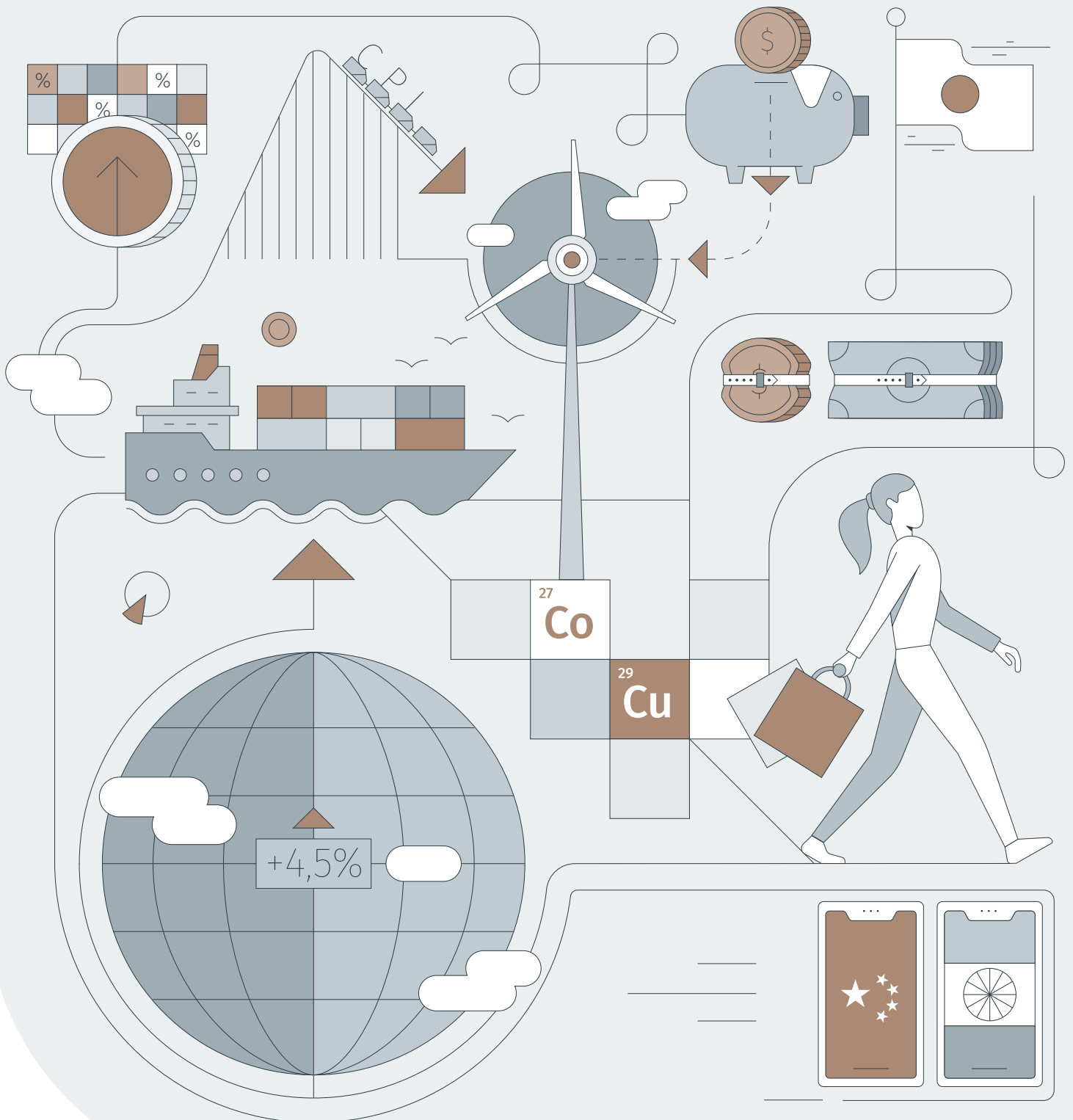


2022



OUTLOOK

Наши топ-10 тем на предстоящий год



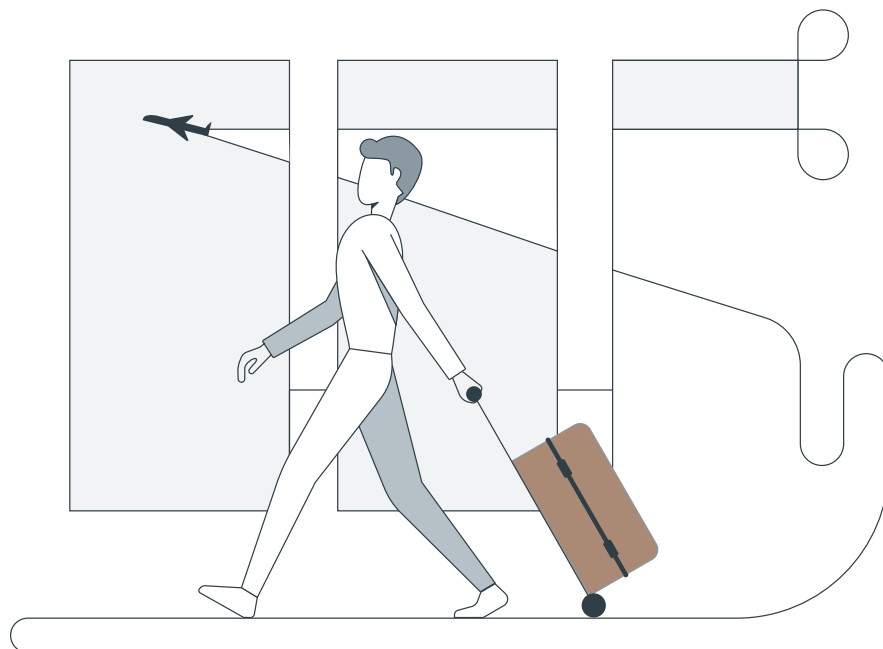
Тема

1

Верно

Синхронизированное восстановление мировой экономики

Мы думали, что в 2021 году экономический рост будет восстанавливаться синхронно по всему миру. Так и произошло.



Согласно последним прогнозам МВФ (от октября), в 2021 году рост мировой экономики составит 5,7%. Ожидается, что экономические показатели всех

основных регионов выросли на 5–6% — подобные темпы синхронного роста редко наблюдались в прошлом.

Общий счет

8/10

Обзор прогнозов на 2021 год

В декабре мы по традиции проверяем обзор прогнозов, опубликованных в прошлом году. Общий счет наших правильных прогнозов составил восемь из десяти.

Тема

2

Верно

Цифровые потребители

Мы полагали, что изменения в структуре потребительских расходов станут ключевой темой на 2021 год: некоторые из них являются логичным продолжением тенденций, предшествовавших пандемии, другие — частью более масштабных структурных изменений.

Переход к розничным онлайн-продажам продолжился, несмотря на сокращение доли онлайн-торговли сразу после отмены режима изоляции (особенно на рынке Великобритании). Переход к онлайн-продажам услуг не отражен в большинстве статистических данных, которые охватывают только продажи физических товаров. Однако рост таких продаж (например, финансовых продуктов, онлайн-игр, загрузки видео и контента в социальных сетях), возможно, является не менее важной тенденцией.

Тема

3

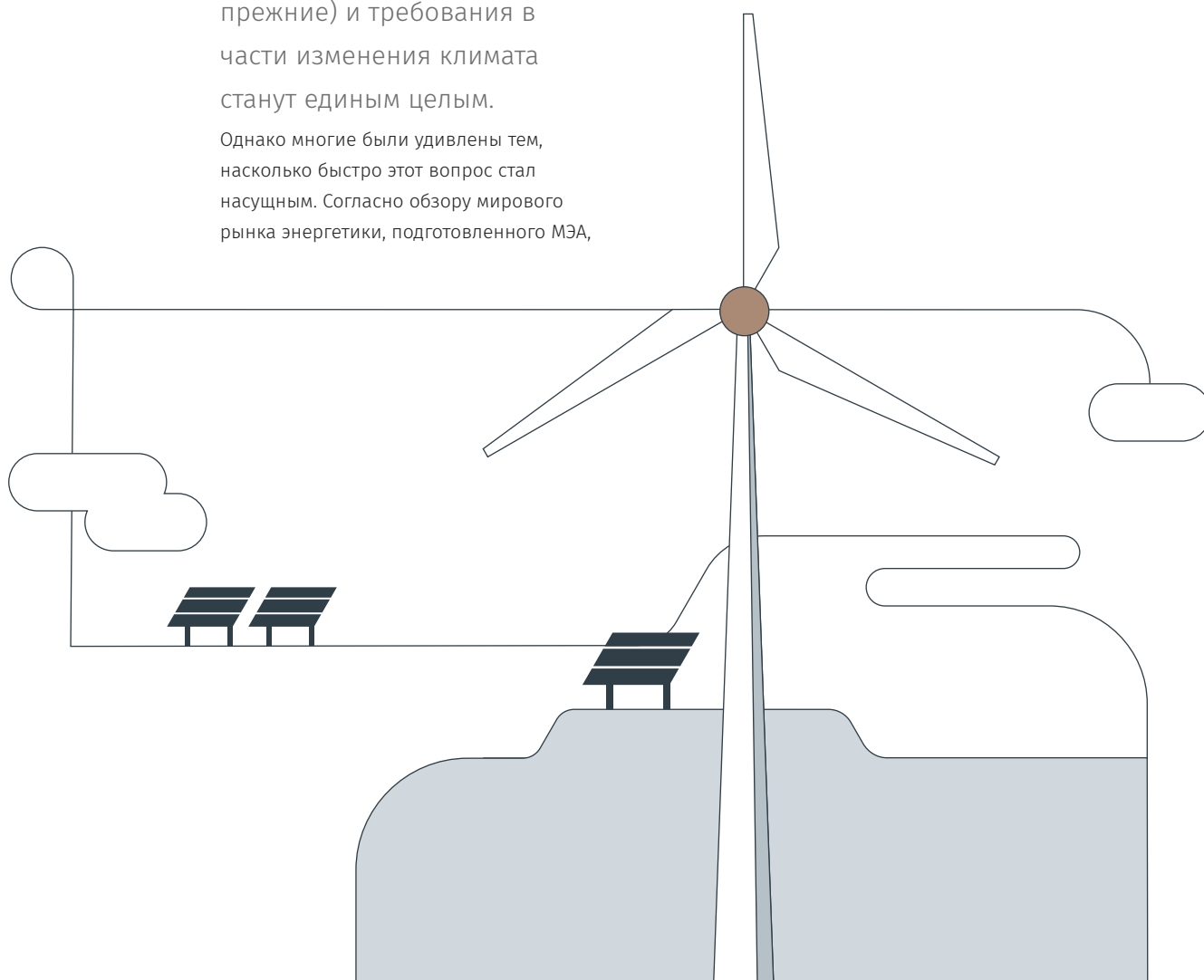
Верно

Изменение климата и творческое разрушение

Ожидалось, что 2021 год станет годом, когда силы творческого разрушения (с новыми технологиями, заменяющими прежние) и требования в части изменения климата станут единым целым.

Однако многие были удивлены тем, насколько быстро этот вопрос стал насущным. Согласно обзору мирового рынка энергетики, подготовленного МЭА,

чтобы ограничить глобальное потепление уровнем в 1,5 °С, потребуется увеличить ежегодные инвестиции в проекты и инфраструктуру чистой энергетики почти до 4 трлн долл. США в год к 2030 году.



Тема

4

Неверно

Инфляция остается низкой

Ожидалось, что инфляция останется на низком уровне.

Но в большинстве стран этого не произошло (заметным исключением стала Япония).

В конце 2021 г. разгорелась острая дискуссия о том, будет ли инфляция расти на временной или постоянной основе. Мы полагаем, что это временное явление. Более того, рыночные прогнозы будущей инфляции по-прежнему остаются достаточно стабильными, близкими к целевым показателям центральных банков в 2%.

Тема

5

Верно

Продолжение экономического вмешательства

Как и ожидалось, в 2021 г. государственные расходы по-прежнему составляли значительную долю ВВП.

В настоящее время принимаются меры либо по увеличению налогов для финансирования более высоких расходов (как в США и Великобритании), либо по некоторому ограничению расходов. Но это противоречит необходимости тратить средства на инфраструктуру чистой энергетики (правительствам придется раскошелиться, хотя большая часть средств будет поступать из частного сектора).

Тема

6

Верно

Сохранение возможностей на облигационных рынках

Мы полагали, что, несмотря на низкую доходность на основных рынках государственных облигаций развитых стран и невысокие перспективы прироста капитала,

существовали привлекательные возможности в трех других областях рынков облигаций: долговые обязательства наиболее обеспеченных государств, бумаги развивающихся стран и конвертируемые облигации. Эти сегменты действительно показали более высокую динамику, чем мировые суверенные облигации и корпоративные облигации инвестиционного уровня.

Тема

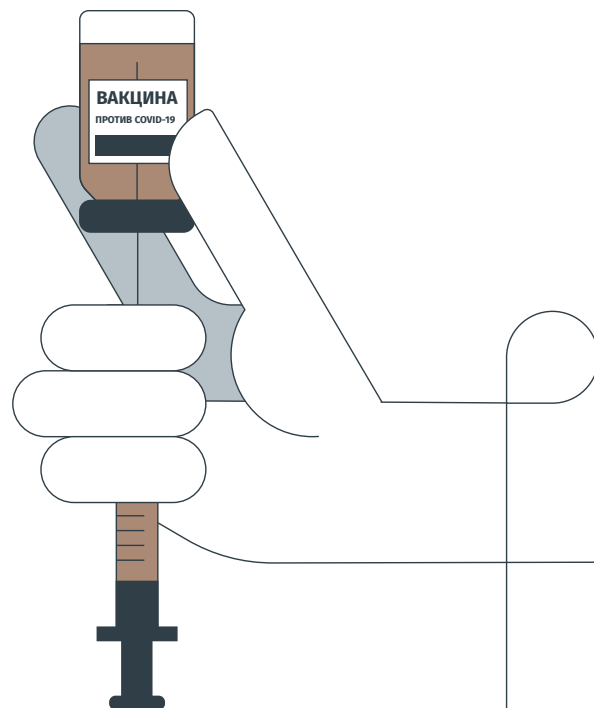
7

Частично
верно

Привлекательность малых компаний

Мы прогнозировали лучшие показатели малых компаний по сравнению с компаниями с высокой рыночной капитализацией.

В случае с Китаем, другими развивающимися рынками и Азиатско-Тихоокеанским регионом, за исключением Японии, наши прогнозы оправдались: акции с низкой капитализацией значительно превзошли акции с высокой капитализацией. Однако результативность акций с высокой капитализацией превзошла показатели акций с низкой капитализацией в США и Японии; а в Европе динамика этих двух секторов была в целом схожей.



Тема

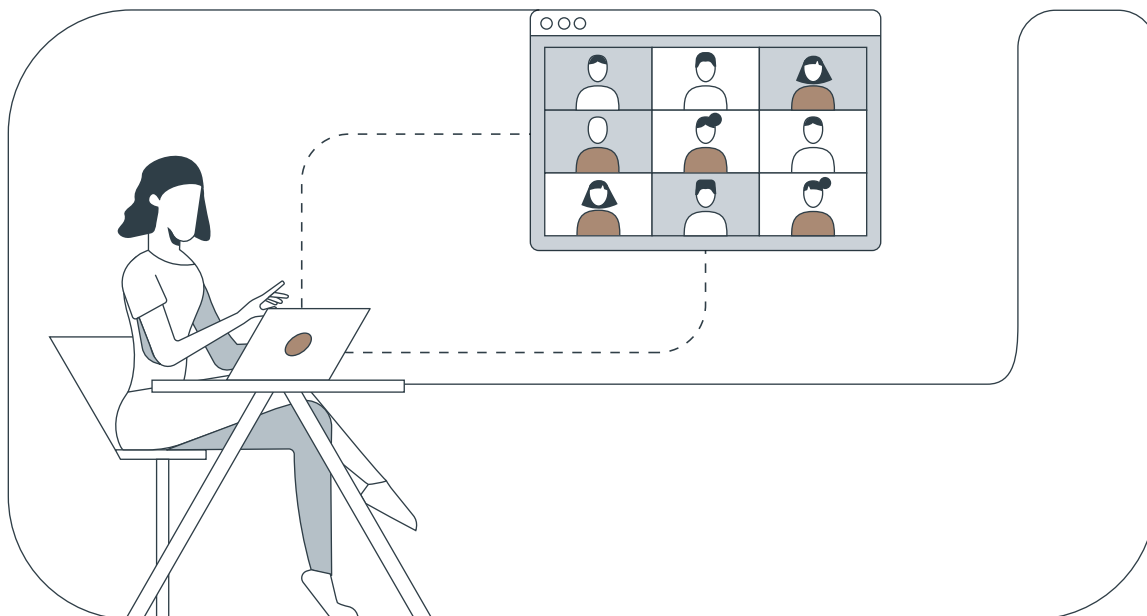
8

Верно

Укрепление технологических гигантов

Ожидалось, что в 2021 г. крупные технологические компании США укрепят свои позиции на рынке.

Мы считали, что генерирование крупных денежных потоков и сильные балансы таких компаний оправдывают их оценочные коэффициенты и что такие компании останутся успешными после нескольких лет высоких показателей. Так и произошло, и в 2021 г. технологический сектор показал более высокие результаты, чем рынок в целом (вне высоких технологий).



Тема

9

Частично
верно

Возможности сектора здравоохранения

Несмотря на привлекательные оценки сектора и поддерживающие его структурные факторы,

в 2021 г. сектор здравоохранения США уступил по показателям американскому индексу S&P 500 в целом. Тем не менее его доходность с начала года до 1 декабря 2021 г. была существенно положительной (15,7%), и некоторые компании сектора отличились значительными результатами.

Тема

10

Верно

Новые формы глобального сотрудничества

В 2021 г. понятие глобального сотрудничества было переосмыслено и улучшено в нескольких ключевых аспектах.

Несмотря на сохраняющуюся напряженность в отношениях между США и Китаем, а также между Великобританией и ЕС, меры по борьбе с изменением климата и установлению общей минимальной ставки корпоративного налога стали заметными вехами на пути к расширению сотрудничества.

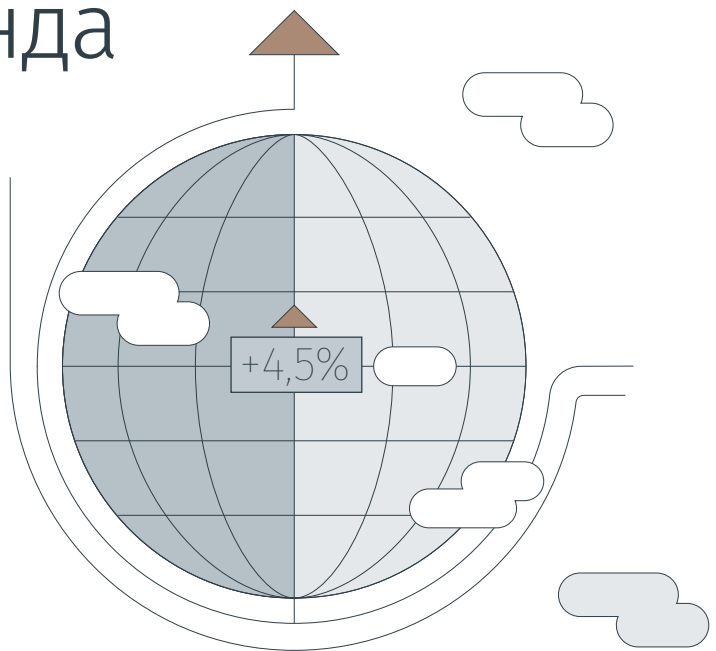
Наши **топ-10 тем** на предстоящий год

1

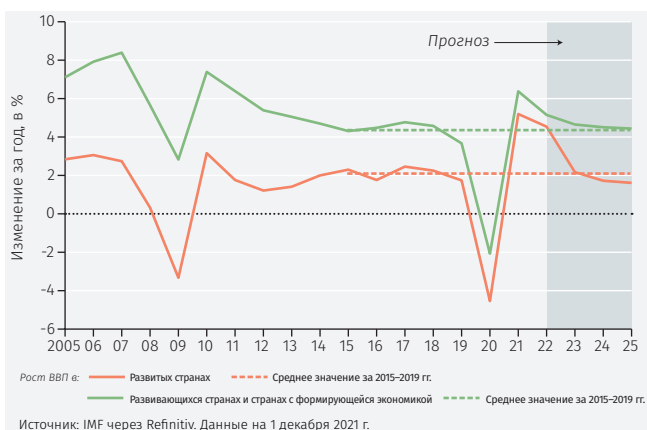
Рост мировой экономики выше тренда

Ожидается, что рост мировой экономики сохранит сильные позиции в 2022 г. и составит около 4,5%. Темпы роста будут выше, чем до пандемии, но замедлятся в 2023 г.

Ожидается, что в 2022 г. показатели роста мировой экономики останутся высокими и составят около 4,5% в странах с развитой экономикой и 5% в странах с формирующейся экономикой и развивающихся странах (см. рисунок 1а). Однако после мощного завершения 2021 года и с учетом возобновления ограничений из-за штамма Covid Omicron 2022 год, скорее всего, начнется на слабой ноте.



1а. Рост мирового ВВП: выше тренда в 2022 г.

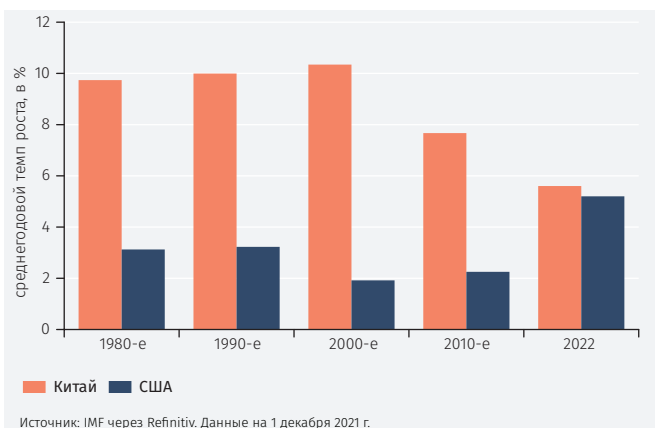


Такие темпы роста в развитых странах более чем в два раза превысят показатель 2,1%, который наблюдался в течение пяти лет до пандемии. Это будет обусловлено дальнейшим прогрессом в борьбе с Covid (в особенности увеличением количества вакцинированных граждан в странах, отстающих по этому показателю, и внедрением новых методов лечения, в частности медикаментов от Covid), а также сокращением накопленных сбережений, восстановлением запасов и устранением узких мест в цепочках поставок. После этого темпы роста в развитых странах в последующие годы снизятся до долгосрочных уровней потенциального роста около 1,5–2%.

В 2022 г. экономический рост в развивающихся странах и странах с формирующейся экономикой будет лишь немного выше среднего показателя до пандемии Covid. Наиболее важно то, что экономический рост Китая замедлится до приблизительно 5%, хотя по общепринятым меркам такой рост можно по-прежнему считать относительно высоким.

В 2022 г. впервые за последние десятилетия темпы экономического роста в США, вполне возможно, приблизятся к показателям Китая (см. рисунок 1b). Поскольку президент

1b. Кто кого?



Байден заявил, что США и Китай соревнуются, пытаясь доказать преимущества западной свободной рыночной экономики или же восточной автократии, — такое развитие событий было бы на стороне США. Это было бы особенно актуально, если бы в Китае разразился полномасштабный кризис на рынках кредитования и недвижимости (надо отметить, что в истории США подобные кризисы происходили неоднократно). Но мы думаем, что этого не случится.

Что касается других частей Азии, мы ожидаем, что сильный импульс региону даст постпандемийное открытие экономик стран АСЕАН, которые являются довольно-таки непрстым объединением, учитывая события в Мьянме, — и Индия, по-видимому, тоже будет активно развиваться. Вакцинация в Индии после медленного старта продвигается очень хорошо, и мы считаем, что реструктуризация экономики — особенно рост сектора электронной торговли — обнадеживает. Бразилия, похоже, погрязнет в политической неопределенности в преддверии президентских выборов, назначенных на конец года, на которых может быть вновь избран бывший президент Лула. И несмотря на преимущества высоких цен на нефть и газ, экономический рост в России, скорее всего, будет вялым.

2

Покупательский бум



В 2022 г., по мере ослабления опасений по поводу пандемии Covid, потребители будут готовы тратить больше, в частности благодаря накопленным сбережениям. Отдых и здравоохранение будут двумя ключевыми направлениями расходования средств.

Высокий отложенный спрос и накопленные сбережения станут подспорьем для восстановления показателей расходов в 2022 г. То, как быстро произойдет этот скачок, зависит, конечно, от прогресса в ослаблении Covid (и, в частности, штамма Omicron), но мы видим, что доверие потребителей неуклонно восстанавливается.

Нехватка предложения (например, новых и подержанных автомобилей) и дефицит квалифицированной рабочей силы (например, для ремонта жилья) способствовали повышательной ценовой тенденции во многих областях потребительских расходов. Мы считаем, что способность компаний влиять на цены останется важной темой, особенно в таких областях, как авиаперевозки, где налицо сокращение объемов предложения.

2a. Мировые избыточные сбережения¹

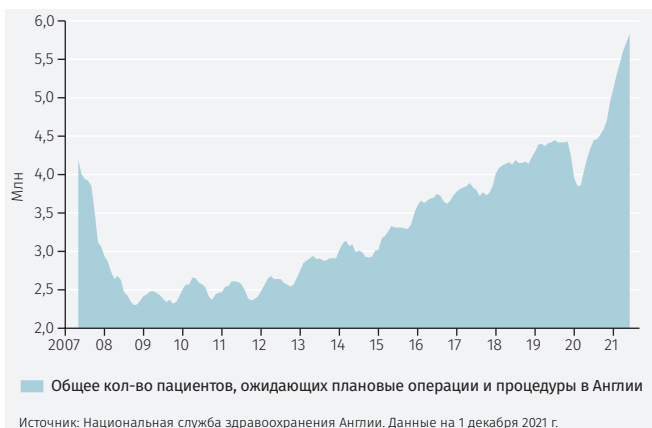


2b. Большая вероятность восстановления расходов на отдых



США и Великобритания, две экономики с большими накопленными избыточными сбережениями (см. рисунок 2a), похоже, получают наибольшую выгоду. Мы видим два основных направления. Во-первых, это расходы на отдых. В США расходы на некоторые категории, такие как развлекательные мероприятия, зарубежные поездки и личная гигиена, все еще значительно ниже уровня, существовавшего до пандемии (см. рисунок 2b). Во-вторых, мы ожидаем, что расходы на здравоохранение увеличатся. Поскольку ресурсы системы здравоохранения были направлены на борьбу с пандемией Covid, скопилось множество пациентов, ожидающих и других медицинских процедур. К примеру, в Великобритании ожидают лечения 5,9 млн человек (см. рисунок 2c). Ожидается увеличение расходов в этой области как со стороны государства, так и со стороны самих потребителей.

2c. Списки ожидающих лечения в Англии



¹Сбережения, превышающие среднюю норму сбережений 2019 г.

3

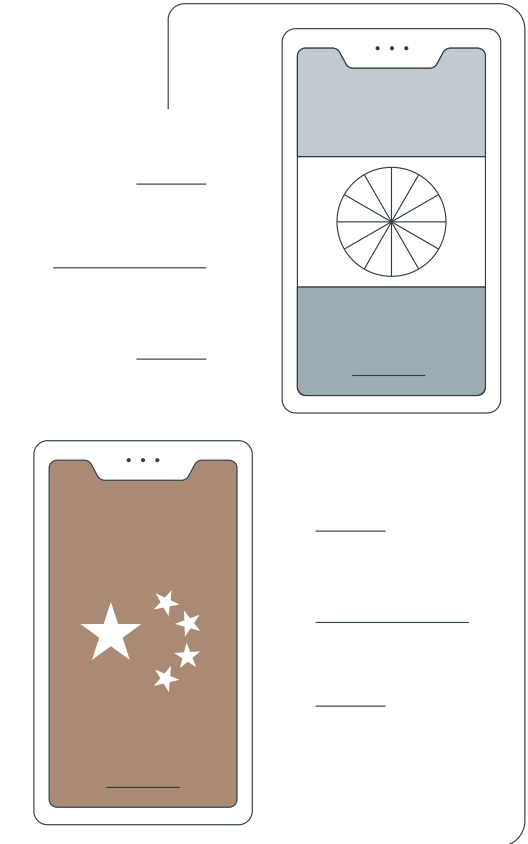
Цифровизация развивающихся рынков

Развивающиеся страны, как правило, отстают в темпах цифровизации от стран с развитой экономикой. Мы предполагаем, что в 2022 г. они добьются существенного прогресса во многих направлениях, открывая тем самым интересные инвестиционные возможности.

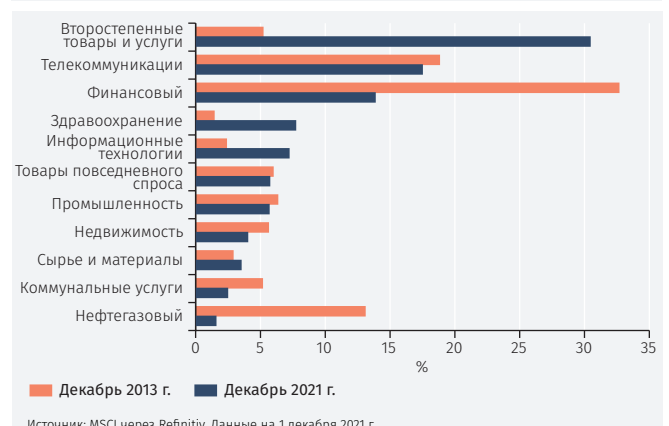
В 2022 г. цифровизация станет более заметной тенденцией в странах с формирующейся рыночной экономикой и развивающихся странах. Основные предпосылки для более быстрой цифровизации уже созданы. 90% людей в возрасте до 30 лет живут в таких странах;² эта возрастная группа, как правило, более склонна к использованию цифровых технологий, особенно приложений на базе смартфонов, и необходимая инфраструктура, в частности мобильные сети, либо уже существует (поскольку их обычно проще установить, чем стационарные сети), либо внедряется. Согласно одному опросу, показатель распространения смартфонов в развивающихся странах на самом деле выше, чем в развитых странах, хотя уровень подключения к 4G все еще ниже.³

Услуги, которые мы считаем особенно интересными в этом переходе к цифровизации, — это мобильный банкинг, каршеринг и розничные онлайн-продажи. Можно обнаружить интересные примеры компаний по всему миру в этих секторах, которые, скорее всего, в 2022 г. будут выходить на IPO (первичное публичное размещение акций).

Конечно, не все развивающиеся экономики находятся на одной и той же стадии цифрового развития. В Африке сеть мобильных платежей M-Pesa уже достаточно хорошо развита, и на эту платформу добавляются услуги электронной коммерции. Более того, Китай является признанным лидером во многих областях цифровизации. В связи с этим мы стали свидетелями изменения структуры китайского рынка акций за последние годы (см. рисунок 3). Второстепенные товары и услуги, технологический и телекоммуникационный секторы, где представлены преимущественно частные компании, часто предоставляют продукты и услуги, аналогичные тем, что предлагают их более известные американские коллеги. Сейчас это три самых крупных сектора. Их доля в экономике возросла по мере снижения



3. Доля секторов в индексе MSCI China



относительной значимости энергетических, коммунальных и промышленных компаний (которые часто являются государственными). Такие изменения в Китае дают представление о перспективных изменениях на других развивающихся рынках акций по мере цифровизации — изменения, которые откроют более интересные инвестиционные возможности.

² Источник: Nomura; ЮНКТАД. 1 декабря 2021 г.

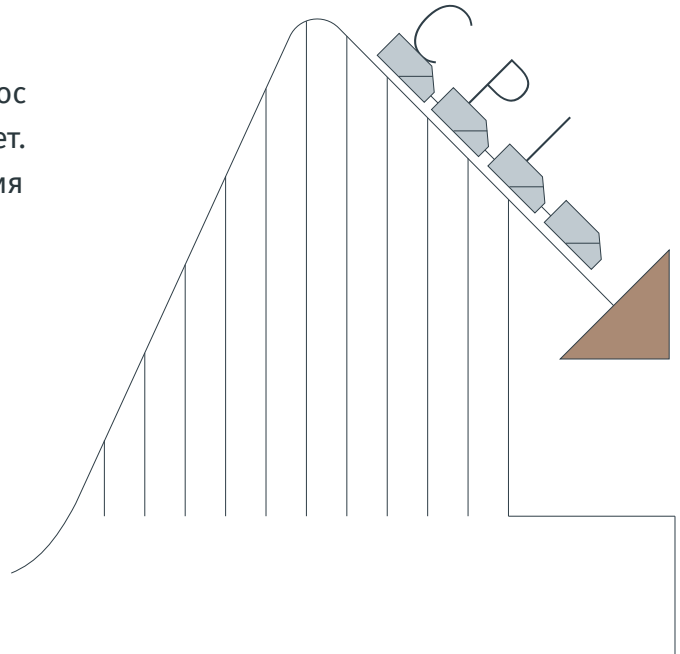
³ Источник: Deloitte. <https://tinyurl.com/32xcakbm>. 1 декабря 2021 г.

4

Временная инфляция; риски ошибки в монетарной политике

Самым сложным вопросом в 2022 г. станет вопрос о том, окажется ли инфляция временной или нет. Мы думаем, что, в целом, так и будет, и инфляция в США снизится до 2–3%, но не раньше второй половины года. Существует риск того, что директивные органы совершат ошибку.

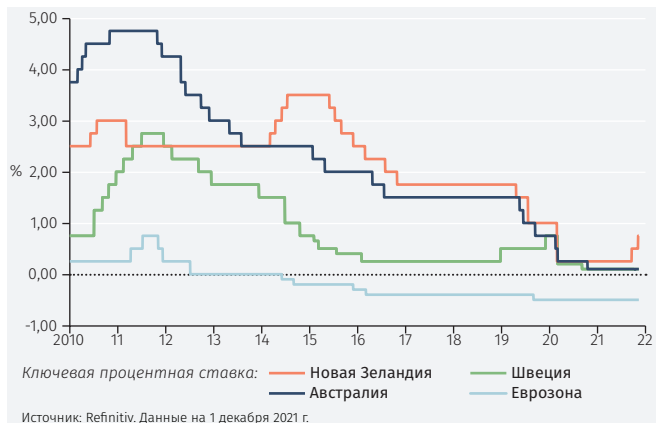
Мы считаем, что возросшая инфляция в США, Великобритании и Еврозоне окажется временной и снизится до 2% во второй половине 2022 г. (см. рисунок 4а). Инфляция в Японии лишь ненадолго поднимется выше 1%. Снижение будет обусловлено базовыми эффектами — сравнением с сильным ростом цен в соответствующие месяцы 2021 г., смягчением проблем с цепочками поставок и, возможно, снижением цен на нефть и сырьевые товары.



4а. Уровни инфляции в развитых странах



4б. За повышением (часто) следует снижение



Однако существует риск того, что центральные банки допустят ошибку в процессе реализации денежно-кредитной политики. Это может произойти в трех случаях. Во-первых, они могут переоценить роль спроса в росте инфляции. Во-вторых, они могут недооценить инертность инфляции и утверждать, что тот факт, что она остается высокой, даже несмотря на нормализацию факторов предложения, свидетельствует о необходимости ужесточения политики. В-третьих, они могут недооценить общий уровень ужесточения политики со своей стороны. По мере того, как все большее число центральных банков ужесточает политику, сокращение глобального совокупного спроса может оказаться

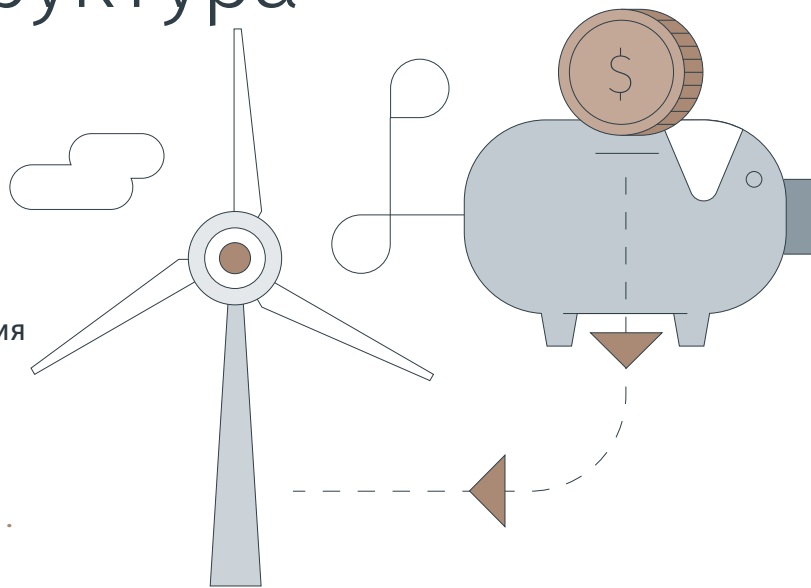
более значительным, чем они предполагают. Последнее вызывает особую озабоченность в развивающихся странах, где ужесточение было быстрым и заметным в ответ на угрозу инфляции. После мирового финансового кризиса наблюдалось несколько примеров повышения ставок центральными банками с последующей отменой этих действий (см. рисунок 4б).

Риск заключается в том, что они снова могут совершить ту же ошибку.

5

Сбережения и зеленая инфраструктура

В течение нескольких лет реальные процентные ставки поддерживались на низком уровне из-за избытка сбережений. Теперь существует настоятельная необходимость использовать эти сбережения для финансирования «зеленой инфраструктуры». 2022 год станет годом, когда эта задача будет четко осознана.



В конце 2021 г. реальная доходность казначейских бумаг США, защищенных от инфляции, упала до новых минимумов глубоко в отрицательной зоне, в том числе для 30-летних облигаций (см. рисунок 5а). Это значит, что правительство США может зафиксировать отрицательную реальную стоимость заемных средств на ближайшие 30 лет. Существует три основных объяснения тому, почему возникла такая ситуация: значительные закупки центральным банком государственных облигаций, снижающие их доходность; длительная стагнация — замедление долгосрочного трендового роста, обусловленное слабым спросом; и глобальный избыток сбережений, отражающий значительные сбережения вкупе с низкими инвестиционными расходами.⁴

глобального потепления до уровня 1,5 градусов при одновременном восстановлении реальной доходности до более приемлемого уровня и стимулировании роста и занятости.

Но случится ли это? Мобилизация избыточных сбережений — непростая задача. Многие институциональные инвесторы, в частности компании с пенсионными планами с установленными выплатами и страховые компании, придерживаются практики снижения рисков, особенно в свете изменений в регулировании после финансового кризиса. И чаще всего привлекательной для них является относительная безопасность активов с фиксированной доходностью, а не акций, не говоря уже о долгосрочных инфраструктурных проектах. Фонды национального благосостояния и центральные банки могут располагать ресурсами для инвестирования, но они также, как правило, являются консервативными инвесторами. Правительства и сами могли бы предоставить финансирование, но многие обеспокоены своим высоким уровнем задолженности, который еще больше возрос в результате мер поддержки во время пандемии Covid. Тем не менее необходимость финансирования зеленой инфраструктуры получит гораздо более широкое признание в 2022 г., после чего прогресс станет очевидным.

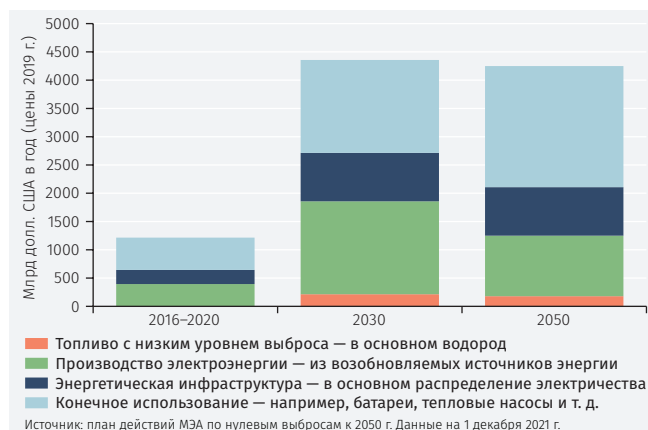
5а. Снижение реальной доходности свидетельствует о том, что сбережения превышают инвестиции



В то же время существует огромная потребность в инфраструктуре чистой энергетики для обеспечения чистых нулевых выбросов углерода к 2050 г. (см. рисунок 5b). Если в течение следующей четверти века этот показатель составит 4 трлн долл. США в год, то в общей сложности потребуется потратить 100 трлн долл. США.

Очевидно, что, если существует глобальный избыток сбережений, снижающий реальную доходность, мобилизация этих средств для инвестирования в чистую энергию способна привести к достижению желаемых целевых показателей ограничения

5b. Инвестиции в чистую энергию для достижения чистого нулевого уровня выбросов к 2050 г.



⁴ К примеру, объяснение, представленное Ларри Саммерсом (Larry Summers). См. <https://tinyurl.com/vx74z429>

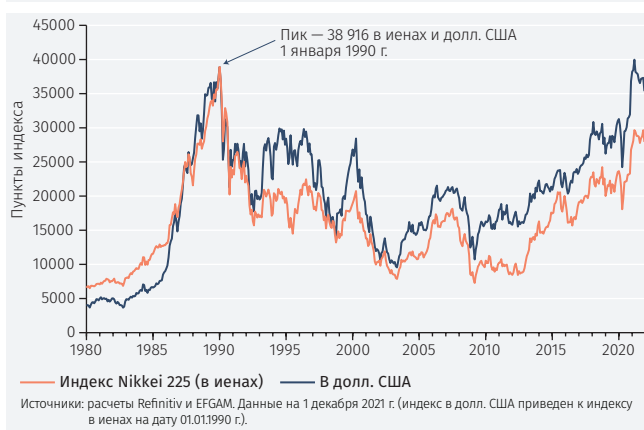
6

25-летнее восстановление Японии

Экономика Японии продолжает восстанавливаться, и мы считаем, что у рынка акций есть потенциал вернуться к своему пику, достигнутому в 1989 г.

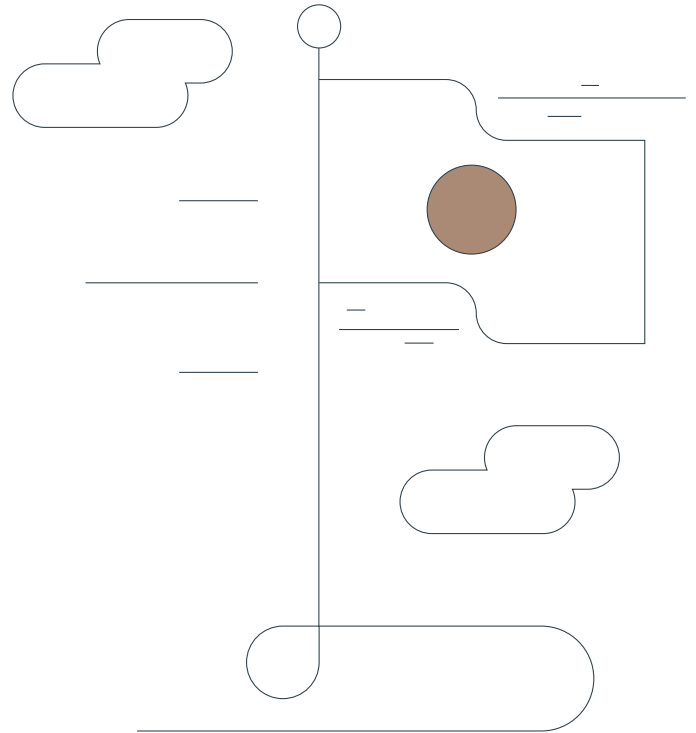
Общие индексы рынка акций Японии достигли пика в конце декабря 1989 г., а затем упали более чем на 80% до минимума в конце 2009 г. (см. рисунок 6а). После этого рынок стал постепенно восстанавливаться, и хотя в целом он все еще примерно на 20% ниже своего пика в иеновом выражении, показатели в долларовом выражении достигли предыдущего рекордного уровня.

6а. Индекс Nikkei 225 в иенах и долларах



Мы считаем, что рынок способен сохранить позитивную динамику в 2022 г. На то есть три важные причины. Во-первых, будут стабильно расти доходы. Норма прибыли в настоящее время значительно превышает исторический средний показатель (см. рисунок 6б); росту экспортных продаж будет способствовать более обширное восстановление мировой экономики, особенно в других азиатских странах; а внутренним продажам поможет возобновление деловых поездок и туризма.

Во-вторых, японская иена торгуется на комфортном уровне по отношению к американскому доллару: 114 иен за доллар США на 1 декабря 2021 года, что лучше курса 110 иен за доллар США, при котором японские компании обычно считаются конкурентоспособными на международных рынках.



6б. Рентабельность японских компаний



В-третьих, большинство иностранных инвесторов в течение многих лет были чистыми продавцами японских акций. В 2015–2020 гг. чистые зарубежные продажи составили 25 трлн иен⁵, и доля японского рынка в портфелях иностранных инвесторов находится на уровне ниже нейтрального. Изменения начались в 2021 г., и мы думаем, что они продолжатся.

⁵Источник: Evercore ISI; 1 декабря 2021 г.

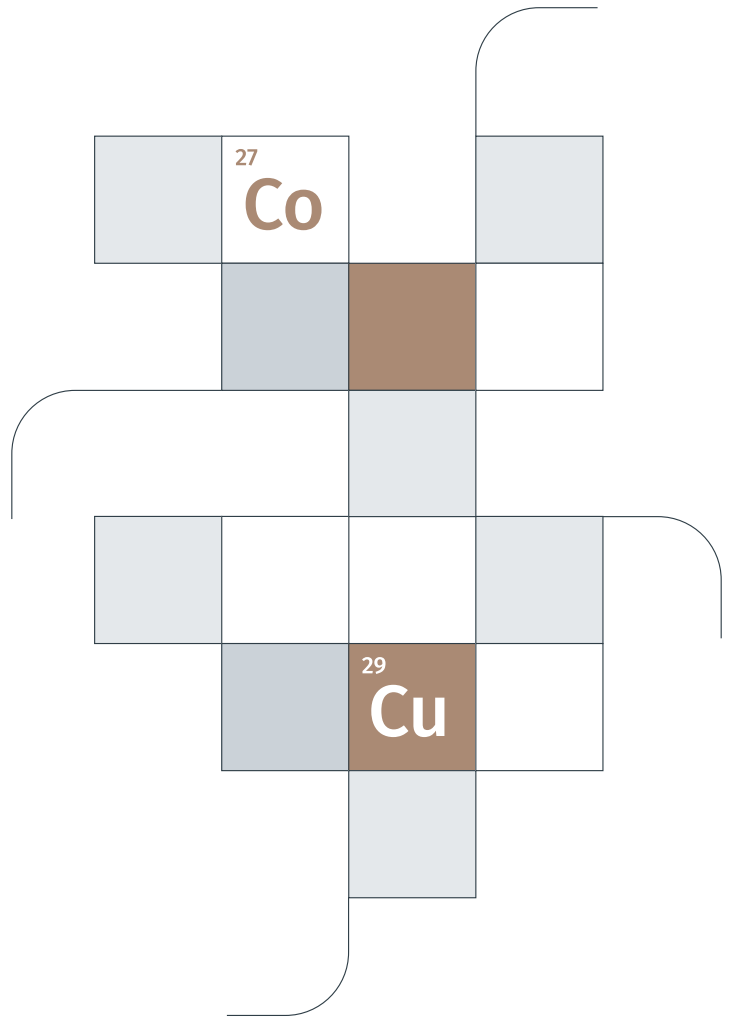
7

Сырьевые товары: определение победителей

Мы думаем, что в 2022 г. цены на сырьевые товары снизятся после значительного роста в условиях дефицита предложения в 2021 г. Выбор победителей будет иметь важное значение: структурно медь и кобальт остаются предпочтительными.

Мы предполагаем общее смягчение цен на сырьевые товары в 2022 г., обусловленное менее сильным ростом мировой экономики (см. рисунок 7а). Более слабый спрос в Китае, на долю которого приходится половина потребления большинства сырьевых товаров, используемых в промышленности, станет важной движущей силой.⁶ Однако 2022 год станет годом, в котором общая динамика цен на сырье может стать менее значимой, чем определение отдельных победителей. Структурные факторы, особенно переход на чистую энергию, способствуют росту цен на такие товары, как медь и кобальт, учитывая их использование в электромобилях и инфраструктуре новой энергетики. Электромобиль потребляет в 3,5 раза больше меди, чем автомобиль с двигателем внутреннего сгорания.⁷ Тенденция к будущему снижению использования ископаемых видов топлива свидетельствует о снижении цен на нефть и уголь. Однако ограничения, установленные в отношении разведки и разработки нефти, могут снизить предложение до того, как спрос существенно сократится, особенно если переход на электромобили будет медленнее, чем ожидается. Цены на нефть еще проявят свой волатильный характер.

Таким образом, мы прогнозируем более низкие цены на сырьевые товары при сохранении позиций меди и кобальта (в отличие от нефти и угля).



7а. Цены на сырьевые товары и опережающий индикатор ОЭСР



7б. Медь и кобальт



⁶ <https://tinyurl.com/3hvpv4x4>

⁷ Источник: WoodMackenzie. <https://tinyurl.com/yk3brkfh>

8

Наращивать прибыль станет сложнее

После резких колебаний за последние два года условия для корпоративных доходов в 2022 году станут более стабильными. Мы предполагаем, что самые позитивные сдвиги ждут азиатские страны. Однако рынок США по-прежнему занимает лидирующие позиции.

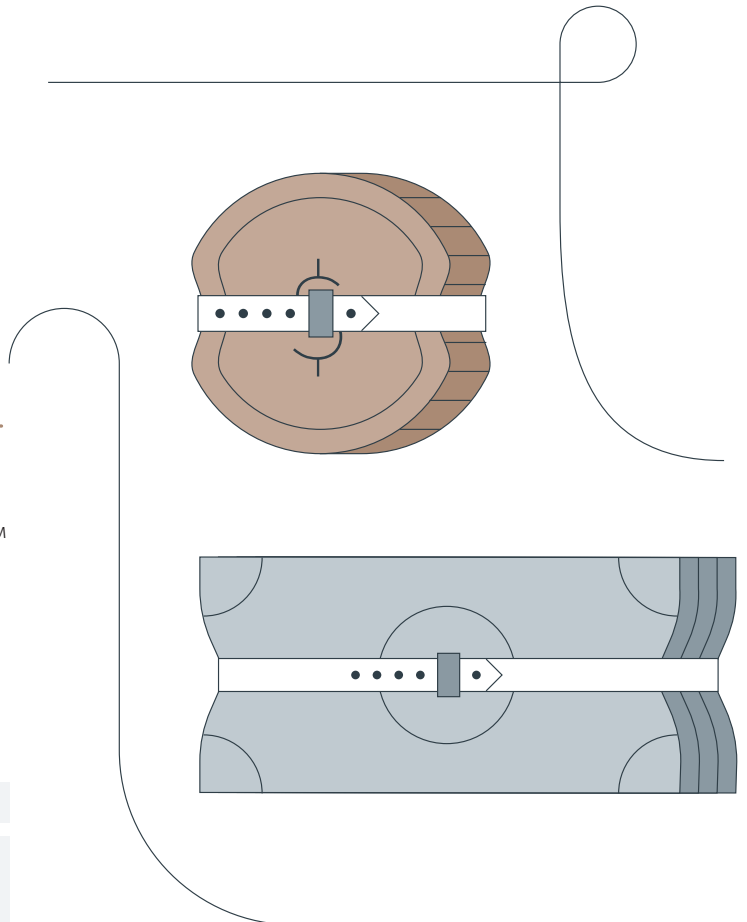
После 2020 года, который оказался тяжелейшим для корпоративных доходов во всем мире, и последовавшего за ним несомненно позитивного 2021 года (см. рисунок 8а) в 2022 году рост корпоративных доходов должен стабилизироваться в большей или меньшей степени. Однако в сравнении с мощным четвертым кварталом 2021 г. и на фоне новых опасений по поводу штамма Covid Omicron в первом квартале года может наблюдаться некоторое снижение доходов.

8а. Глобальные корпоративные доходы

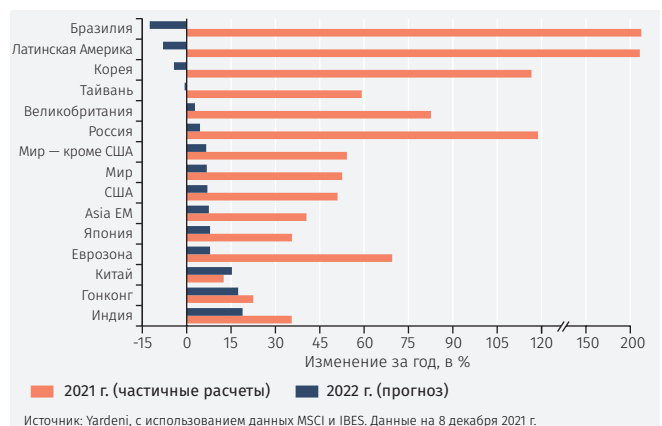


В США рост доходов будет находиться примерно на «типичном» уровне 5–10%. Увеличение затрат сказывается на доходах, но в целом компании, как правило, хорошо справляются с поддержанием и даже повышением нормы прибыли. В 2022 г. данная тенденция сохранится.

Постпандемийное восстановление ключевых азиатских рынков должно способствовать росту доходов в этих странах, особенно для компаний, продажи которых были ограничены из-за нехватки полупроводников, и для тех, которые были закрыты в течение некоторого времени, в первую очередь в секторах путешествий и туризма.



8b. Рост прибыли, 2020–2022 гг.



9

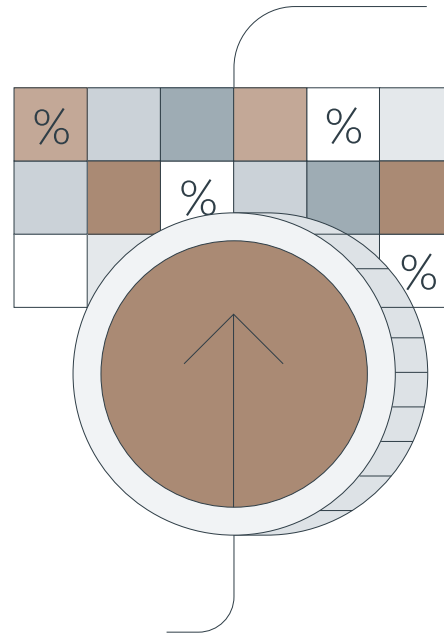
Сохранение возможностей на облигационных рынках

Стремление к увеличению ставок доходности государственных облигаций окажет давление на показатели совокупного роста. Облигации развивающихся рынков — наш выбор в непростых условиях.

В целом в 2022 г. условия для большинства крупных развитых рынков облигаций будут тяжелыми. Начальный уровень доходности низкий в номинальном выражении и отрицательный в реальном выражении. То же самое, конечно, было сказано и в предыдущем прогнозе. В этом году, действительно, следует готовиться к тому, что продолжающееся инфляционное давление в сочетании с достаточно устойчивым экономическим ростом и призывами к расходам на инфраструктуру чистой энергетики, вероятнее всего, приведет к повышению доходности государственных облигаций.

В этой сложной обстановке мы видим интересную возможность в облигациях развивающихся рынков, как в твердых, так и в местных валютах. Доходность в местной валюте высока и на многих рынках часто повышается из-за агрессивного ужесточения внутренней денежно-кредитной политики. Поскольку эффект от этого проявляется в ослаблении внутреннего инфляционного давления, мы считаем, что можно получить привлекательную отдачу от бумаг в местной валюте. Дополнительным плюсом может стать укрепление валютных курсов.

В Китае спреды высокодоходных облигаций значительно превышают соответствующие показатели на рынке США (см. рисунок 9b). Это отражает озабоченность инвесторов, в частности по поводу сектора недвижимости. На наш взгляд, эти переживания чрезмерны и тем самым они открывают определенные инвестиционные возможности.



9b. Спреды высокодоходных облигаций Китая и США



9a. Динамика облигаций

10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	5,6%
8,3%	50,9%	14,8%	7,0%	17,9%	7,3%	6,1%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	13,1%	11,0%	3,5%
4,8%	34,2%	12,8%	6,3%	15,3%	-1,4%	4,8%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	12,6%	9,5%	-0,8%
-2,4%	17,1%	12,5%	6,2%	15,1%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	8,2%	-1,3%	9,5%	9,2%	-1,0%
-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,4%	-1,8%	8,4%	7,0%	-2,3%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	7,3%	-2,5%	6,8%	6,5%	-2,6%
-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,6%
Н. д.	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,1%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*

■ Конвертируемые облигации США ■ Казначейские облигации США, защищенные от инфляции ■ Ипотечные облигации США
■ Мировые облигации в совокупности ■ Мировые правительственные облигации ■ Мировые высокодоходные облигации
■ Облигации развивающихся стран в местной валюте ■ Облигации развивающихся рынков в твердой валюте

*Данные на 1 декабря 2021 г. Источник: индексы Bloomberg Barclays. Показатели предыдущих периодов не являются индикатором будущих показателей.

10

Глобализация, релокализация и новые модели торговли

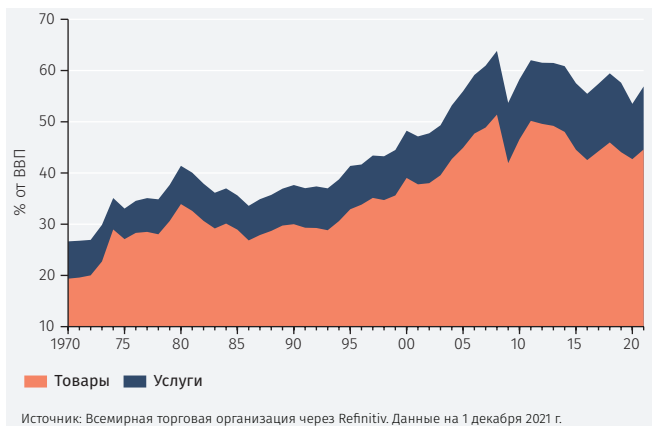
Глобализация продолжится, а возможности для релокации ограничиваются различными факторами.

Характер мировой торговли меняется, и 2022 год станет чрезвычайно важным. В частности, существует явное давление в сторону релокации производства. Импульс процессу был задан в США при президенте Трампе, с целью вернуть рабочие места, ранее отданные зарубежным производителям. При президенте Байдене акцент делается на том, чтобы сделать цепочки поставок — особенно в электронике и фармацевтике — более устойчивыми. Важен также и экологический аспект — внутреннее производство вполне может иметь более низкий углеродный след, чем производство за рубежом. А поскольку транспортные расходы остаются высокими, а графики перевозок менее четкими, бесперебойность глобального товарооборота теперь под вопросом.

Однако несколько факторов ограничивают возможности релокации производства.

Одним из ключевых препятствий является нехватка рабочей силы. В долгосрочной перспективе рост населения США замедлится из-за более низкого уровня рождаемости и иммиграции. В краткосрочной перспективе доля работающих в трудоспособном населении (тех, кто работает или активно ищет работу) все еще не восстановлена до уровня, существовавшего до пандемии Covid. В результате «Великой отставки» (добровольного увольнения) до 1,5 миллиона человек в возрасте 55 лет и старше вышли на пенсию; для остальных стали преградой обязанности по уходу за детьми, длительные болезни, связанные с Covid, стресс, вызванный работой, и опасения по поводу сохранения вируса.⁶

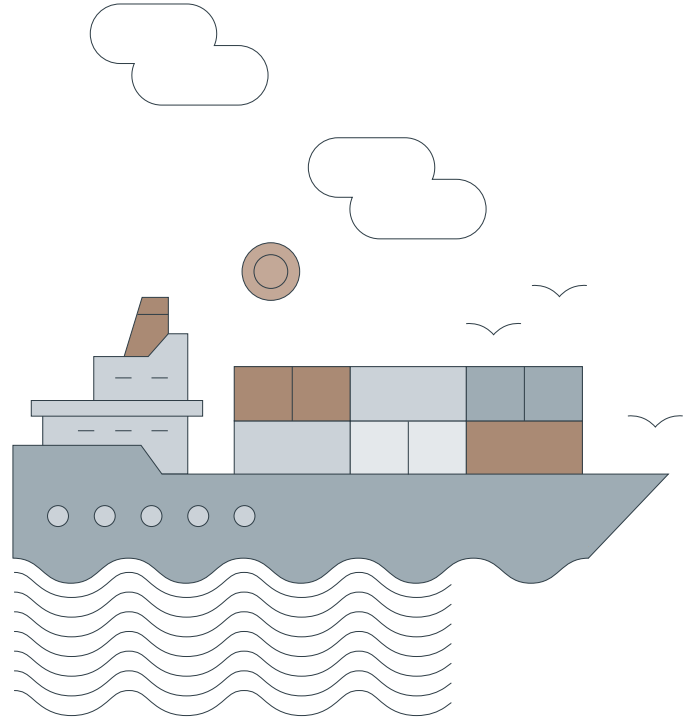
10. Объемы мировой торговли



⁶ Нил Фергюсон, Bloomberg. <https://tinyurl.com/29nn28jc>

⁷ <https://www.nature.com/articles/d41586-021-00727-3>

⁸ <https://tinyurl.com/5yputmze>



Еще одним фактором, ограничивающим возможности для релокации, является сложность глобального производства. Для производства вакцины против Covid может потребоваться более двухсот отдельных компонентов, которые часто производятся в разных странах.⁷ Для многих электронных изделий требуются тысячи компонентов. Мы больше не живем в мире, где бытовая электроника изобретается в калифорнийских гаражах.

Одним из решений является автоматизация и реконфигурация производственных процессов с использованием искусственного интеллекта (ИИ), чтобы сделать их максимально эффективными и безошибочными.

И хотя это поможет производству физических товаров, все большее значение приобретает торговля услугами. В течение некоторого времени административные функции для многих компаний выполнялись зарубежными исполнителями: от технической поддержки на Филиппинах до разработки программного обеспечения в Уругвае и продажи авиабилетов в Индии. Показатели торговли такими услугами, скорее всего, занижены: согласно одной оценке, она может быть вдвое больше, чем указано в данных, приведенных на рисунке 10.⁸

Таким образом, несмотря на то, что характер глобализации меняется, возможности для релокации достаточно ограничены. Мы продолжим существовать в глобально взаимосвязанном мире.

Команда специалистов по макроэкономике

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.



Моз Афзал
Главный инвестиционный директор



Дэниел Мюррей
Заместитель инвестиционного директора



Штефан Герлах
Главный экономист



Джанлуиджи Мандруццато
Старший экономист



Хоакин Тул
Экономист

Инвестиционные публикации

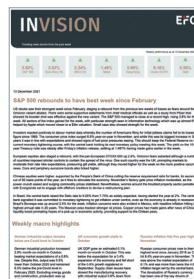
Ключевые публикации, отражающие наше глобальное видение, понимание рынка и инвестиционные перспективы



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: раз в две недели

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 могут быть подвержены инвестиционным рискам, включая возможную полную или частичную потерю основного инвестированного капитала, но не ограничиваясь ею.

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 несоздания 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. EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой санкционируется и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании. Регистрационный номер 7389746. Юридический адрес: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom (Великобритания), телефон +44-(0)-20-7-491-91-11.

Если вы получили данный документ из одной из аффилированных компаний или отделений, указанных ниже, просим принять во внимание изложенную далее информацию.

Информация для австралийских инвесторов:

Этот документ был подготовлен и выпущен EFG Asset Management (UK) Limited, частной компанией с ограниченной ответственностью с регистрационным номером 7389746, головной офис которой расположен по адресу: Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB (Великобритания) (номер телефона +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой регулируется и санкционируется Управлением по финансовому регулированию и надзору № 536771. EFG Asset Management (UK) Limited освобождена от требования иметь австралийскую лицензию на финансовые услуги в отношении финансовых услуг, которые она предоставляет оптовым клиентам в Австралии; ее деятельность санкционирована и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) (регистрационный номер FCA — 536771) в соответствии с законодательством Великобритании, которое отличается от австралийского законодательства. Этот документ является конфиденциальным и предназначен исключительно для использования лицом, которому он предоставлен или отправлен, и не может быть разглашен, полностью или частично, в адрес какого-либо другого лица.

Приказ о классах CO 03/1099, выпущенный ASIC

EFG Asset Management (UK) Limited уведомляет вас о том, что она полагается на исключение, предусмотренное Приказом о классах CO 03/1099 Комиссии по ценным бумагам и инвестициям Австралии (ASIC) (далее — «Приказ о классах»), действие которого продлено на основании Инструмента о корпорациях ASIC (Отменяющий и переходный инструмент 2016/396) для контролируемых Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) фирм, которое освобождает ее от требования иметь австралийскую лицензию на оказание финансовых услуг (AFSL) согласно закону Австралии о корпорациях от 2001 г. (далее — «Закон о корпорациях») в отношении финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Нормативные требования Великобритании

Финансовые услуги, которые мы вам предоставляем, регулируются FCA в соответствии с законами и нормативными требованиями Великобритании, которые отличаются от австралийских. Следовательно, любое предложение или иная документация, которую вы получите от нас в ходе предоставления вам финансовых услуг, будут подготовлены в соответствии с этими законами и нормативными требованиями. Нормативные требования Великобритании относятся к законодательству, правилам, принятым в соответствии с законодательством, и любым другим соответствующим политикам или документам, изданным FCA.

Ваш статус оптового клиента

Чтобы мы могли предоставлять вам финансовые услуги и чтобы мы соблюдали Приказ о классах, вы должны быть «оптовым клиентом» в значении, указанном в разделе 761G Закона о корпорациях. Соответственно, принимая от нас любую документацию до начала или в ходе предоставления вам финансовых услуг, вы:

- гарантируете, что являетесь «оптовым клиентом»;
- соглашаетесь предоставлять такую информацию или доказательства, которые мы можем запрашивать у вас в зависимости от обстоятельств для подтверждения вашего статуса оптового клиента;
- соглашаетесь с тем, что мы можем прекратить предоставлять вам финансовые услуги, если вы больше не являетесь оптовым клиентом или не предоставляете нам информацию или доказательства, необходимые для подтверждения вашего статуса оптового клиента; а также
- соглашаетесь уведомить нас в письменной форме в течение пяти рабочих дней, если вы перестанете быть «оптовым клиентом» для целей финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Багамские острова. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. является компанией, лицензированной Комиссией по ценным бумагам Багамских островов согласно закону «о рынке ценных бумаг» от 2011 г. и Правилам рынка ценных бумаг от 2012 г. Она имеет разрешение на операции с ценными бумагами на Багамских островах и с Багамских островов, включая заключение сделок купли-продажи ценных бумаг, организацию сделок купли-продажи ценных бумаг, управление ценными бумагами и консультирование по ценным бумагам. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. также имеет лицензию Центрального банка Багамских Островов в соответствии с Законом о регулировании деятельности банков и трастовых компаний от 2000 г. на работу в качестве банка и трастовой компании.

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

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

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

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

Кипр: EFG Cyprus Limited — инвестиционная компания, учрежденная на Кипре, регистрационный номер компании HE408062, юридический адрес: Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited является компанией, деятельность которой разрешена и регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам Кипра (CySEC).

Дубай: деятельность EFG (Middle East) Limited, юридический адрес: Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, 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 является монашеской публичной компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной под номером 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM является банком, финансовую деятельность которого санкционируют и регулируют Управление пруденциального надзора и разрешения Франции и Комиссия по контролю финансовой деятельности Монако. Юридический адрес: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende — BP 37 — 98001 Monaco (Principauté de 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: 310005000424509. 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 AG (идентификационный номер T03FC6371) лицензирован Валютным управлением Сингапура в качестве банка первого уровня для осуществления банковских операций и дополнительно — регулируемой деятельности с ценными бумагами, управления фондами и финансирования под ценные бумаги.

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

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

Соединенные Штаты Америки: EFG Asset Management (UK) Limited является аффилированной компанией EFG Capital, брокерско-дилерской компании, зарегистрированной Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), а также входящей в Службу регулирования отрасли финансовых услуг (FINRA) и Корпорацию защиты инвесторов в ценные бумаги (SIPC). Ни одна из указанных организаций (SEC, FINRA или SIPC) не утверждала настоящий документ или услуги и продукты, предоставляемые компанией EFG Capital или ее аффилированным лицом в США EFGAM Americas. EFGAM Americas зарегистрирована в SEC в качестве консультанта по вопросам инвестирования. Продукты, связанные с ценными бумагами, и брокерские услуги предоставляются EFG Capital, а услуги по управлению активами оказываются EFGAM Americas. EFG Capital и EFGAM Americas являются аффилированными компаниями по отношению друг к другу по признаку общей собственности и могут иметь общий персонал. Настоящий документ не предназначен для передачи лицам, являющимся резидентами США, и в адрес таких лиц за исключением лиц, являющихся «правомочными покупателями» (в соответствии с определением Закона об инвестиционных компаниях США от 1940 года с учетом изменений и дополнений («Закон об инвестиционных компаниях»)) и «аккредитованным инвесторам» (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.

**Цюрих**

EFG Bank AG
Bleicherweg 8
P.O. Box 6012
8022 Zurich
Швейцария
Тел. +41 44 226 17 17
Факс +41 44 226 17 26

Женева

EFG Bank SA
Quai du Seujet 24
P.O. Box 2391
1211 Geneva 2
Швейцария
Тел. +41 22 918 71 71
Факс +41 22 918 71 72

Лугано

EFG Bank SA
Via Magatti 2
6901 Lugano
Швейцария
Тел. +41 58 809 31 11
Факс +41 58 809 36 78

enquiries_ch@efgbank.com

efgbank.com