

# Макроэкономический обзор

Ноябрь 2021



[YouTube](#)



[Telegram](#)



[Facebook](#)

[Подписаться на рассылку](#)

## **В ноябре мировая экономика столкнулась с новой волной пандемии, а инвесторы – с возросшей неопределенностью.**

- Инфляция за 12 месяцев в США составила 6,8%, в еврозоне – 4,9%.
- Случаи заболевания новым омикрон-вариантом коронавируса зафиксированы в 57 странах.
- Встречайте нового канцлера Германии Олафа Шульца. Теперь официально!
- Цены на нефть и природный газ упали на 16% по итогам ноября.

Инвесторы продолжают изучать греческий алфавит: омикрон-вариант вновь угрожает экономике новыми локдаунами и падением спроса, а фондовые и товарные рынки отреагировали снижением. Что ждет Германию при новом канцлере, и как китайский госкапитализм собирается извлечь выгоду из глобального энергоперехода. И так ли страшна инфляция?

*Над обзором работали: Андрей Мовчан, Владимир Ситников,  
Михаил Зелинко, Елена Чиркова, Ирина Наумова.*

## Основные макроэкономические показатели

Показатель	Актуальное значение на конец ноября <sup>1</sup>	Предыдущее значение	Изменение
Инфляция в США, %	<b>6,8</b>	6,2	+0,6
Безработица в США, %	<b>4,2</b>	4,6	-0,4
Казначейские облигации США 3М/10У, доходность к погашению, %	0,05/1,44	0,06/1,56	-1bp/-12bp
США, PMI Composite, пункты	57,2	57,6	-0,4
Ставка ФРС, %	0–0,25	0–0,25	–
Ставка ЕЦБ, %	0	0	–
ЕС, PMI Composite, пункты	55,4	54,2	+1,2
Инфляция в ЕС, %	<b>4,9</b>	4,1	+0,8
Безработица в ЕС, %	7,3	7,4	-0,1
Китай, PMI Composite, пункты	51,2	51,5	-0,3
Инфляция в Китае, %		1,5	
Безработица в Китае, %		4,9	
Китай, 1У/5У ставка, %	3,85/4,65	3,85/4,65	–
S&P 500, пункты	4 567,00	4 605,38	-0,83%
Euro STOXX 50, пункты	4 063,06	4 250,56	-4,41%
Shanghai Composite, пункты	3 563,89	3 547,34	+0,47%
Brent, \$/баррель	70,57	84,38	-16,37%
Золото, \$/тройская унция	1 775,05	1 780,65	-0,31%
EUR/USD	1,1337	1,1561	-1,94%
USD/CNY	6,3643	6,4057	-0,65%

Цифры месяца	Актуальное значение	Предыдущее значение	Изменение
Новые рабочие места в США, тыс.	<b>210</b>	546	-336

<sup>1</sup> Для рыночных индикаторов указаны значения на конец октября, для макроэкономических параметров – последние доступные.

## Key People Speak

---

### #Новая волна

Урсула фон дер Ляйен, президент Европейской комиссии: «Быстро растущее число случаев заболевания COVID-19 становится все более тяжелым бременем для наших больниц и медицинских работников. Кроме того, нашего пристального внимания требует появление нового варианта – «омикрон»... Я повторяю свой настоятельный призыв ко всем: сделайте прививку, пройдите ревакцинацию и соблюдайте все правила, чтобы защитить себя».

Источник: [European Commission](#).

Тедрос Аданом Гебреисус, генеральный директор ВОЗ: «Я хорошо понимаю, что все страны стремятся защитить своих граждан от варианта, который мы еще полностью не понимаем. Но меня в равной степени беспокоит то, что несколько государств-членов (ВОЗ) вводят грубые, общие меры, которые не основаны на фактах и сами по себе не эффективны».

Источник: [Reuters](#).

*MovchansMedia: Возникает впечатление, что некоторые европейские чиновники, стремясь взять ситуацию с новым вариантом под контроль, только усугубляют ситуацию и создают панику. Пока нет достаточной доказательной базы для того, чтобы утверждать большую летальность или опасность нового варианта по сравнению с «дельтой». Но некоторые страны начинают включать режим первой половины 2020 года на всякий случай.*

### #Спустя месяц инфляция перестала быть «временной»

Джером Пауэлл, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы: «Вероятно, наступило подходящее время для отказа от слова «переходная» (в отношении инфляции) и попытки более четко объяснить, что мы имеем в виду».

Источник: [CNBC](#).

*MovchansMedia: Уже и г-ну Пауэллу стало как будто неловко повторять заученную мантру про временный характер инфляции. Интересно, что происходит это в тот момент, когда крупные экономисты вроде бы договорились: да, характер транзиторий. Будем только рады услышать, что же на самом деле имеет в виду главный Центральный банк мира.*

### #Если вы CEO компании, которая зарабатывает деньги в Китае, не делайте так

Джеймс Даймон, CEO JP Morgan: «На днях я пошутил о том, что коммунистическая партия (Китая) празднует свой 100-летний юбилей, как и JP Morgan. Я бы сделал ставку, что мы продержимся дольше».

Источник: [BBC](#).

*MovchansMedia: Конечно, фраза была сказана на встрече клуба CEO в Бостонском колледже, и ее сложно назвать официальной позицией банка. Тем не менее главе одного из крупнейших финансовых конгломератов необходимо быть аккуратнее на любых публичных встречах, особенно учитывая, что в августе JP Morgan стал первым брокером с 100% иностранным капиталом в Китае.*

## #Про инвестиционные портфели

Рэй Далио, основатель крупнейшего хедж-фонда Bridgewater Associates: «Наличные – это небезопасная инвестиция, так как облагается налогом в виде инфляции. Нельзя поднять уровень жизни за счет увеличения объема кредитных денег в системе, потому что это приводит к банально большому количеству денег при том же объеме товаров».

Источник: [CNBC](#).

*MovchansMedia: Все-таки последнее утверждение справедливо в ситуации, когда спрос превышает предложение; в случае же проблем на стороне спроса увеличение денег в системе как раз помогает справиться со спадом в экономике. И да, в этом уравнении присутствует налог, но это не инфляция, а сеньораж – доход государства от выпуска денег. Так что даже если инфляции нет, современное государство может собирать налог на денежное обращение.*

## #Про устойчивое развитие

Си Цзиньпин, глава КНР: «Нам необходимо выработать точное понимание того, что означает устойчивое развитие, поставить интересы людей на первое место и найти баланс между экономическим ростом, обеспечением благосостояния людей, энергосбережением и сокращением выбросов».

Источник: [APEC Summit](#).

*MovchansMedia: Устойчивое развитие – это китайский аналог российской «стабильности», но на 4% ВВП в год выше. Ну что ж, Китай – это страна традиций. Вот строили избыточную инфраструктуру 30 лет, искусственно раздувая ВВП; теперь будут ее всю перестраивать под энергосбережение. Чем не устойчивость!*

## «Омикрон»

---

- Случаи заражения новым вариантом COVID-19 омикрон зафиксированы в 57 странах мира.
- Официальные лица многих стран вводят ограничения и призывают проявлять повышенную осторожность.
- Фондовые и товарные рынки отреагировали недолгим падением из-за опасений новых запретов и локдаунов.

Реакция чиновников не заставила себя ждать – про угрозу нового варианта сказали и президент США, и глава ФРС, и представители Еврокомиссии. В Великобритании перешли на «план Б» борьбы с пандемией, а Дания ввела ограничения на посещение баров и дала рекомендации по переводу сотрудников на удаленку.

Острую реакцию на новый вариант вызвала новость от исследователей из ЮАР, сообщивших о более чем 30 мутациях в одном из белков вируса, который ответственен за заражение человека (именно на этот белок реагируют антитела, когда борются с болезнью). Такое количество мутаций может нивелировать влияние вакцин. Именно поэтому инвесторы отреагировали так негативно – если вакцины станут бесполезны, мир ждет новый цикл их разработки, локдауны и сопутствующий ущерб для экономики. Воспоминания о дельта-варианте еще слишком актуальны.

Тем не менее официальные представители ВОЗ и Европейской медицинской комиссии [предостерегают](#) от поспешных мер и преждевременной паники. Мутации могут никак не

повлиять на летальность или заразность вируса<sup>2</sup> – необходимы масштабные исследования в лабораториях.

В сущности, это нормально – вирус постоянно мутирует, и новые варианты возникают почти каждый день. Тем не менее ЕМК заявила о готовности одобрить новую вакцину в течение 3–4 месяцев при необходимости.

Рынки среагировали скорее не на сам факт появления нового (и потенциально опасного) варианта, а на посыл официальных лиц. Теперь окончательно ясно, что пандемия (в смысле экономических ограничений) продлится столько, сколько посчитают нужным официальные лица крупных государств. Но с каждым новым обострением на пандемическом фронте реакция рынков и экономических агентов становится все более короткой и слабой: вполне возможно, что уже в 2022 году пандемия станет привычной формой существования человечества и реакция на новые волны и штаммы будет отсутствовать.

## США

---

- Джером Пауэлл идет на второй 4-летний срок председателя ФРС.
- 12-месячная инфляция составила 6,8% в ноябре – максимум с 1982 года.
- Президент США Джо Байден подписал акт об инвестициях в инфраструктуру на \$1,2 трлн.

### Экономика и монетарная политика

Инфляция в США в очередной раз бьет рекорды и по итогам ноября составила 6,8% за последние 12 месяцев. С учетом отказа ФРС от применения слова «временный» в отношении роста цен, от регулятора можно было бы ожидать ускорения темпов сокращения программы выкупа активов на ближайшем заседании 14–15 декабря. Но не все так просто.

Товары и энергоресурсы внесли наибольший вклад в рост цен в этом году. Подержанные автомобили и мебель пользовались повышенным спросом, поскольку пандемия изменила образ жизни людей. И заводы по всему миру часто изо всех сил пытались угнаться за ростом объема заказов. Часто безуспешно, ведь остановки производства, связанные с коронавирусом, привели к перебоям в производстве. Судходные маршруты и порты также были забиты из-за нетипичного паттерна спроса (слишком много товаров пыталось покинуть Азию и отправиться в США) и последствий остановок 2020 года.

Поэтому и причины роста цен немонетарные: разрывы в цепочках поставок, ралли в ценах на энергоносители, смещение спроса от услуг к товарам, сокращение производства некоторых категорий товаров (автомобили, чипы) для извлечения сверхприбыли и нехватка рабочих рук из-за пандемии. Будет странно бороться с немонетарными причинами монетарными методами, то есть через уменьшение объемов количественного смягчения. Скорее всего это приведет к падению цен на активы (фондовый рынок, недвижимость), но не сильно поможет в борьбе с инфляцией.

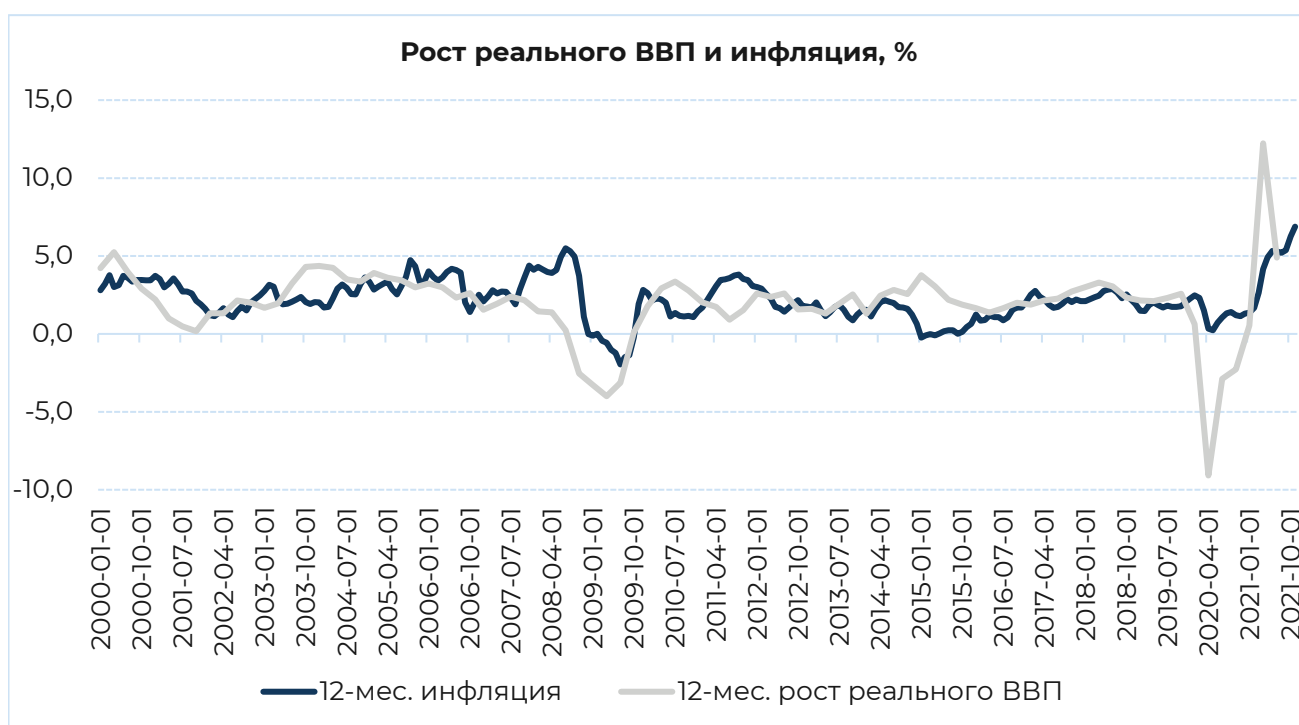
ФРС находится под сильным давлением – ничего не делать нельзя, ведь обеспечение стабильности цен, по словам самого Пауэлла, является одной из двух главных задач регулятора. С другой стороны, в арсенале ФРС просто нет методов борьбы с текущими причинами роста цен. А резко сворачивать программу выкупа активов и жертвовать

---

<sup>2</sup> Самые первые лабораторные испытания показали, что новый вариант вируса действительно может избегать влияния вакцин. Однако результаты разнятся в зависимости от лабораторий, и пока рано делать однозначные выводы.

фондовым рынком ради спокойствия граждан – очень спорная затея (хотя и имеет смысл, поскольку ожидания инфляции сильно влияют на реальную инфляцию).

Отдельно, конечно, перед финансовыми властями стоит вопрос, который сейчас неприлично проговаривать вслух: «А так ли уж плоха инфляция?». Да, мы знаем, что около 2/3 американцев считают рост инфляции негативным явлением и обвиняют в ее появлении администрацию Байдена; инфляция снижает его и без того низкую популярность. Однако ФРС не подчиняется Белому дому, а Пауэлл отлично работал и при республиканцах. С другой стороны, инфляция (особенно если нынешний ее уровень окажется пиковым и она установится в пределах 4–6% годовых) в сочетании с низкими ставками станет идеальным решением проблемы избыточного долга, долгожданным стимулом потребления, фактором относительного снижения курса доллара и драйвером роста цен на акции, которые являются основным активом американской пенсионной системы. Стоит ли популярность Байдена, который, скорее всего, не пойдет на второй срок, упущенной возможности сделать Америку растущей и свободной от долга – вот реальный вопрос, который придется решать членам ФРС.



## Еще больше госрасходов

После многомесячных споров двухпартийный документ, «номиналом» в \$1,2 трлн госрасходов, был подписан Д. Байденом<sup>3</sup>. Из них только \$550 млрд – это новые инвестиции, остальные \$650 млрд были бы потрачены в любом случае. И вот на что США собираются потратить дополнительный бюджет:

\$110 млрд на строительство и ремонт мостов и дорог;

\$66 млрд на обновление и обслуживание пассажирских и грузовых железных дорог;

\$65 млрд на обновление линий электропередач, предотвращение взлома инфраструктуры и чистую энергетику;

<sup>3</sup> Не просто подписан – оформлен в виде закона!

\$65 млрд на увеличение покрытия широкополосного интернета в сельской местности и бедных сообществах;

\$55 млрд на замену свинцовых труб и очистку воды от химикатов;

\$50 млрд на защиту инфраструктуры от кибератак и предотвращение наводнений, лесных пожаров и др.

Прочие затраты на транспорт, в том числе электрический, и восстановление иной инфраструктуры.

Вместе со второй частью 3-триллионной программы госрасходов (еще \$1,75 трлн трат на социальную поддержку населения сейчас рассматривается в Сенате) Казначейство США оценивает дополнительный дефицит бюджета суммарно в \$160 млрд за следующие 10 лет. Правда, в этом расчете учитываются \$207 млрд выручки от реализации программы, и реальное увеличение дефицита бюджета может оказаться еще больше.

Увеличение государственных расходов – один из способов стимулирования спроса в экономике за счет прямых вливаний денег в различные сектора и увеличения числа рабочих мест. При околонулевой стоимости денег для США значительное увеличение госдолга не приведет к такому же сильному росту процентных расходов. А эффект обновления основных фондов действительно может сгенерировать добавленную стоимость в масштабах страны. К тому же десятки миллиардов долларов уйдут на проекты в области чистой энергетики, де-факто создавая спрос на продукты «зеленых» стартапов, усиливая интерес венчурных инвесторов к ним.

Но, как всегда, идея ничего не стоит без реализации – посмотрим, как государственная машина сможет справиться с таким масштабным инвестиционным проектом. Хуже того – все рассуждения относительно позитивных вторичных эффектов таких вложений носят теоретический характер: слишком часты случаи, когда подобные эффекты отсутствуют; и самым ярким примером этого является программа середины 30-х годов прошлого века, развернутая при Рузвельте. Тогда массивные государственные инвестиции в инфраструктуру в моменте дали населению США рабочие места и доход, но по окончании программы США снова свалились в депрессию, из которой их вытащила только Вторая мировая война.

## Европа

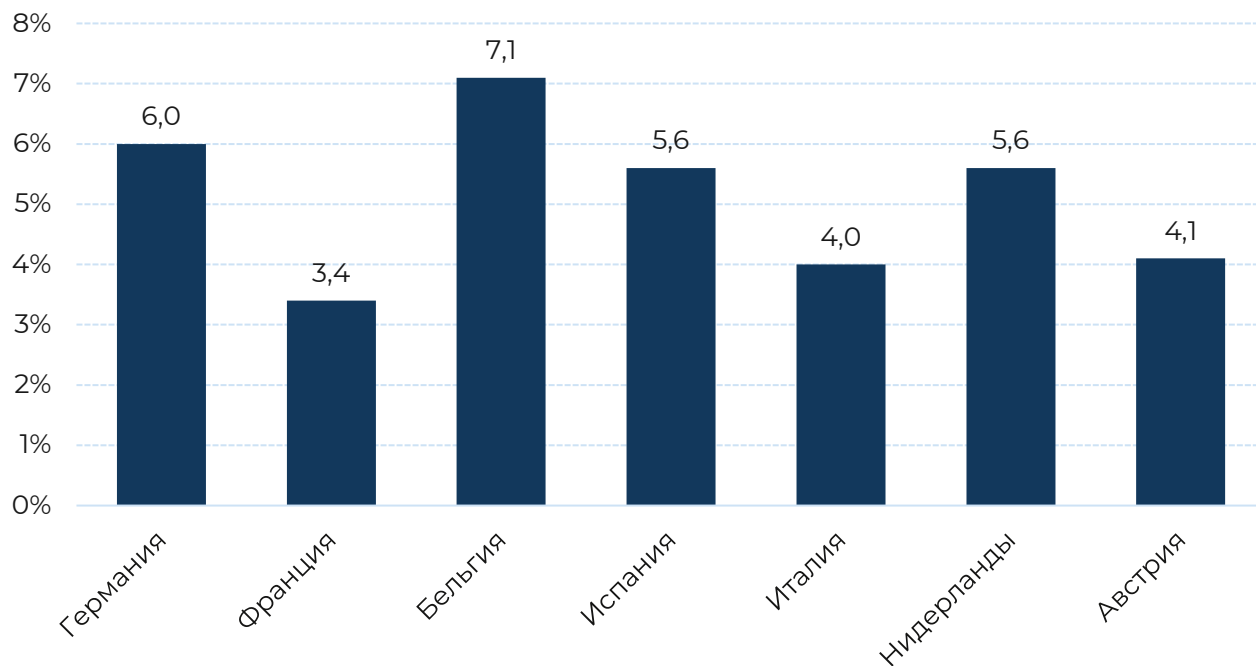
---

- 12-месячная инфляция в еврозоне достигла 4,9% в ноябре.
- Немецкие стартапы привлекли €11,3 млрд за три квартала 2021 года, на 70% больше чем за весь 2020 год.
- Олаф Шольц, бывший министр финансов, стал новым канцлером Германии. Между его Социал-демократической партией, «Зелеными» и «Свободными демократами» было подписано соглашение о политической программе коалиции.

## Экономика

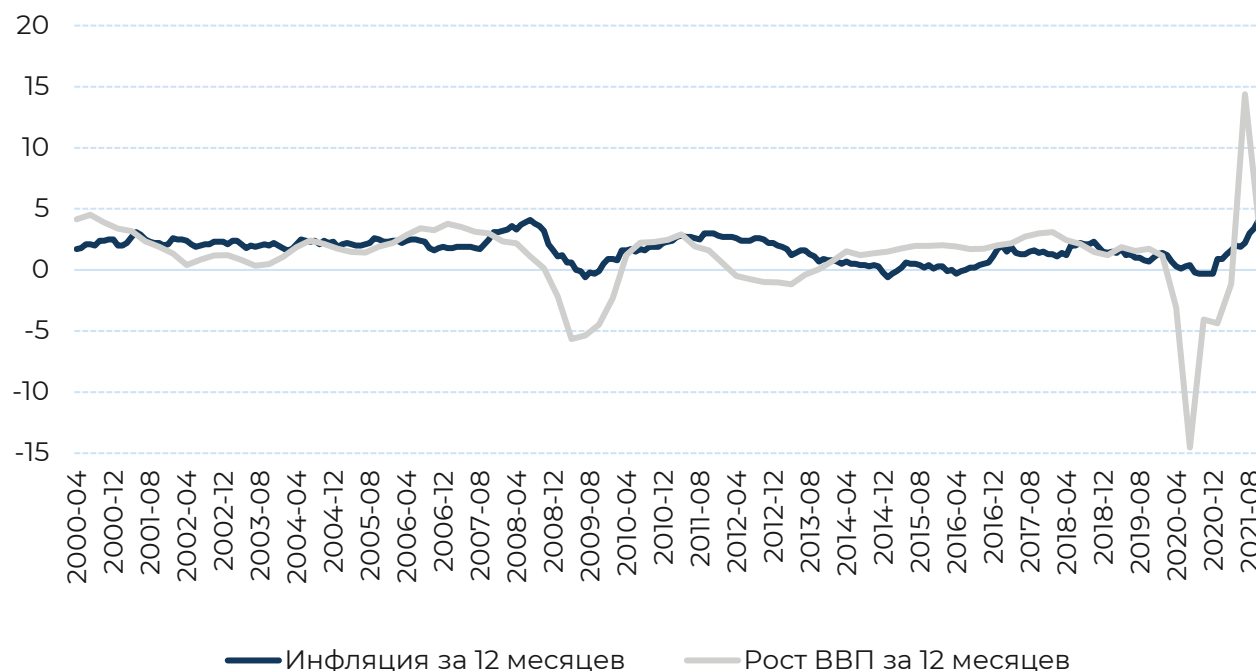
Как и месяц назад, основной вклад в инфляцию внесла энергия (+27,4% за 12 месяцев). Без учета этой компоненты рост цен составил 2,5%, на 50 б.п. выше целевого уровня Европейского центрального банка в 2%.

### 12-месячная инфляция в еврозоне в ноябре, %



Высокая инфляция (в пределах разумного – чтобы у бизнеса оставалась возможность заключать среднесрочные контракты) сама по себе не является проблемой, если сопровождается положительным темпом роста реального (то есть уже очищенного от инфляции) ВВП.

### Рост реального ВВП и инфляции в еврозоне



В период с 2015 по 2020 год средняя инфляция составляла около 1%, а рост ВВП – 2%. За третий квартал 2021 года европейская экономика выросла на 3,9% в годовом выражении, в том время как инфляция начала стабильно превышать 4%. То есть реальный ВВП растет, причем темпами, значительно выше среднего, а инфляция (особенно если исключить



влияние энергии) пусть и сильно превышает нормальные значения, пока не «крадет» экономический рост.

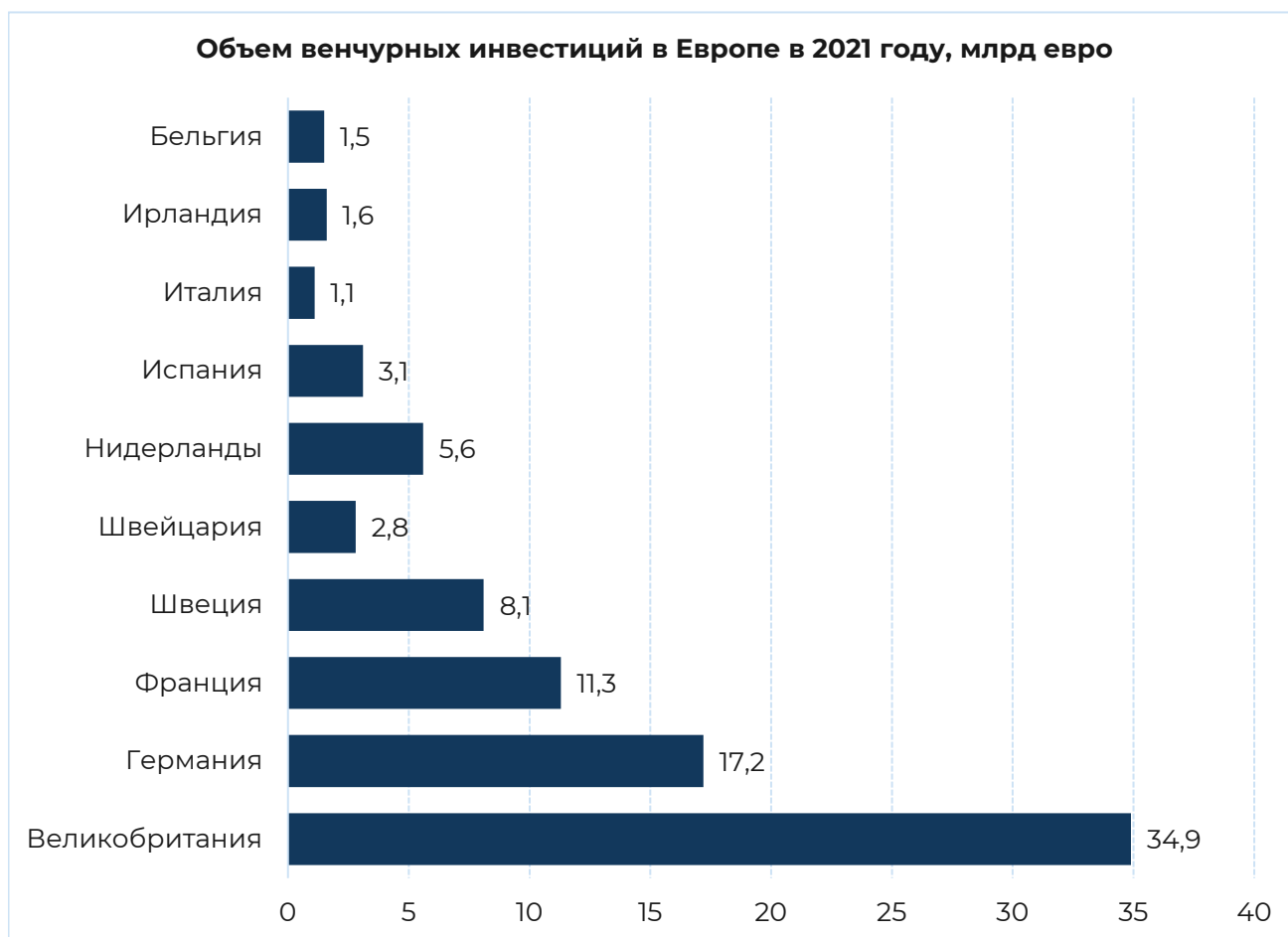
Однако сверхмягкая политика ЕЦБ продолжает перенасыщать экономику ликвидностью, стимулируя и без того высокий спрос на товары (ведь потребление услуг сдерживается мерами по борьбе с пандемией). Цены на энергию, проблемы цепочек поставок и снижение НДС в Германии также не подвластны регулированию монетарными методами.

Получается, что количественное смягчение стало де-факто бесполезным, но ЕЦБ продолжает упорно «заправлять» рынок деньгами, хотя экономика уже ими переполнена, и излишки просто трансформируются в рост цен. Серьезной проблемы пока нет, однако околонулевой рост реального ВВП без снижения инфляции станет ее индикатором.

## Венчурный рынок Германии

Основной приток инвестиций в молодые компании связан с венчурным финансированием стартапов поздних стадий. Однако местные фонды сконцентрированы на компаниях ранних этапов развития (early stage & seed – раунды). Крупнейшие сделки<sup>4</sup> прошли без участия немецких инвесторов.

Германия остается вторым по масштабу стартап-центром в Европе (после Великобритании), но доля венчурных инвестиций, согласно [исследованию](#) KfW, составляет всего 0,047% ВВП, в два раза меньше чем в UK.



Источник: [Statista](#).

<sup>4</sup> Серия D на \$1 млрд для софтверной компании Celonis, раунд которой возглавляли американские фонды Durable Capital Partners и T.Rowe Price; серия F на \$175 млн для контент-платформы Contentful с участием Tiger Global.



Источник: [KfW](#).

Многие стартапы поздних стадий ориентированы на глобальные рынки сбыта, и локальные инвесторы упускают возможность стать ключевыми акционерами потенциальных единорогов. Американские фонды, наоборот, пользуются возможностями и наращивают свое влияние на европейском рынке инноваций. Так, за три квартала 2021 года иностранными венчурными компаниями было заключено сделок на €8,9 млрд, почти в пять раз больше по сравнению с €1,7 млрд в 2016-м.

Проблемой это можно назвать только для немецких инвесторов, самим стартапам из Германии безразлично, из какой страны получать деньги (в рамках разумных репутационных рисков, конечно). Только нужно помнить, что рано или поздно VC-фонд выходит из капитала компании через продажу своей доли другому инвестору или первичное размещение акций на бирже. Исследование Технического университета Мюнхена показало, что 2/3 компаний с иностранным капиталом в конечном итоге либо покупаются зарубежными инвесторами, либо проводят IPO в другой стране. Среди компаний только с локальным капиталом эта доля составляет 1/3. То есть стратегический контроль над активом скорее будет не за немецкими акционерами. Это может означать форсирование выплаты дивидендов за счет будущего развития компании, потенциальный перенос бизнеса и офисов в другую страну с ущербом уже для рабочих мест и налоговых поступлений в бюджет.

Прямые иностранные инвестиции – отличный способ ускорить экономику. Но если на локальном рынке достаточно ликвидности для инвестиций в молодые компании, нужно это использовать и поддерживать стартапы не только на начальных этапах. В случае Германии капитал зарубежных фондов должен быть дополнительным, а не основным драйвером венчурного рынка.

## Новое правительство и канцлер Германии

6 декабря Олаф Шольц официально занял пост канцлера Германии и уже успел сформировать кабинет министров. В конце ноября три ключевые партии – СДПГ, Свободно-

демократическая партия Германии (СвДП) и «Зеленые» презентовали 178 страниц политической программы коалиции после пяти недель переговоров за закрытыми дверями.

Соглашение расставляет экономические фокусы на инвестициях в инфраструктуру и климатические проекты. Сам канцлер отметил, что следующее десятилетие станет периодом активных финансовых вложений в страну. Только любопытно, за счет каких средств новое правительство собирается менять Германию к лучшему?

Ровно в этом же документе лидеры партий согласились возобновить практику ограничения государственных заимствований с 2023 года (до 2020-го госдолг не должен был превышать 60% ВВП, ограничение сверху ослабили из-за пандемии), и при этом правительство не собирается повышать налоги.

А ведь платить придется хотя бы за повышение минимальной оплаты труда с €9,6 до 12 и создание 400 тыс. новых домов в год (из них 100 тыс. за счет государства). Еще одной важной статьей расходов станет декарбонизация Германии. Коалиция ставит целью полный отказ от угля к 2030 году, увеличение доли возобновляемых источников в производстве электроэнергии до 80% (сейчас 35%) и увеличение числа электрокаров с текущих 500 тыс. до 15 млн – тоже к 2030-му.

С учетом планируемого закрытия последней атомной электростанции в 2022 году и потенциальных проблем с финансированием многие цели выглядят не амбициозными, а просто нереалистичными. Разве что госбанк KfW поможет новому правительству с планируемыми инвестициями. Если добавить к этому обещания снизить возраст голосования до 16 лет и легализацию каннабиса, то программа выглядит скорее как маркетинговый материал, нежели реальный план действий.

## Китай

---

- Китай планирует стать самым технологичным производителем в мире.
- Однако роль внутреннего рынка остается относительно небольшой.
- Медь и алюминий – важная мотивация достижения углеродной нейтральности.

## Экономика

В последние годы Пекин проводит политику ужесточения контроля над финансовой системой страны, давления на частный бизнес и расширения роли государственных компаний и инвестиций. Среди прочих мер китайские власти вмешались в деятельность ряда местных банков, начав в мае 2019 года с Baoshang Bank; остановили несколько громких IPO, в том числе Ant Financial, которое могло бы стать крупнейшим в мире; и ограничили деятельность некогда динамичных секторов финансовых технологий и частного образования.

Китай стремится стать ведущей инновационной экономикой мира к 2035 году. Правительство пообещало сосредоточиться на достижении «прорывов в основных технологиях», включая искусственный интеллект нового поколения, полупроводники, облачные вычисления и др., а также создать больше национальных лабораторий и инновационных центров.

Пекин также собирается подключить 56% территории страны к сетям 5G. Правительство стремится к тому, чтобы к 2025 году на цифровую экономику приходилось около 10% нового производства. С 2021 по 2025 год расходы на НИОКР будут увеличиваться на 7% ежегодно.

Текущая пятилетка делает акцент на ускорении Четвертой промышленной революции и преобразовании Китая в передовую производственную сверхдержаву. То есть на усилении

глобальной конкурентоспособности Китая в робототехнике, транспорте и новых источниках энергии.

Растущая роль государства в экономике в последние годы объясняется не изменением отношения Пекина к частному сектору, а, по сути, естественным следствием растущей несовместимости между амбициями Пекина в области экономического роста и китайской моделью развития. Более того, пока не будут устранены основные дисбалансы, порожденные моделью развития страны, Пекину придется в краткосрочной перспективе выбирать между замедлением экономики и дальнейшим расширением государственного сектора за счет частного.

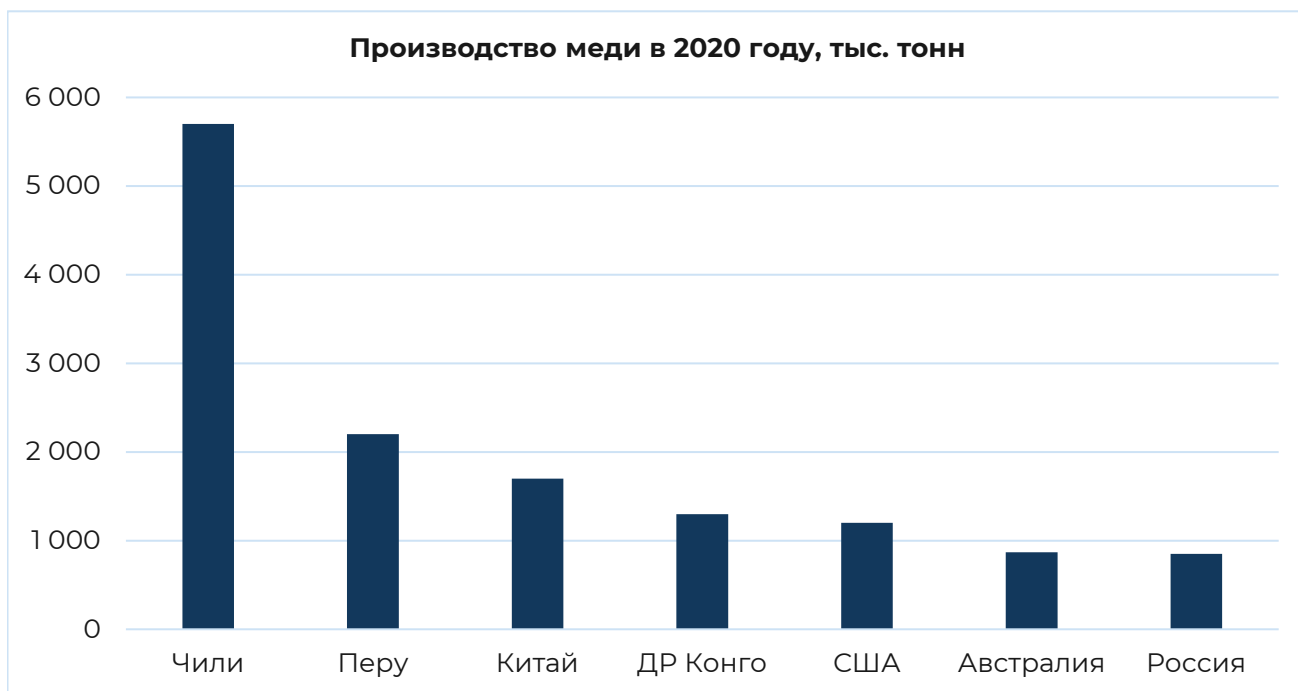
В основе дисбаланса экономики Китая лежит очень низкая доля домохозяйств в ВВП (около 50%) по сравнению с предприятиями и госсектором. В других странах домохозяйства обычно обеспечивают от 70 до 80% ВВП.

## Декарбонизация

Китай ставит своей целью достичь пика выбросов к 2030 году и стать углеродно нейтральной страной к 2060 году. В течение следующих пяти лет власти намерены снизить энергоемкость (т.е. сколько энергии уходит на увеличение ВВП на 1 доллар) на 13,5% и углеродоемкость на 18%. Согласно плану на неископаемые виды топлива будет приходиться 20% энергопотребления к 2025 году по сравнению с 15% в конце 2019-го.

КНР крайне заинтересована в реализации глобального энергоперехода. Два графика ниже могут пролить свет на причины.





Китай является крупнейшим производителем важнейших для зеленой экономики материалов. Поэтому от властей КНР можно ожидать дальнейшего развития чистой энергетики и активного участия в международных (иногда исключительно рекламных) проектах.

## Финансовые рынки

- Индекс доллара DXY достиг максимума за 2021 год. Турецкая лира девальвировалась на 40% за ноябрь.
- S&P International Corporate Bond Index снизился на 2,5% за ноябрь. Доходность 10-летних казначейских облигаций США упала на 12 б.п., до 1,44%.
- S&P 500 снизился на 0,83%.

## Валюты

В период неопределенности из-за нового варианта коронавируса, инвесторы возвращаются к доллару США. Индекс доллара достиг годового максимума в 96 пунктов, а евро продолжил падение: курс EUR/USD снизился с 1,15 до 1,13 к концу ноября.

Президент Турции продолжает свою борьбу с высокими ставками – в ноябре Центральный банк снизил ставку еще на 1 п.п. – до 15%, несмотря на снижение ставки на 2% еще в октябре. Инфляция в стране превышает 21%, а лира девальвировалась на 40% относительно доллара.

Логика Эрдогана следующая: высокие ставки одновременно замедляют экономику и провоцируют рост цен. Если с первым утверждением можно согласиться (чем выше процентные ставки, тем дороже бизнесу брать кредиты и тем меньше товаров производится в стране), то второе идет вразрез со стандартной макроэкономикой. По мнению турецкого лидера, высокие ставки приводят к росту расходов бизнеса, которые компании перекладывают на конечных потребителей через повышение цен.

Следует признать, что в позиции Эрдогана есть здравый смысл. Чем выше ставки в стране, тем больше денег население сберегает и держит на депозите в банках (ставки-то высокие!), и эти деньги не участвуют в обмене товарами и услугами. Падает внутренний спрос, и это приводит к снижению цен. Компании сокращают объем производства из-за падения

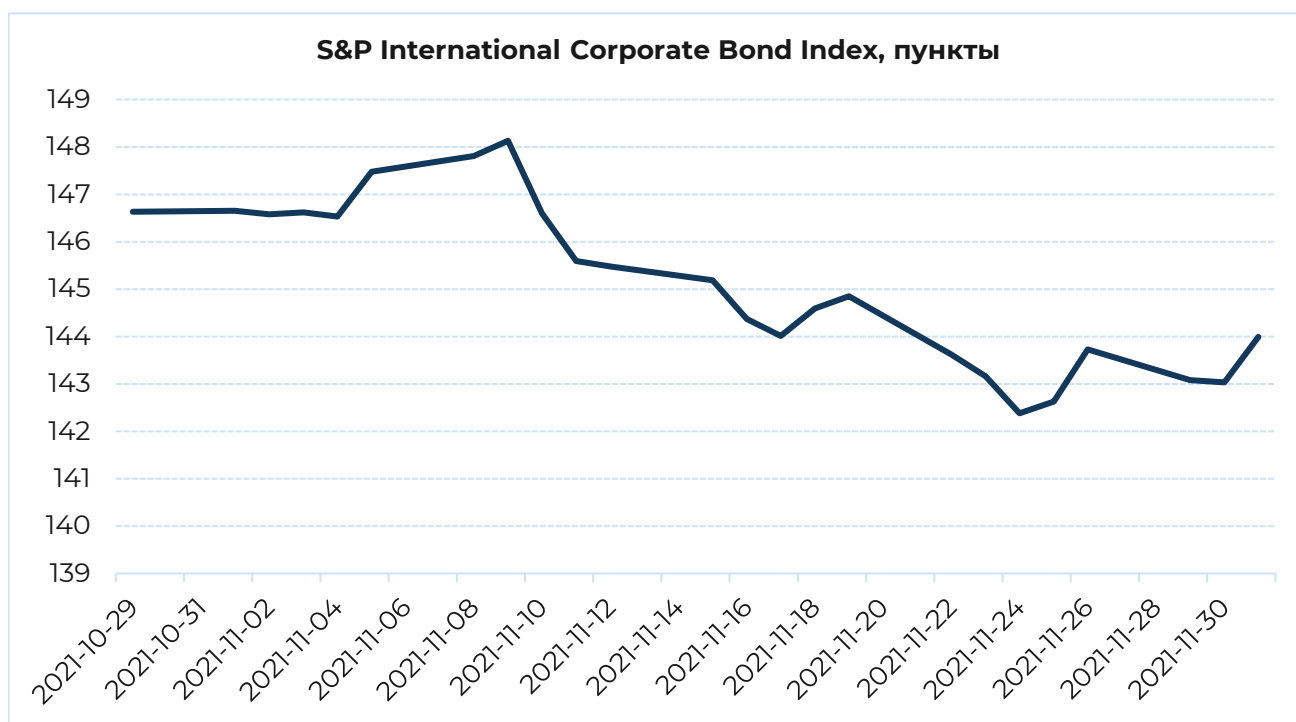
прибыли. Но раз прибыль падает – снижаются зарплаты и доходы населения, что опять же приводит к падению спроса. Экономика сжимается, а цены падают. Проблема, конечно, в том, что на определенном этапе спрос становится неэластичным, а сокращение местного производства компенсируется импортом. Локальная валюта резко падает в цене, и это приводит к росту цен, в том числе на импортные компоненты для локального производства. Начинается инфляция на фоне падения производства – стагфляция, запускающая гиперинфляционный цикл.

Так далеко Эрдоган не смотрит, а между тем нынешние темпы инфляции и обесценения лиры показывают: гиперинфляция куда ближе, чем он полагает.

## Облигации

В первой половине ноября доходность 10-летних казначейских облигаций выросла на фоне высокой октябрьской инфляции и достигала максимума в 1,67%. Однако обострение ситуации с пандемией внесло свои коррективы, и инвесторы вернулись к одному из самых надежных инструментов на рынке, доходность 10Y UST упала до 1,44% к концу месяца.

Рынок облигаций переживает не лучшие времена в 2021 году, международный индекс корпоративного долга от S&P показывает результат минус 6,58%<sup>5</sup> с начала года. В ноябре негативный тренд не изменился.



Низкие процентные ставки оставляют все меньше возможностей для инвестиций в долговые инструменты, и инвесторы ищут альтернативные по соотношению риск/доходность инструменты.

Одним из вариантов могут стать рыночно нейтральные продукты (в том числе фонды, использующие такие стратегии). Распространенная инвестиционная догма таких фондов – удерживать корреляцию к выбранному ориентиру (например, индексу S&P 500) около нуля и зарабатывать на арбитраже между длинными/короткими позициями. Сам арбитраж может быть очень разным: статистическим, алгоритмическим (хотя в этом секторе достаточно высокая конкуренция сложности алгоритмов) или фундаментальным. Как правило, у

<sup>5</sup> На 10 декабря 2021 года.

рыночно-нейтральных стратегий ожидаемая доходность ниже, но более консервативный риск-профиль по сравнению с long only – или long/short equity – фондами. Например, за ноябрь один из немногих индексов, которые принесли своим инвесторам положительную доходность (+1,29%), – как раз Equity market neutral Index, согласно данным [BarclayHedge Indices](#).

Еще одна альтернатива – стратегия покупки краткосрочной волатильности у институциональных фондов. Крупные игроки обязаны хеджироваться (и регуляторно и из чувства самосохранения), таким образом создавая спрос на инструменты хеджирования своих инвестиций. Продажа пут-опционов на индексы фиксированной доходности может приносить хорошую доходность за счет высоких премий за опционы.

## IPO

В этом году бычий рынок технологических IPO превратился в медвежий. Недавнее снижение стоимости быстрорастущих, но убыточных бизнесов привело к распродаже акций компаний, которые стали публичными в 2021 году.

Акции только одной из 55 компаний (GlobalFoundries) упали меньше чем на 20% относительно своих максимумов. А 23 компании потеряли половину или более своей стоимости, в том числе Robinhood, который упал на 74% с августовского пика. Диверсификация тоже не сильно помогла инвесторам – ETF Renaissance IPO упал на 18% за последние три недели и на 26% по сравнению с февральским рекордом. В технологическом секторе потенциальное повышение процентных ставок заметно сказывается на компаниях, которым потребуется дополнительный капитал для субсидирования роста. Самое громкое IPO ноября – производитель электрокаров Rivian (без выручки) – по-прежнему торгуется значительно выше своей цены размещения в \$78. Но из 10 самых дорогих компаний, которые вышли на IPO в этом году, только шесть все еще торгуются выше первоначальной цены. Coinbase, Didi, UiPath и Robinhood упали ниже своих начальных цен.



## Товарные рынки

---

- Цены на энергоносители резко снизились в ноябре из-за страха новых локдаунов и падения спроса.
- Нефть и газ – минус 16% в ноябре.
- Медь – один из лучших опережающих индикаторов экономической активности – минус 3,5% по итогам месяца.

### Нефть

Под влиянием нового варианта COVID-19 цены на энергоносители значительно снизились: нефть падала до уровня ниже \$70 за баррель (4-месячный минимум). При этом ОПЕК+ решил продолжить увеличивать добычу на 400 тыс. баррелей в день в январе.

Мировой спрос на нефть близок к допандемийным уровням (около 100 млн баррелей в день) благодаря значительному восстановлению спроса в США и Азии. В отсутствие жестких локдаунов спрос на нефть продолжит расти примерно до середины 2022 года.

Структурная недостаточность инвестиций в производство нефти и газа в сочетании с устойчивым спросом и быстро сокращающимися резервными мощностями ОПЕК+, вероятно, будет поддерживать рост цен на нефть и газ в течение следующего года. Кроме того, по оценкам JP Morgan, реальные резервные мощности ОПЕК в 2022 году будут на 2 млн баррелей в сутки (43%) ниже консенсус-прогноза в 4,8 млн баррелей в сутки.

[Ежегодное исследование](#) стоимости производства нефти Rystad Energy показало, что затраты upstream (разведка и добыча) в 2021 году значительно снизились, что сделало добычу новой нефти более конкурентоспособной и дешевой. Средняя цена безубыточности для новых нефтяных проектов упала до \$47 за баррель – примерно на 8% за последний год и на 40% с 2014-го. Похоже, ближайшие пару лет у нефтяных компаний в среднем вырастет свободный денежный поток – компенсация за недоинвестиции 2020 года.

### Медь

Запасы меди в хранилищах Лондонской биржи металлов снова упали на 45% в ноябре, а остатки в Китае близки к минимумам 2009 года. При этом цены стабильно держатся в диапазоне \$9 500–9 800 за тонну. Отсутствие роста цен говорит о том, что на медь также влияют опасения насчет новой волны пандемии.

Сам металл является одним из опережающих экономических индикаторов, так как используется почти во всех секторах: от строительства и генерации электроэнергии до электрокаров, техники и кабелей. Однако цены на медь по-прежнему остаются на 50% выше своих допандемийных значений: инфляция все же более устойчива, чем нам казалось раньше.

## Из мира хедж-фондов

---

- Активы под управлением люксембургских фондов непубличного долга выросли на 40,6% в 2021 году, до €181,7 млрд.
- 26% хедж-фондов и 22% институциональных инвесторов планируют добавить в свои портфели криптоактивы в ближайшие год-два.

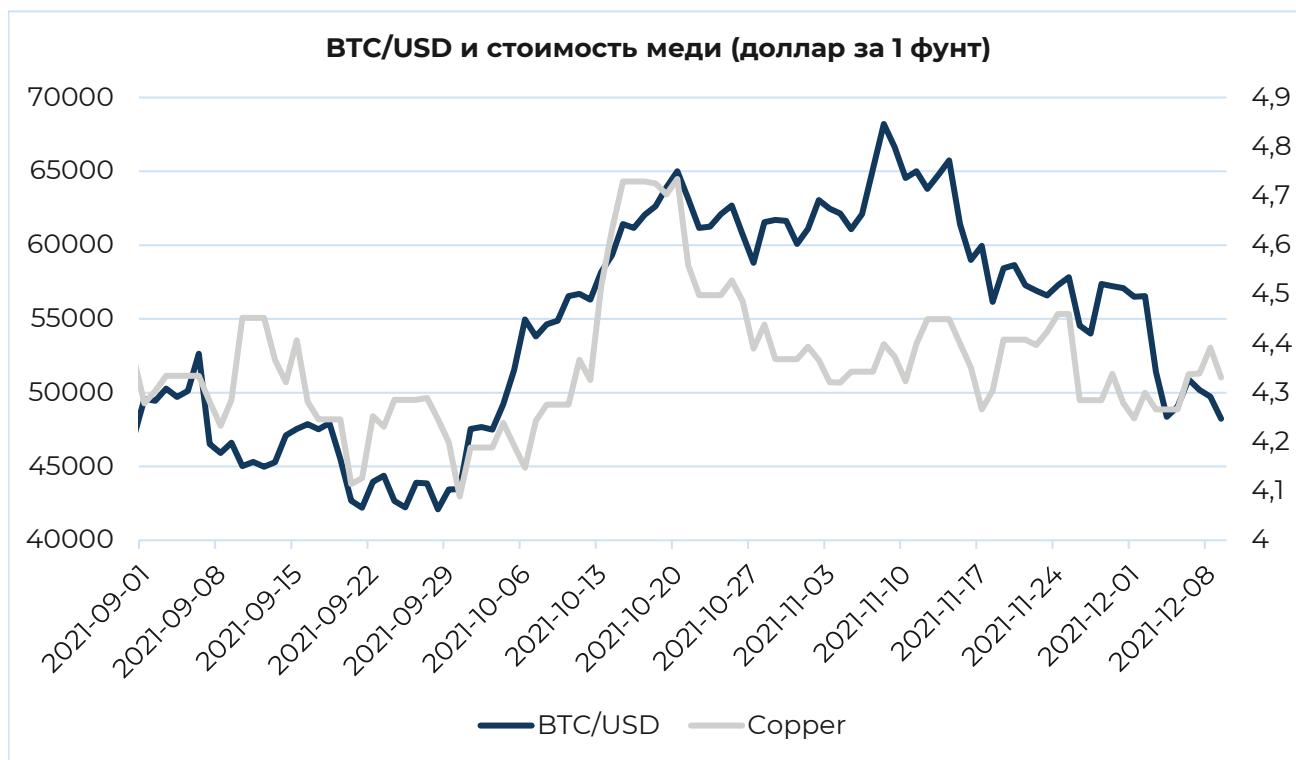


## Криптоактивы

Согласно [EY Global Alternative fund survey](#), 26% управляющих хедж-фондами, 22% институциональных инвесторов и 5% управляющих частным капиталом заявили, что планируют добавить криптовалюту в свои портфели в течение следующих года-двух. Это касается и крупных игроков: 36% менеджеров хедж-фондов с активами под управлением (AUM) свыше \$10 млрд и 32% менеджеров с AUM от \$2 млрд до \$10 млрд ожидают увеличения своих инвестиций в криптоактивы.

На заре криптовалют существовали проблемы хранения токенов и малой емкости рынка. Спустя годы системных рисков стало меньше, а инфраструктура – намного надежнее. Теперь многие исторически консервативные управляющие готовы рассматривать цифровые активы как альтернативный вариант для инвестиций или управления ликвидностью.

Хедж-фондов с криптоактивами в портфеле станет больше. Среди инвесторов мало тех, кто воспринимает криптовалюты как, собственно, валюты. Сегодня это новый вид актива с поведением, похожим на некоторые товары. Например, медь и биткоин демонстрируют очень похожую динамику за последние полтора года. Видимо, биткоин является не только индикатором глобального риск-аппетита, но и глобальной экономической активности.



В цифровые активы можно не инвестировать, но игнорировать уже точно не получится.

## Непубличный долг

Согласно ежегодному опросу [KPMG & ALFI](#)<sup>6</sup>, притоки средств под управление хедж-фондов, инвестирующих в непубличный долг, начали расти еще в 2020 году (на 36,2%). Главным драйвером популярности стали мягкая монетарная политика и снижение доходности облигаций. При околонулевых ставках их почти неизбежное повышение приведет к отрицательным результатам фондов, инвестирующих в публичный рынок, из-за уменьшения рыночной стоимости портфеля облигаций. У непубличного долга нет этого недостатка – доходность инвестора зафиксирована, так же как и при покупке облигаций, но без

<sup>6</sup> Association of the Luxembourg fund industry

отрицательной переоценки – ведь публичного рынка с меняющимися ценами для такого долга просто нет.

При этом риск для инвестора остается привычным – стандартный кредитный: по данным ALFI, основной стратегией стало прямое кредитование (72% опрошенных), наряду с инвестициями в проблемные активы (12%) и мезонинным кредитованием (11%). То есть размещение средств в фонды непубличного долга – фактически прямой аналог стратегии покупки облигаций и сохранения их в портфеле до даты погашения (hold-to-maturity).

Основными клиентами подобных фондов пока являются пенсионные фонды и страховые компании. Институциональных инвесторов привлекают вложения в финансирование инфраструктурных проектов (особенно в секторе возобновляемой энергетики) и портфели кредитов, выданных под залог недвижимости. Причина проста – такие проекты несут относительно низкий кредитный риск, а сроки погашения соответствуют долгосрочному горизонту инвестирования. Несмотря на главный минус фондов непубличного долга – крайне низкую ликвидность (относительно облигаций), спрос на подобные инвестиции будет только расти. Важной задачей управляющих станет привлечение капитала частных лиц, а не только институционалов. В этом им может помочь расширение продуктовой линейки через такие структуры, как, например, ELTIF<sup>7</sup>.

## Данные

### Товарно-сырьевые рынки:

Товары	30/11/2021	31/10/2021	MoM
Brent, \$/barrel	70,57	84,38	-16,37%
Natural Gas, \$/MMBtu	4,57	5,43	-15,84%
Coal, \$/ton	111,10	232,65	-52,24%
Nickel, \$/ton	20 185	19 480	+3,62%
Iron Ore, \$/dry metric ton	94,97	121,23	-21,66%
Copper, \$/ton	9 602,65	9 952,50	-3,52%
Aluminium, \$/ton	2 626,65	2 716,25	-3,30%
Gold, \$/troy ounce	1 775,05	1 780,65	-0,31%
Palladium, \$/troy ounce	1 742,0	1995,0	-12,68%
Silver, \$/troy ounce	22,85	23,78	-3,91%
Platinum, \$/troy ounce	941,0	1 021,0	-7,84%

### Индексы:

Индексы акций	MoM <sup>8</sup> , %	YTD, %	P/E на 30/11/2021
MSCI World	-2,30	15,31	21,87
MSCI Europe	-5,28	6,75	17,13

<sup>7</sup> European Long-term Investment Funds. Подробнее по [ссылке](#).

<sup>8</sup> Все доходности указаны в долларах США.

MSCI Pacific	-3,88	-1,96	16,86
MSCI Emerging Markets	-4,14	-6,11	12,19
MSCI EM Latin America	-3,40	-16,91	7,45
MSCI Arabian Markets	-5,15	28,21	18,69
MSCI Frontier Markets	-4,77	14,83	14,89
MSCI UK	-5,66	6,33	15,30
MSCI Canada	-5,02	18,10	16,73
MSCI Japan	-2,49	-1,85	15,72
MSCI India	-3,09	20,67	25,42
MSCI Indonesia	-2,93	-1,02	19,22
MSCI Philippines	2,52	-2,81	24,13
MSCI Russia	-10,86	17,06	8,41
MSCI Poland	-11,66	0,37	11,52

### Индексы хедж-фондов:

Barclay Hedge Fund Indices	NOV ROR, %	YTD, %
BARCLAY HEDGE FUND INDEX	-1,20	9,13
BALANCED (STOCKS & BONDS) INDEX	-1,94	7,69
EMERGING MARKETS INDEX	-1,64	4,82
EMERGING MARKETS ASIA INDEX	-1,06	7,18
EMERGING MARKETS ASIAN EQUITIES INDEX	-1,57	8,87
EMERGING MARKETS GLOBAL EQUITIES INDEX	-3,10	3,90
EMERGING MARKETS GLOBAL INDEX	-2,72	0,99
EQUITY LONG BIAS INDEX	-1,07	15,89
EQUITY LONG/SHORT INDEX	-1,25	9,73
EQUITY MARKET NEUTRAL INDEX	1,29	7,83
EUROPEAN EQUITIES INDEX	-3,06	9,21
EVENT DRIVEN INDEX	-1,57	11,45
FUND OF FUNDS INDEX	-1,14	4,73
GLOBAL MACRO INDEX	-1,39	6,24
MERGER ARBITRAGE INDEX	0,11	8,29
MULTI STRATEGY INDEX	-0,99	7,30
OPTION STRATEGIES INDEX	-1,10	10,07

### Валюты:

Валюты	30/11/2021	31/10/2021	MoM
EUR/USD	1,1337	1,1561	-1,94%

GBP/USD	1,3300	1,3678	-2,76%
USD/JPY	113,03	114,07	-0,91%
USD/RUB	74,98	70,52	+6,32%

## Макро:

<b>США</b>	<b>Actual</b>	<b>Previous</b>	<b>Consensus</b>
Personal Spending MoM, OCT	1,3%	0,6%	1%
Personal Income MoM, OCT	0,5%	-1%	0,2%
Manufacturing PMI, NOV	58,3	58,4	59,1
Services PMI, NOV	58	58,7	57
Balance of Trade, OCT	\$-B	\$-80,9B	\$-66,8B
Inflation rate MoM, NOV		6,2%	6,7%
Nonfarm payrolls, NOV	210K	546K	550K
Industrial Production, YoY, OCT	5,1%	4,6%	
Industrial Production, MoM, OCT	1,6%	-1,3%	0,7%

<b>Еврозона</b>	<b>Actual</b>	<b>Previous</b>	<b>Consensus</b>
Manufacturing PMI, NOV	58,4	58,3	58,6
Services PMI, NOV	55,9	54,6	56,6
Balance of Trade, SEP	€7,3B	€3,5B	€6,5B
Unemployment Rate, OCT	7,3%	7,4%	7,3%
M3 Money Supply YoY, OCT	7,7%	7,5%	7,4%
Industrial Production MoM, OCT		-0,2%	

<b>Китай</b>	<b>Actual</b>	<b>Previous</b>	<b>Consensus</b>
Caixin Manufacturing PMI, NOV	49,9	50,6	50,5
Caixin Services PMI, NOV	52,1	53,8	
Balance of Trade, NOV	\$B	\$84,54B	\$82,75B
Inflation Rate YoY, NOV		1,5%	2,5%
Exports YoY, NOV		27,1%	19%
Imports YoY, NOV		20,6%	19,8%
M2 Money Supply YoY, NOV		8,7%	8,6%
Outstanding Loan Growth YoY, NOV		11,9%	11,9%