

INSIGHT

КВАРТАЛЬНЫЙ ОБЗОР РЫНКА

3-й КВАРТАЛ 2020 Г.

ОСНОВНЫЕ ТЕМЫ



ГЛОБАЛЬНОЕ СТРАТЕГИЧЕСКОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



ГЛОБАЛЬНЫЙ ВЫБОР
ЦЕННЫХ БУМАГ



РЕГИОНАЛЬНОЕ
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ



РЕГИОНАЛЬНОЕ
ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ

Следующий ХОД



ОБЗОР

Пристальное внимание к политическим событиям и ноябрьским президентским выборам в США

США

Смягчение экономической политики в беспрецедентных масштабах

АЗИЯ

Борьба с бедностью и увеличение неравенства в Китае

ТЕМА НОМЕРА

Экологические, социальные и управленческие факторы после пандемии

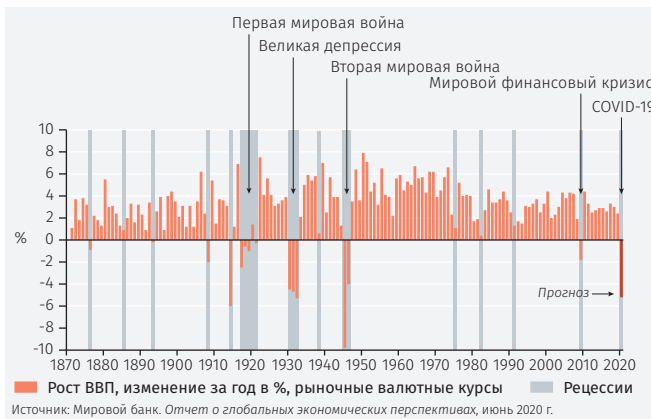
Рецессия мировой экономики в 2020 году будет глубокой, но ответные меры экономической политики были приняты оперативно и в больших масштабах. Какого развития событий можно ожидать в экономике, экономической политике и на политической арене?

Уникальная рецессия мировой экономики

Ожидается, что в 2020 году ВВП планеты сократится примерно на 5 %, что делает эту глобальную рецессию самой значительной после окончания Второй мировой войны¹. Также она уникальна тем, что является единственной за последние 150 лет вызванной пандемией. Без сомнения, можно сказать, что мы живем в «беспрецедентном периоде».

Рецессии часто вызываются финансовым кризисом (в последний раз это был мировой финансовый кризис 2009 года), как правило, после чрезмерного увеличения денежной массы и кредитования, а также бума цен на активы. Но история знает и другие причины: два нефтяных потрясения в 1970-х годах и резкое ужесточение денежно-кредитной политики США с целью сдерживания инфляции в начале 1980-х. Заглядывая еще дальше в прошлое, можно вспомнить, что причиной коротких рецессий в конце XIX века был сельскохозяйственный сектор. Например, в 1876 году полчища саранчи уничтожили посевы сельскохозяйственных культур на Среднем Западе США, территория которого незадолго до того была расширена.

1. Мировой ВВП с 1870 года

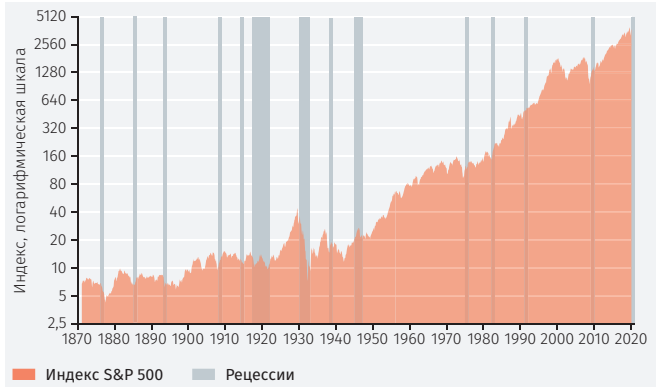


В отношении нынешней рецессии многие выражают удивление по поводу глубокого расхождения между динамикой фондового рынка и реальным состоянием экономики². Мировой фондовый индекс MSCI World, с начала года до 23 марта упавший почти на треть, к 1 июля почти восстановился до прежнего уровня. Американский индекс NASDAQ, где значительную долю составляют акции высокотехнологичных компаний, поднялся до новых максимумов. В рамках долгосрочного восходящего тренда американского индекса S&P 500 (см. рисунок 2) недавние колебания цен выглядят как незначительное отклонение.

Фондовый рынок не осознает всех рисков?

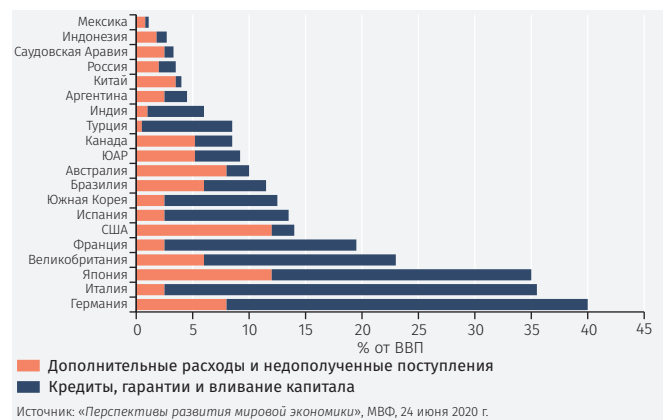
Означает ли это, что рынок акций не осознает всех рисков, которые создает экономический ущерб, причиненный COVID-19? Есть три причины полагать, что поведение рынка разумно. Первая —

2. Индекс S&P 500 с 1870 года



масштабные меры экономической политики в ответ на кризис (см. рисунок 3). Меры фискальной политики во всем мире в настоящее время оцениваются примерно в 11 трлн долл. США³. Половину этого объема (5,5 трлн долл. США) составляют дополнительные расходы и недополученные доходы, которые напрямую влияют на государственные бюджеты. Вторая половина (5,5 трлн долл. США) состоит из различных кредитов, гарантий и вливаний капитала, которые в будущем в случае убытков могут привести к увеличению государственного долга и дефицита. В развитых странах масштаб ответных мер был больше, чем в развивающихся. Текущие меры фискальной политики примерно вдвое больше по объему, чем во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. В рамках мер денежно-кредитной политики развитые страны сначала оперативно снизили ключевые процентные ставки, а затем начали делать значительные приобретения активов (см. рисунок 4). Объем приобретений со стороны четырех крупнейших центральных банков уже в два раза больше, чем во время мирового финансового кризиса. Вероятно, это превышение станет минимум троекратным.

3. Меры фискальной политики в ответ на кризис



¹ Определение мировой рецессии, которое дает Всемирный банк, основано на годовом сокращении мирового ВВП на душу населения, измеренного с использованием весовых коэффициентов для определения ВВП по ценам и рыночным валютным курсам 2010 г., но при этом оно является частично субъективным. Таким образом, на рисунке 1 можно увидеть, что некоторые годы, в которые был зарегистрирован положительный рост, показываются как периоды рецессии.

² Это мнение резюмируется в передовой статье A dangerous gap, опубликованной в выпуске *The Economist* от 9 мая 2020 г.

³ «Перспективы развития мировой экономики», МВФ, июнь 2020 г. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

4. Меры центральных банков в ответ на кризис



Процесс планируется продолжать в течение всего 2020 года, к концу которого стоимость приобретенных активов, по прогнозам, должна достичь не менее 7,5 трлн долларов США.

Вторая — очень низкий уровень процентных ставок и доходности облигаций повышает привлекательность акций с точки зрения как получения дохода, так и потенциала роста.

Третья — потенциально стремительное изменение принципов работы и ведения бизнеса в результате кризиса, связанного с пандемией COVID-19, может быть успешно использовано при инвестициях в определенные области рынка акций. Здесь подходит замечание В. И. Ленина: «Есть десятилетия, когда ничего не происходит, и недели, за которые случаются десятилетия». Чрезвычайные меры, принятые для преодоления кризиса, могут быть только временными. Но мы полагаем, что они приведут к более фундаментальным долгосрочным изменениям в том, как работают компании и совершают покупки потребители, в характере деловых и личных поездок, а также в средствах коммуникации.

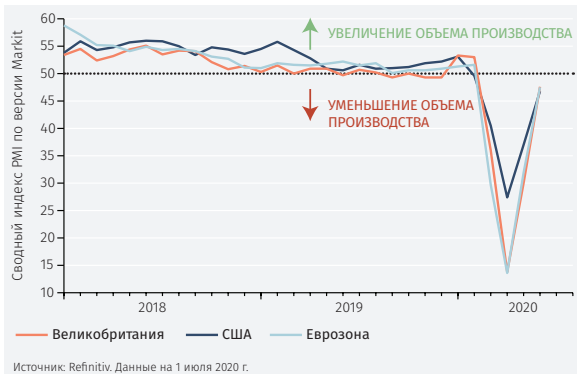
В этом смысле возврат к клауду, существовавшему до COVID-19, крайне маловероятен. Это означает, что, несмотря на определенный ажиотаж по поводу возможности восстановления по V-образной кривой (на которую указывают некоторые индикаторы, см. рисунок 5), такая перспектива вряд ли вероятна для всех секторов экономики. Последствия для различных областей будут очень разными. В целом мы полагаем, что восстановление по-прежнему с большей вероятностью будет происходить по U-образной кривой или кривой в форме «свуша» (эмблема компании Nike) — то есть начнется позже или будет замедляться с течением времени.

Отрицательный момент заключается в том, что для некоторых компаний ущерб наверняка будет фатальным. Другие выйдут из кризиса полностью преобразованными. Будут явные победители и проигравшие: эта тенденция уже отражена в отраслевых показателях мировых рынков акций. В самом общем плане секторы, основанные на высоких технологиях, виртуальной коммуникации и электронной коммерции, выигрывают, а компании, деятельность которых подразумевает личное присутствие клиентов и физическое оказание услуг или продажу товаров, пострадают, — хотя, конечно, здесь будет много нюансов.

Следующий ход: внимание приковано к политическим событиям в США

Влияние этих изменений на национальную и мировую политику будет главным вопросом во втором полугодии. В США пристальное внимание будет приковано к президентским выборам, которые

5. Похоже на "V"



состоится 3 ноября. Часто результаты таких выборов можно предсказать, проанализировав динамику ключевых экономических показателей (рост занятости и доходов, наличие рецессии и т. п.). Но в мире после пандемии подобный стандартный анализ может оказаться менее точным.

Конечно, будет проводиться много опросов, но их результаты могут быть ненадежными. Например, в июне 1988 года Джордж Буш — старший отставал от кандидата Демократической партии на 12 процентных пунктов, но в результате победил с перевесом в восемь. В 2016 году даже опросы, проведенные в день выборов, предполагали победу Хиллари Клинтон. Результаты голосования в ключевых неопределенных штатах будут иметь решающее значение, а тенденции в них указывают на то, что разрыв будет минимальным.

Тех, кого утомляют сложности такого политического анализа, может заинтересовать другой способ: с 1984 года динамика фондового рынка (см. рисунок 6) служит идеальным индикатором для прогноза результатов выборов. Если в течение трех месяцев до выборов наблюдается рост, партия, находящаяся у власти, побеждает, если спад — проигрывает. В таком свете президент Трамп должен надеяться, что рост фондового рынка продлится до 3 ноября.

6. Фондовый рынок и президентские (пере)выборы в США



ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

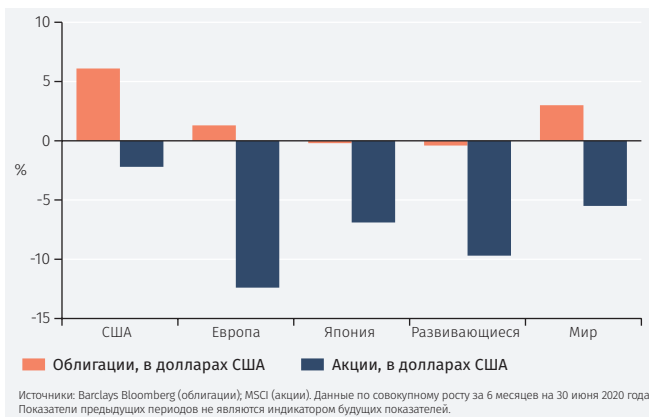
Во втором квартале 2020 года рынки акций оправились от спадов первого квартала. Рост 10-летних облигаций США составил 14 %. Ключевой характеристикой периода была слабость австралийского, канадского и новозеландского долларов, а также фунта стерлингов.

Показатели финансовых рынков

Согласно индексу MSCI World, выраженному в долларах США, в первой половине 2020 года мировые рынки акций упали на 5,5 % (см. рисунок 7). Тем не менее кварталы, составляющие первое полугодие, разительно отличались: во втором произошло стремительное восстановление после спадов, наблюдавшихся в первом. Более того, во втором квартале положительная динамика на мировом рынке акций была самой значительной со времен второго квартала 2009 года. Оба периода характеризовались интенсивными мерами поддержки экономики в условиях значительной неопределенности.

В первом полугодии рост мирового рынка облигаций по индексу Bloomberg Barclays Global Aggregate Index составил 3,0 %⁴. Облигации США (по индексу Bloomberg Barclays US Aggregate Index) выросли на 6,1 %, а облигации развивающихся рынков, восстановившись после слабого первого квартала, показали за первое полугодие умеренно отрицательный совокупный результат.

7. Динамика финансовых рынков

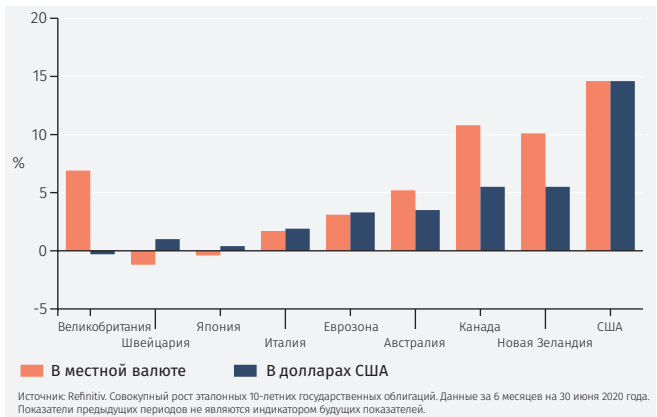


Рынки облигаций

Ставки доходности снизились по облигациям со всеми сроками погашения, но облигации с более длительным сроком погашения в целом показали более высокий общий рост. Например, совокупный рост 10-летних государственных облигаций США за первое полугодие составил 14,6 % (см. рисунок 8). Рост в евро на рынках государственных облигаций еврозоны с 10-летним сроком погашения был ниже, но в пересчете на доллары США динамика была несколько более положительной благодаря укреплению евро. В еврозоне совокупный рост был самым высоким у государственных облигаций Германии и Франции, хотя к концу периода Европейский центральный банк покупал больше итальянских и испанских облигаций.

Доходность по 10-летним государственным облигациям Австралии, Канады и Новой Зеландии упала ниже 1 %. Доходность по 10-летним казначейским облигациям Великобритании к концу периода

8. Динамика рынка облигаций

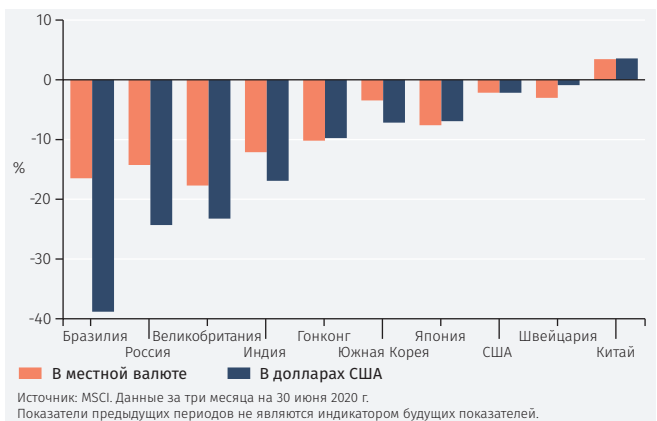


снизились до уровня всего 0,2 %. Следовательно, на этих рынках наблюдался интенсивный рост в местных валютах. Однако в пересчете на доллары США он во всех случаях был меньше из-за снижения курсов.

Рынки акций

За первую половину этого года падение рынка акций США (см. рисунок 9) составило около 2 % с учетом выплаченных дивидендов: резкий рост во втором квартале компенсировал большую часть потерь в первом. В Китае рост во втором квартале был еще выше, что привело к незначительно положительной общей динамике за первое полугодие. Восстановление на британском рынке акций было более сдержанным, и, кроме того, ощущалось негативное влияние слабости фунта стерлингов, что привело к падению на 23 % за первое полугодие в долларовом выражении. В Бразилии, в результате негативных последствий кризиса из-за COVID-19, спад составил 39 % в долларовом выражении.

9. Динамика рынка акций



⁴ Индекс Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index — это бенчмарк государственных облигаций и корпоративных долговых обязательств инвестиционного уровня на развитых и развивающихся рынках 24 стран.

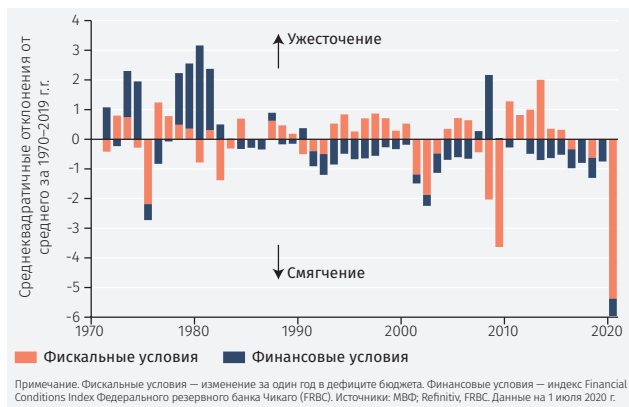
По прогнозам, совокупное смягчение фискальных и финансовых условий значительно превзойдет аналогичные меры предыдущих кризисов: нефтяного потрясения 1970-х, краха «доткомов» и финансового кризиса в результате субстандартного кредитования / мирового финансового кризиса. Принесет ли это ожидаемый результат?

Смягчение фискальных и финансовых условий

США отреагировали на кризис COVID-19 комбинированным смягчением фискальных и финансовых условий в невиданных ранее масштабах (см. рисунок 10).

Согласно последним прогнозам МВФ, в 2020 году дефицит государственного бюджета достигнет 24 % ВВП, то есть увеличится в четыре раза по сравнению с 2019 годом. Этот рост сопоставим с тем, который наблюдался во время Второй мировой войны (в 1943 году дефицит достиг 27 % ВВП, хотя до начала войны бюджет был почти сбалансированным)⁵. Смотря на это под несколько иным углом, увеличение дефицита бюджета составляет почти шесть среднеквадратичных отклонений. Такое выражение фискального смягчения позволяет сравнить его с индексом Financial Conditions Index Федерального резервного банка Чикаго (который также выражается как количество среднеквадратичных отклонений от среднего). Этот параметр, рассчитываемый еженедельно с 1971 года, оценивает условия на денежных рынках, рынках долговых обязательств и акций, а также в традиционных и «теневых» банковских системах. С конца марта 2020 года он показывает значительное смягчение условий, особенно на фоне улучшения ситуации (после крайне бедственного положения) на ряде финансовых рынков в результате действий ФРС.

10. Исключительное смягчение политики

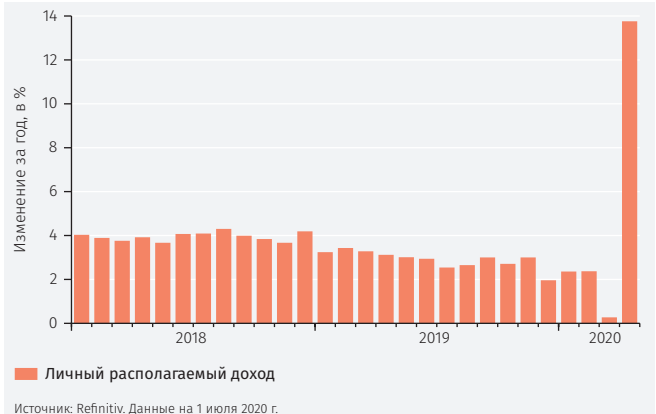


По этому совокупному показателю в 2020 году смягчение фискальных и финансовых условий будет значительно существеннее, чем в период нефтяного потрясения в начале 1970-х, разрыва пузыря «доткомов» в 2001–2002 годах и финансового кризиса в результате субстандартного кредитования / мирового финансового кризиса.

Принесет ли это ожидаемый результат?

Оперативное введение мер фискальной поддержки оказало прямое влияние на располагаемые доходы. В совокупности в мае они резко возросли (см. рисунок 11). Однако реакция потребителей была разной (см. рисунок 12).

11. Располагаемый доход домохозяйств



Наивысший квартал получателей доходов сократил расходы на целых 13 %. Это сокращение было сосредоточено в секторе услуг, где необходимо личное присутствие клиента, таких как посещение ресторанов, досуг и развлечения. Работники в этих отраслях, у которых зачастую низкая оплата труда, пострадали, но их расходы упали не так сильно, особенно после того, как 15 апреля начались стимулирующие выплаты.

12. Расходы домохозяйств



Для стабилизации тенденции расходов потребуется более масштабное возобновление экономической активности, которое осложняет изменяющийся характер экономики. Индекс NASDAQ, где значительную долю составляют акции высокотехнологичных компаний, которые, как ожидается, выиграют от перехода на новую модель экономической активности, дает оптимистичный сигнал в отношении этого изменения. Его рыночная капитализация в настоящее время выше, чем у всех неамериканских рынков акций в мире⁶.

⁵ <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306#deficit-by-year-since-1929>.

⁶ Источник: NASDAQ и MSCI по данным на 1 июля 2020 г.

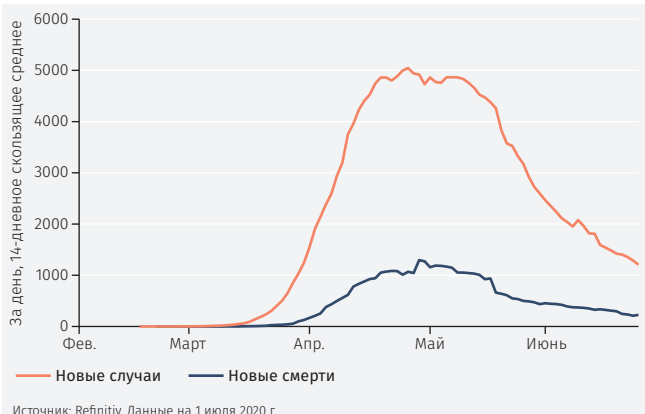
ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Перспективы Великобритании продолжают омрачать три проблемы: текущий кризис в связи с пандемией COVID-19, потенциальные отголоски прошлого в виде избыточного роста денежной массы и кредитования, а также поиск решения по «Брекситу».

Кризис, вызванный коронавирусом

Нельзя сказать, что Великобритания хорошо справилась с кризисом, вызванным коронавирусом. К сожалению, сейчас в этой стране самый высокий после Бельгии уровень смертности (на миллион человек) от вируса. Меры экономической политики часто были лишены четкости и связности. Безусловно, Великобритания более уязвима, чем многие другие страны, поскольку тесно взаимосвязана с остальным миром. Лондон по-прежнему является одним из ведущих мировых финансовых центров, и страна играет в мире важную роль в таких сферах, как образование, научные исследования и технологии. В результате в 2020 году у Великобритании ожидается значительное сокращение ВВП (например, по последним прогнозам МВФ оно составит 10,2%). С начала года ее рынок акций отстает от рынков акций других развитых стран, а фунт стерлингов ослабевает. Теперь, когда заболеваемость и смертность от COVID-19 снижаются (см. рисунок 13), ключевой вопрос заключается в том, сохранится ли это ослабление. Основную обеспокоенность вызывает вопрос о том, ждет ли Великобританию вторая волна инфекции после возобновления экономической активности.

13. COVID-19 в Великобритании: заболеваемость и смертность

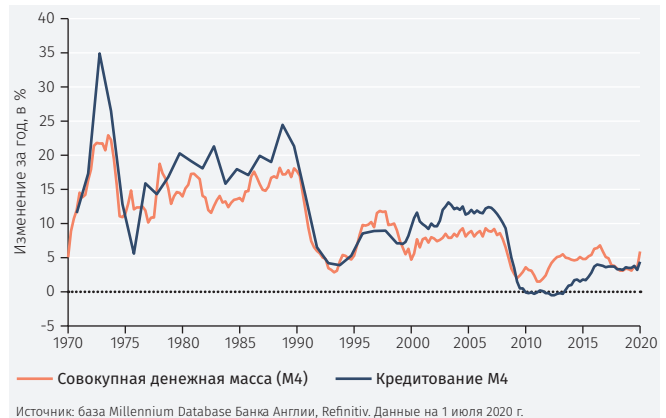


Рост кредитования и денежной массы

Одной из долгосрочных проблем британской экономики является периодический чрезмерный рост денежной массы и кредитования. Во многом в результате мер экономической политики, принятых для борьбы с пандемией, оба показателя снова начали расти (см. рисунок 14). Конечно, темпы роста не такие быстрые, как в 1970-х годах, когда последовала гораздо более высокая инфляция. Однако некоторые опасаются, что повышение инфляции — это только вопрос времени, учитывая ускорение роста денежной массы и другие структурные изменения.

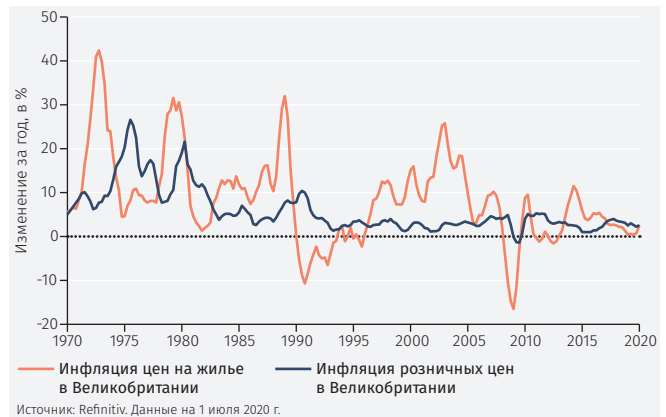
Мы полагаем, что беспокойство преувеличено. На самом деле более вероятно, что инфляция в Великобритании останется сдержанной. В прошлом ускорение роста денежной массы было обусловлено более интенсивным ростом кредитования, что, в свою очередь, часто являлось результатом либерализации в финансовой системе. В нынешних условиях ускорение роста кредитования во многом отражает правильные механизмы льготного кредитования для бизнеса, призванные помочь в преодолении трудностей, вызванных COVID-19. Эти кредиты вряд ли будут погашены в полном

14. Рост денежной массы и банковское кредитование в Великобритании



объеме. С этой точки зрения рост кредитования в некоторой степени иллюзорен. Более интенсивный рост кредитования вряд ли приведет к буму на рынке жилья и росту цен на жилье. Соответственно, поскольку в прошлом в Великобритании инфляция цен на жилье была ведущим фактором общей инфляции (см. рисунок 15), мы считаем, что инфляция останется сдержанной.

15. Цены на жилье и инфляция в Великобритании



Стратегия после выхода из ЕС

Поскольку Великобритания не просила продлить переходный период «Брексита» (крайний срок был 1 июля), она выйдет из ЕС в конце года вне зависимости от того, будут ли достигнуты договоренности. Вероятная гибкость британского правительства и умение ЕС находить компромиссы в последнюю минуту позволяют предположить, что до конца года будет принято согласованное решение. Это не означает, что будут достигнуты все договоренности. Скорее всего, будет согласован основной план, а обсуждение деталей растянется на последующие месяцы и годы. Нам по-прежнему кажется, что фунт стерлингов недооценен, но пока прогнозы по поводу экономики и «Брексита» не станут более ясными, мало кто будет проявлять энтузиазм в отношении валюты и активов Великобритании.

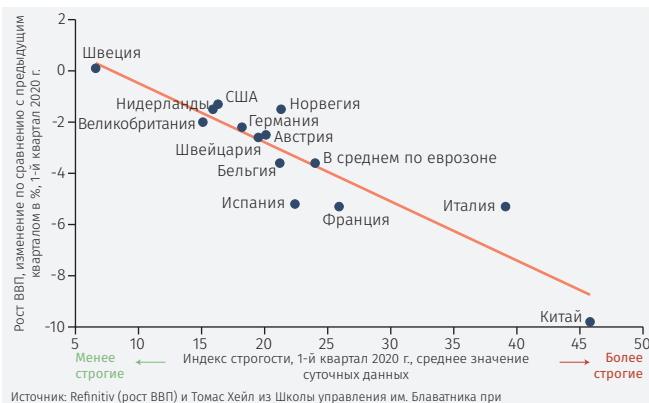
ЕВРОЗОНА

Во второй половине 2020 года в центре внимания будет прогресс в ослаблении режима самоизоляции в еврозоне. Акцент сместится на дальнейшие меры поддержки, такие как Фонд экономического восстановления ЕС.

Влияние самоизоляции на ВВП

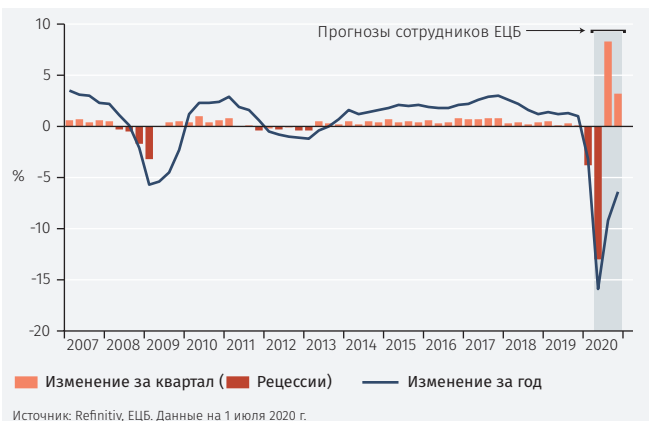
Во многих странах еврозоны происходит ослабление режима самоизоляции, и есть некоторые свидетельства восстановления экономической активности. Тем не менее последние данные о росте ВВП относятся к первому кварталу 2020 года, значительная часть которого предшествовала введению самоизоляции. В том квартале существовала достаточно тесная связь между строгостью режимов самоизоляции и ростом ВВП (см. рисунок 16). В еврозоне ВВП снизился на 3,5 %, а средний показатель строгости (по шкале от 0 до 100, где более высокий показатель соответствует более строгому режиму самоизоляции) составлял 24. Швеция (не входит в еврозону) применила наименее строгие меры самоизоляции, и у ее ВВП наблюдался скромный рост. Ограничительные меры в Италии были самыми строгими, и падение ее ВВП составило 5,3 %.

16. Строгость самоизоляции и рост ВВП



Во многом из-за того, что режим самоизоляции действовал почти весь второй квартал, средний показатель строгости для еврозоны в этот период был почти в три раза выше. В этом квартале ВВП резко сократится (данные будут доступны в конце июля). Прогнозы сотрудников Европейского центрального банка, показанные на рисунке 17, предполагают падение ВВП на 13 % с последующим

17. Рост ВВП еврозоны



стремительным ростом. Конечно, в этом отношении присутствует значительная неопределенность.

Меры экономической политики

Как и в других странах с развитой экономикой, принятые меры экономической политики были существенными. В мае было объявлено о создании Фонда экономического восстановления ЕС в размере 750 млрд евро, который предназначен для предоставления грантов и кредитов на территории всей еврозоны. Некоторые с энтузиазмом отзывались о его формировании как о европейском «достижении Гамильтона»⁷ — приходе долгожданной централизованной фискальной политики. Однако пока создание фонда еще не согласовано, он вряд ли начнет выделять средства раньше 2021 года, также он не предназначен для покрытия непогашенных задолженностей государств-членов.

Отдельные страны применяют собственные фискальные программы. Некоторые из них носят масштабный характер. По оценкам МВФ, меры, связанные с дополнительными расходами и недополученными поступлениями, составляют 8 % ВВП в Германии и 2,5 % ВВП во Франции, Италии и Испании. Объем мер, связанных с кредитами, гарантиями и вливаниями капитала, еще больше: в среднем в этих четырех странах он составляет 25 % ВВП. Мы ожидаем, что меры, основанные на повышении расходов и сокращении поступлений в бюджет, будут более эффективными в поддержании экономики. В отношении степени использования и эффективности кредитов, гарантий и вливаний капитала на данном этапе сохраняется неопределенность.

Покупки облигаций ЕЦБ

Одной из мер экономической политики, сразу возымевших очевидное действие, стало изменение принципов приобретения облигаций со стороны ЕЦБ. Ограничение на долю суверенных облигаций отдельных стран, которые можно приобрести в рамках программы покупки активов, было ослаблено. Это позволило снова сузить спреды доходности относительно Германии, расширившиеся (особенно у Италии) в начале 2020 года (см. рисунок 18). Этот спред, вероятно, является ключевым показателем убедительности политики еврозоны. Кроме того, за ним можно наблюдать в реальном времени.

18. Спреды доходности в еврозоне



⁷ При первом министре финансов США Александре Гамильтоне федеральное правительство взяло на себя и оплатило все долги, которые отдельные штаты накопили в течение Войны за независимость.

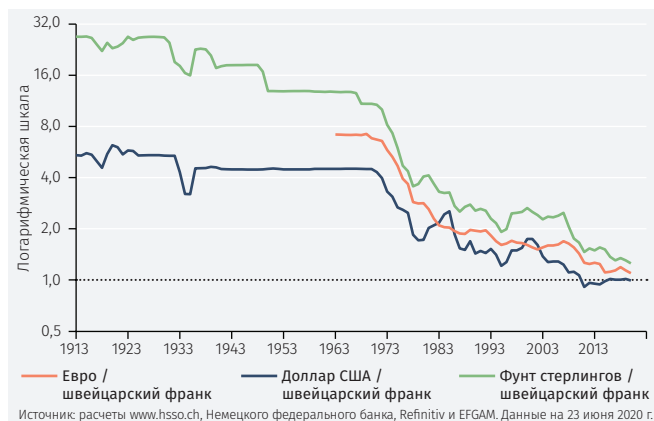
ШВЕЙЦАРИЯ

Размышляя о недавнем укреплении швейцарского франка, целесообразно начать с более долгосрочной перспективы. Она показывает, что валюта остается умеренно переоцененной в реальном выражении и, вероятно, ее курс немного снизится.

Тенденция валютных курсов швейцарского франка с 1913 года

На рисунке 19 показаны валютные курсы швейцарского франка по отношению к евро начиная с 1963 года и по отношению к доллару США и британскому фунту стерлингов начиная с 1913 года. После периода относительной стабильности, длившегося до 1930-х годов, Великая депрессия вызвала первую волну повышения курса швейцарского франка. После единственного ослабления швейцарской валюты в 1936 году курс доллара США к ней оставался неизменным до 1971 года. Это отражало фактическое соблюдение Швейцарией Бреттон-Вудского соглашения, предусматривавшего фиксированные валютные курсы.

19. Валютные курсы швейцарского франка с 1913 года



В течение 1960-х годов рост дефицита бюджета и инфляции в США вызывали ослабление американского доллара. В августе 1971 года, когда Швейцария уже отказалась от Бреттон-Вудской системы, США приостановили конвертируемость доллара в золото, что ознаменовало начало режима плавающих валютных курсов и повышательного тренда для курса швейцарского франка.

Реальные и номинальные курсы

Повышение валютного курса не представляет угрозы для конкурентоспособности страны, если оно соответствует разнице между инфляцией в самой стране и у ее торговых партнеров. Реальный обменный курс — с поправкой на инфляцию — в этом случае будет стабильным. На рисунке 20 показаны торгово-взвешенные индексы номинальных и реальных эффективных валютных курсов швейцарского франка (обозначенные аббревиатурами NEER и REER соответственно)⁸. С 1973 года NEER франка вырос более чем на 300 %, но REER остался в относительно узком диапазоне. Более внимательный взгляд на REER швейцарского франка позволяет выделить периоды повышения (затененные области на рисунке 20) и понижения курса⁹. На эти колебания сильное влияние оказывали изменения в денежно-кредитной политике Швейцарии и других стран.

20. Торгово-взвешенные индексы для швейцарского франка



В последний раз достигнув максимума после отмены минимального курса по паре евро / швейцарский франк в январе 2015 года, REER упал на 8 %, чему способствовало усиление интервенций Национального банка Швейцарии на валютных рынках. Тем не менее прошлая динамика REER швейцарского франка показывает, что за пиком часто следует длительное снижение. Более того, простая эконометрическая модель REER швейцарского франка, рассчитанная за период выборки с января 1973 года по декабрь 2015 года, прогнозирует падение REER с января 2016 года (см. рисунок 21)¹⁰.

21. REER швейцарского франка и прогноз по эконометрической модели



Также эта модель показывает, что REER швейцарского франка переоценен лишь в умеренной степени, учитывая активное вмешательство Национального банка Швейцарии. Принимая во внимание политику интервенций на валютном рынке, которой придерживается Национальный банк Швейцарии, вероятно, что небольшое снижение реального валютного курса швейцарского франка продолжится.

⁸ В анализе учитывается индекс реального эффективного валютного курса (REER), скорректированный по индексу цен производителей (PPI), поскольку он лучше отражает относительное изменение цен на товары, используемые во внешней торговле.

⁹ Период роста курса длится от значительного спада до значительного пика. Значительным спадом считается тот, который ниже предыдущего и последующего незначительных спадов и находится минимум на два стандартных отклонения ниже тренда. Соответственно, значительным пиком считается тот, который выше предыдущего и последующего незначительных пиков и находится минимум на два стандартных отклонения выше тренда. Исключением является период 2008–2015 годов, в котором пик после отмены минимального валютного курса считается концом периода повышения курса швейцарского франка.

¹⁰ В данной модели ежемесячное изменение REER оценивается как функция его прошлых изменений и функция разрыва между его уровнем и базовой тенденцией.

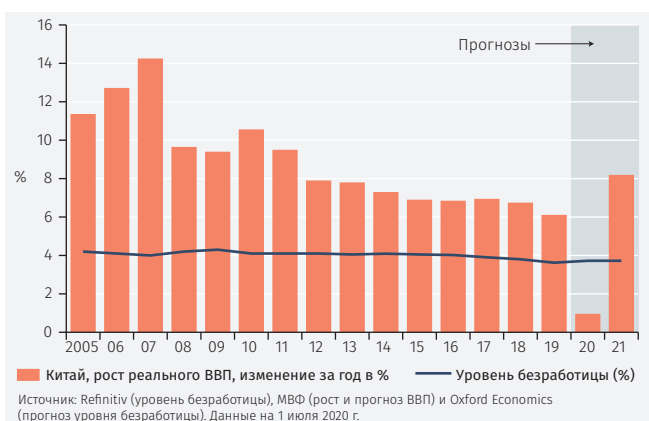
АЗИЯ

К концу года Китай почти наверняка объявит, что в стране больше нет бедности. После этого внимание будет сосредоточено на неравенстве. Но можно ли его уменьшить без ущерба для экономического роста?

Рост ВВП и занятость населения в Китае

По прогнозам, в 2020 году Китай будет единственной из ведущих стран, у которой экономика выросла. Хотя рост составит всего 1% — это будет самым низким с конца 1970-х годов, — уровень безработицы, вероятно, останется практически неизменным (см. рисунок 22).

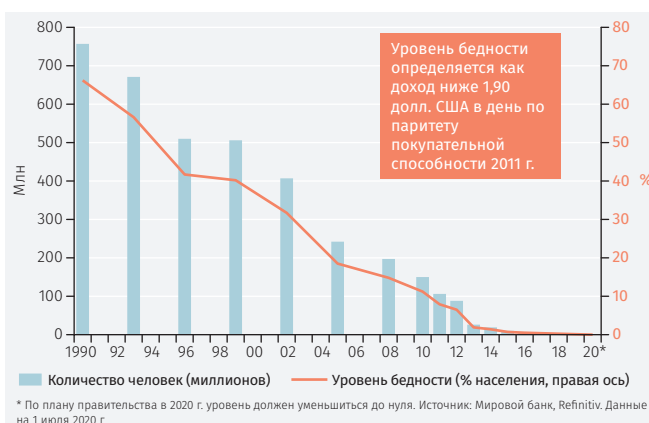
22. Китай: рост ВВП и безработица



Закрепленный уровень во многом объясняется безработицей в городах и тесно связан со статусом 236 миллионов китайских трудовых мигрантов. Система хукоу позволяет им регистрироваться для получения социальных льгот по месту работы (обычно в городе). Однако в последнее время трудовые мигранты относительно редко пользуются возможностью такой регистрации: они часто предпочитают сохранять статус сельских жителей (обычно это дает им такие выгоды, как владение землей и доступ к социальным услугам). Даже для тех, кто зарегистрирован в системе хукоу в городе, финансовая выгода от статуса безработного низка.

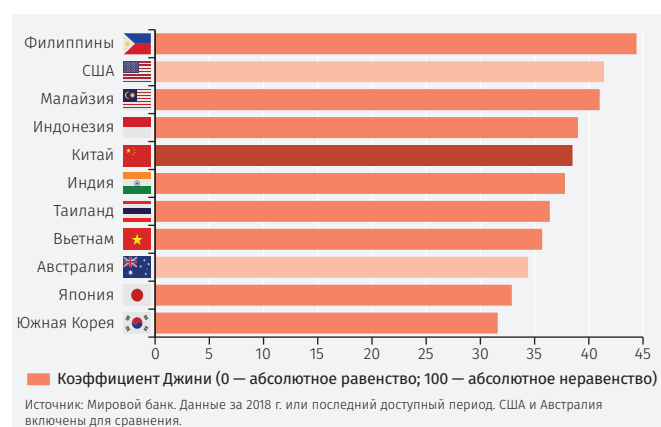
Хотя по этим причинам уровень безработицы остается низким, борьба с бедностью идет ускоренными темпами (см. рисунок 23). Правительство, весьма вероятно, заявит, что его цель по ликвидации бедности населения к концу 2020 года достигнута. Несмотря на это, две пятых населения имеют средний доход менее 1000 юаней

23. Китай: борьба с бедностью



(141 долл. США) в месяц. С другой стороны, резко возросло число городских жителей с высокими доходами. В результате неравенство доходов в Китае почти так же высоко, как в США (хотя все еще ниже, чем в ряде других азиатских стран). Некоторые считают, что решение этой проблемы станет следующей целью китайского правительства. Однако ограничение оплаты труда в частном секторе вряд ли будет способствовать достижению долгосрочных целей Китая в сфере экономического роста.

24. Неравенство доходов в Азии



Япония: неожиданно масштабное стимулирование

Между тем Япония объявила о значительном смягчении фискальной политики. Объем бюджетного стимулирования составляет 12% ВВП, а внебюджетной поддержки — в два раза больше, что делает комплекс мер, принятый в Японии, одним из самых масштабных в мире. Он не только призван компенсировать негативное воздействие коронавируса, но и отражает беспокойство в отношении очередного ослабления внутренней экономики (см. рисунок 24). Тем, кто считал, что очень высокий государственный долг Японии ограничивает ее возможности повысить уровень заимствования, пришлось пересмотреть свое мнение. Как и в других странах, фондовый рынок положительно отреагировал на смягчение условий.

25. Япония: розничные продажи



ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Страны Латинской Америки приняли очень разные меры для сдерживания пандемии COVID-19 и достигли в этой сфере разных результатов. Ослабление фискальной политики имело ограниченный характер, но процентные ставки были снижены, и возможно дальнейшее смягчение монетарной политики.

Меры в ответ на COVID-19

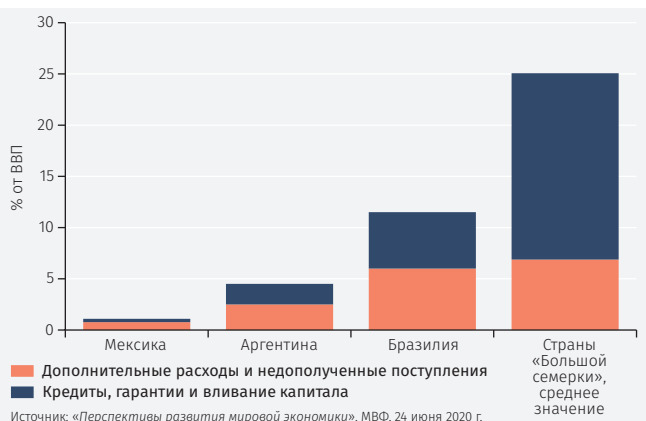
Одну из крайностей в реакции на пандемию COVID-19 среди стран Латинской Америки представляет Бразилия. Президент Болсонару, первоначально отрицавший риски вируса (он говорил, что «это просто насморк»), выступил против режима самоизоляции, сосредоточившись на попытках сохранить экономическую активность. Тем не менее к 1 июля 2020 года Бразилия заняла второе место в мире по заболеваемости и смертности от COVID-19, а сокращение ВВП Бразилии в 2020 году (9,1% по прогнозам МВФ в июне 2020 года) столь же велико, как и в странах с более жестким режимом самоизоляции. Президент Мексики Андрес Мануэль Лопес Обрадор на ранних стадиях распространения COVID-19 был так же спокоен. «Мы продолжим жить как обычно», — сказал он в марте.

26. Заболеваемость COVID-19 и строгость самоизоляции



В Чили, которая изначально успешно сдерживала вирус, заболеваемость на миллион населения сейчас выше, чем в США. Однако в этом регионе, как и в Азии, нет прямой связи между строгостью режима самоизоляции и заболеваемостью (см. рисунок 26). В Уругвае, где ограничительные меры мягче, чем в других странах региона, зарегистрировано меньше случаев инфицирования и только 27 смертей.

27. Меры фискальной политики в ответ на кризис



Меры фискальной и денежно-кредитной политики

В условиях и без того высокого уровня дефицита государственных бюджетов и задолженностей Латинской Америке не хватает фискального пространства, чтобы принимать компенсационные меры по стимулированию. Масштаб мер был меньше, чем в ведущих странах с развитой экономикой (см. рисунок 27). У Перу, Чили и Колумбии больше фискального пространства, чем у других стран, но они стремятся избежать крупномасштабного фискального стимулирования после прогресса в сокращении дефицита, с трудом достигнутого в течение многих лет.

Возможностей для смягчения денежно-кредитной политики больше, особенно в Бразилии, где резко снизилась инфляция (см. рисунок 28). Тем не менее как в Бразилии, так и в Мексике последствия слабости валюты (см. рисунок 29) могут способствовать росту инфляции, что усложняет задачу смягчения политики. Перу и Чили, где уже установлены низкие официальные процентные ставки, при необходимости могут использовать количественное смягчение (которое пока не свойственно денежно-кредитной политике латиноамериканского региона).

28. Бразилия: инфляция, процентные ставки и доходность облигаций



Латинская Америка, несомненно, выдержит эту бурю, но свидетельства, подтверждающие улучшение перспектив, могут появиться не раньше 2021 года.

29. Слабость валют



ТЕМА НОМЕРА: ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ, СОЦИАЛЬНЫЕ И УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ ПОСЛЕ COVID-19

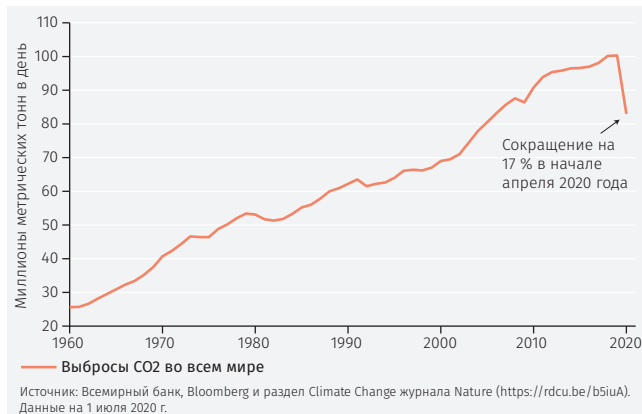
Существует несколько способов использовать опыт пандемии COVID-19 для достижения целей инвестирования, связанных с экологическими, социальными и управленческими факторами (которые вместе называют английской аббревиатурой ESG). Главное — перейти на новые методы работы, а не возвращаться к старым.

Опыт пандемии COVID-19 может помочь в достижении нескольких целей, связанных с ESG и изменением климата.

Экологические факторы

Говоря о преимуществах режима самоизоляции, часто указывают на то, что уменьшился шум на дорогах, снизился уровень загрязнения, небо стало чище и слышно пение птиц. Объем выбросов CO₂ сократился на 17 % (см. рисунок 30). Чтобы достичь цели Парижского соглашения — ограничить глобальное потепление до уровня 1,5 °C, — необходимо производить такое сокращение выбросов каждые два года до 2030 года. Таким образом, самоизоляция в некотором смысле позволила всего за четыре месяца достичь сокращения выбросов CO₂, которое нужно было провести за два года. Конечно, подобное сокращение не удастся сохранить после восстановления экономической активности. Однако теперь мы, по крайней мере, увидели, к чему нужно стремиться.

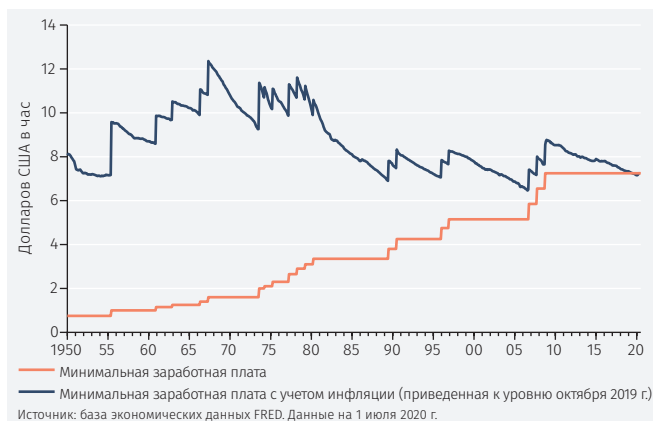
30. Самоизоляция и выбросы CO₂



Социальные факторы

В период самоизоляции одни из самых низкооплачиваемых работников выполняют важнейшие для общества функции во многих ключевых сферах, среди которых здравоохранение, уборка

31. Минимальная заработная плата в США



мусора и доставка. Компаниям и правительствам будет трудно противостоять увеличению оплаты труда таких работников по окончании самоизоляции. В США минимальная заработная плата почти вдвое ниже, чем в конце 1960-х годов (см. рисунок 31).

Кроме того, будут тщательнее контролироваться условия труда и жизни. Ненадлежащие СИЗ (средства индивидуальной защиты) у медицинских работников в Великобритании, стесненные антисанитарные бытовые условия у трудовых мигрантов в Азии и быстрое распространение заболевания в домах престарелых вызвали глубокую обеспокоенность в отношении условий труда по всему миру.

32. Соотношение оплаты труда топ-менеджмента и рядовых работников в США



С 1960-х годов разрыв между заработной платой обычных работников и топ-менеджмента в США увеличился больше чем в десять раз (см. рисунок 32). С усилением внимания к социальному неравенству оправдать такой разрыв будет еще труднее.

Корпоративное управление

В период самоизоляции проводить ежегодные общие собрания часто было невозможно. Замена очных собраний виртуальными — одно из возможных решений, которое позволит повысить посещаемость и сделать активнее участие и контроль. Такие нововведения нужно воспринимать с одобрением. Во время самоизоляции менеджменту часто приходилось принимать важные решения, например о привлечении капитала, сокращении штата и изменении оплаты труда. Благодаря своей легкости и оперативности виртуальная коммуникация, возможно, позволит улучшить контроль над такими решениями. В таком случае ее внедрение следует встречать с одобрением.

Оценить надлежащее корпоративное управление достаточно сложно. Часто акцент делается на легко поддающихся количественной оценке аспектах, таких как гендерное разнообразие и разделение ролей генерального директора и председателя. Они важны и актуальны, но могут не отражать всей гаммы характеристик надлежащего управления¹¹. Использование новых методов коммуникации может облегчить такую оценку.

¹¹ Замечание Джейсона Джея, члена экспертной группы EFGAM Future Leaders, в нашем недавнем подкасте Beyond the benchmark, выпуск 13.

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 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 консультативные по вопросам, связанными 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, зарегистрированных 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 регулируемым 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.

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 (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 (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 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 AG (идентификационный номер T03FC6371J) 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 «правомочными 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.