэкономики и инвестиционные идеи.

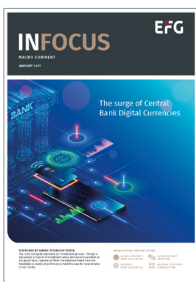
Выходит: ежемесячно



Insight: Quarterly Market Review

Квартальный обзор рынка. Краткий обзор динамики финансовых рынков и ключевых регионов, а также специальные темы.

Выходит: ежеквартально



Infocus: Macro Comment

Анализ преобладающих событий на рынке.

Выходит: специальные выпуски



Beyond The Benchmark: The EFG Podcast

Это больше чем обычный подкаст на тему анализа рынков. Мы выходим за привычные рамки и подробно рассматриваем актуальные темы, которые влияют на рынки, экономику и психологию инвесторов.

Выходит: два раза в неделю / раз в две недели (в соответствии с вашими предпочтениями)

Если вы хотите получать инвестиционные публикации EFG, свяжитесь с нами по адресу marketing@efgam.com.

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 инвестиций.

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 приобретать, 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 несвершения 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 обладает лицензией, выданной Superintendencia de Valores y Seguros (SVS, регулятор рынка ценных бумаг Республики Чили), на работу в качестве брокерской компании, имеющей право на осуществление брокерских операций с ценными бумагами в Чили и на осуществление другой подлежащей регулированию деятельности, включая управление дискреционными портфелями ценных бумаг, организацию сделок купли-продажи ценных бумаг и консультирование по вопросам инвестиций. 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 (OAS), 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 (Комиссии 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 (Регистр 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, исследования 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 налогоплательщика 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 (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 «законными покупателями» (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.