

# Инвестиционная стратегия CBL AM

## Обзор и перспективы

Август 2022



**CBL ASSET  
MANAGEMENT**

# Содержание обзора

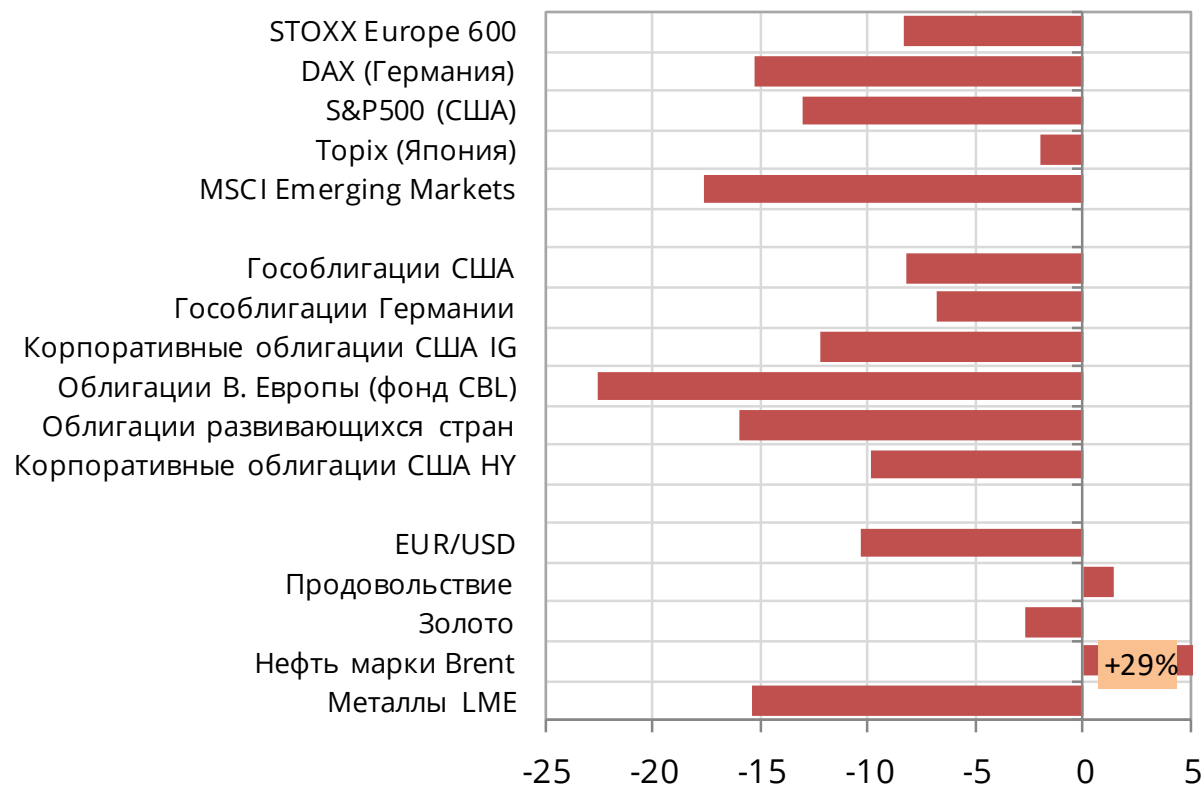
## Мировая экономика

- Мировая экономика стоит на перепутье высокой инфляции и более медленного роста. Потребитель недоволен, но продолжает тратить – несмотря на цены, сбыт товаров и услуг держится высоким, безработица низкая, зарплаты растут.
- Но в данных появляются признаки охлаждения. Производители в США и Европе отмечают замедление темпов роста новых заказов. Перегретый рынок недвижимости США начинает отпугивать покупателей. По нашему мнению, цикл мировой экономики находится в фазе устойчивого (и естественного) спада.
- Центробанк США (ФРС) продолжает одну из самых стремительных кампаний повышения ставок в истории. ЕЦБ в июле завершил 8-летний период негативных процентных ставок.
- В конце года вместе с замедлением экономики можем увидеть пик инфляции и ставок. До этого ФРС, очевидно, успеет поднять ставку до +/- 3%, ЕЦБ до 0.5 - 1.0%.
- На рынке нефти наблюдается перепроизводство. Баланс спроса и предложения указывает на более низкие цены осенью.

## Тенденции финансовых рынков

- На рынке облигаций неприятие риска стало очевидней. Рост не только эталонных ставок, но и премий за риск, увеличивает вероятность положительной доходности облигаций в будущем.
- Рассчитывать на целенаправленное снижение ставок не придется, пока в фокусе ФРС и ЕЦБ остается инфляция. То есть до поздней осени. В премиях за риск частично заложен риск рецессии. Это отличает облигации от акций, где это не наблюдается.
- На рынках акций коррекция снизила завышенные оценки. По сравнению с историей, Европа выглядит дешево, США – дорого.
- Наша макро модель ожидает спад прибыли S&P500 на 10-15%. Зарубежные аналитики прогнозируют 10% рост прибыли. Истина, очевидно, будет посередине, но вероятность неприятных сюрпризов остается.
- Рост акций в июле предоставил хорошую возможность уменьшить позиции акций в сбалансированных смешанных портфелях.

# Результаты финансовых рынков в 2022 году, %



\* Данные на 02.08.2022.

Источник: Bloomberg



# Глобальная экономика

## На перепутье высокой инфляции и более медленного роста

Инфляции остается мировой проблемой номер 1.

- Цены во всем мире растут невиданными десятилетиями темпами, «благодаря» чрезмерному спросу времен Covid-19, чему в этом году подыграет и последствия агрессии России для рынков ресурсов.
- Западный потребитель недоволен, но продолжает тратить – несмотря на цены, сбыт товаров и услуг держится высоким, безработица низкая, зарплаты растут.

Но в данных появляются признаки охлаждения.

- Производители в США и Европе видят замедление темпов роста новых заказов и даже их снижение (рис. 1). Свойственное для бума потребления пополнение запасов быстро теряет актуальность.
- Перегретый рынок недвижимости США начал отпугивать покупателей, активность падает.

По нашему мнению, цикл мировой экономики в фазе устойчивого (и естественного) спада.

- Экономисты как основной фактор для пересмотра прогнозов пока используют рост цен на энергоресурсы – чем больше нетто-импорт нефти и газа, тем больше снижены прогнозы (рис. 2).
- Мы считаем, что недостаточно учтен общий спад мирового спроса.
  - США это исключение – они энергетически самодостаточны, связи с задействованными в войне странами минимальны, но треть аналитиков в 2022-2023 годах прогнозирует рецессию (спад ВВП 2 квартала подряд).



Источник: Comtrade, IMF, Bloomberg Consensus (на 25/07/22), расчеты CBL AM

\* основываясь на объемах в 2019 году и разнице цен в 2022 и 2019 годах



**CBL ASSET  
MANAGEMENT**

# Глобальная экономика

## Пик инфляции и процентных ставок не за горами

Центробанки все еще воинственны в своих планах.

- ФРС проводит одну из самых стремительных кампаний повышения ставок в истории США – в течение полугода с нуля до 2.25-2.50%.
- ЕЦБ в июле повысил базовые ставки впервые за более чем 10 лет, завершив 8-летний период негативных процентных ставок.
- ФРС планирует приблизить ставки в 2023 году к 4%. ЕЦБ не говорит ничего конкретного, рынок ждет роста ставок до 1.0-1.5% (рис. 1).
- По-нашему мнению, ни ставки ФРС, ни ЕЦБ сдерживающими пока считать нельзя (свыше 2.75-3.00% и 1.25-1.50%). Также центробанки только недавно закончили наращивать балансы (печатать деньги).

Очевидно, до конца года вместе с замедлением экономики увидим пик инфляции и ставок.

- Глобально очень фрагментированный и зависимый от рисков и действий России рынок газа (и заодно и электричества) – исключение, может доставить неприятные сюрпризы.
- Рынки продовольствия и нефти (а также металлов, древесины) с начала лета остывают (падения на 15-20%). Учитывая высокую базу, это может замедлить инфляцию в конце года (рис. 2).
- Базовая инфляция по обе стороны океана демонстрирует признаки стабилизации, ослабление спроса может продолжить ее снижать.
- Таким образом, повышение ставок может продлиться до конца года – ФРС успеет поднять ставку до +/- 3%, ЕЦБ до 0.5 - 1.0%.



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM, прогноз фьючерсных рынков на 27/07/2022



Источник: Bloomberg

# На финансовых рынках: нефть

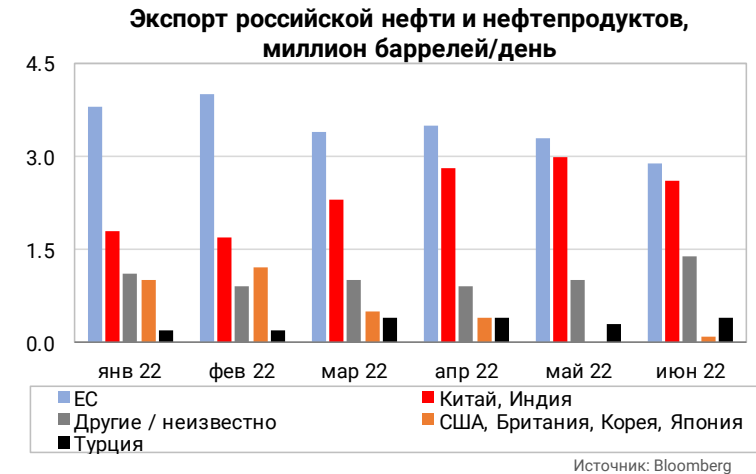
## Нефть продолжает поступать на рынок с низким спросом

Несмотря на беспокойство о поставках из России, предложение черного золота стабильно и растет.

- Россия продолжает пополнять мировое «кровообращение» нефти – добыча и экспорт нефти из страны с января снизились лишь на 0.5 млн ббл/день до 10.7 и 7.4 млн ббл/день соответственно.
  - Спрос из Европы на российскую нефть снижается медленно, и Россия успевает найти альтернативный сбыт в Индии и Китае (и Турции) (рис. 1).
  - Покупателей привлекает почти 30% скидка на нефть марки *Urals* к *Brent*.
- Нефть и продукты хранятся в танкерах и хранилищах в России - не прекращают добычу, т.к. это может стать необратимым.
- США и Саудовская Аравия тем временем увеличивает добычу – с начала года она в целом выросла на 1.1 млн баррелей в день.

Баланс спроса и предложения позволяет осенью прогнозировать более низкие цены на нефть.

- ЕС обязался до конца года полностью отказаться от российской нефти. Это будет непросто, но скорее всего «поможет» более низкий спрос.
- С начала года мировой спрос на нефть упал почти на 3% или на 3 млн. баррелей в день в основном за счет развитых стран. Остывающая глобальная экономика этот процесс поддержит.
- На рынке уже наблюдается перепроизводство. Если взаимосвязи сохранятся, в конце года нефть должна стоить 80 USD (рис. 2).



# На финансовых рынках: облигации

## Все еще под давлением эталонных ставок и премий

На рынке облигаций очевидно неприятие риска.

- Во 2-ом квартале минусы, на этот раз за счет изменений премий за риск, нежели за счет повышения базовых ставок (рис. 1).
- Рост не только эталонных ставок, но и премий за риск, увеличивает вероятность положительной доходности в будущем.
  - Хорошие или плохие экономические новости обычно повышают один и понижают другой показатель, очень редко оба движутся в tandem.

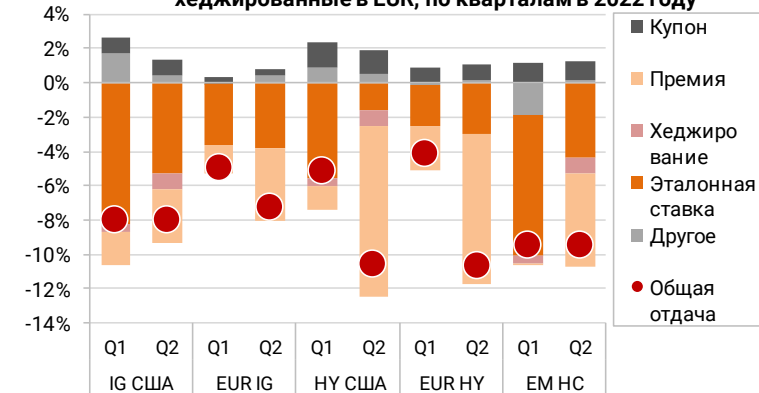
Эталонные ставки находятся в тени ФРС и ЕЦБ.

- В июле эталонные ставки в долларах и евро (доходность гос. облигаций США и Германии) скорректировались в сторону понижения, позволив облигациям компенсировать часть потерь.
- Но рассчитывать на целенаправленное снижение ставок не приходится, пока ФРС и ЕЦБ ориентируются на инфляцию.
  - Немецкие ставки после падения в июле не готовы к каким-либо шагам ЕЦБ (доходность 2-х летних - около 0.25%, а доходность 30-ти - ниже 1%).
  - Эталонные ставки в долларах становятся привлекательными на уровне около 3%, что недалеко от текущих значений.

В премии за риск частично заложен риск рецессии.

- Этот факт отличает облигации от акций (в частности, акций США), где это не наблюдается (рис. 2).
- Текущий уровень доходности редко наблюдался за последние 10 лет - в евро он от 2% до 6.5% в год в зависимости от уровня риска.

Компоненты отдачи сегментов облигаций хеджированные в EUR, по кварталам в 2022 году



Источник: Bloomberg

Премии за риск - акции против облигаций



Источник: расчеты CBL AM, Bloomberg

# На финансовых рынках: акции Со скидкой, но не дешево

## Мировые акции на территории «медвежьего рынка».

- Рынки акций продолжили коррекцию вниз. Низшая точка в США, Германии, развивающихся рынках еще недавно была более чем на 20% ниже самой высокой точки на рубеже года.
- Инвесторов пугает (в таком порядке) быстрый рост ставок, инфляция (увеличение затрат), замедление мировой экономики (риск рецессии), возможное (негативное) развитие российской военной агрессии.

## Коррекция уменьшила завышенные оценки.

- Фондовый рынок Европы, а также развивающихся стран, уже можно назвать относительно дешевым с исторической точки зрения.
- Рынок США остается дорогим (рис. 1). Премии за риск индекса S&P500 на предыдущем слайде говорят о том же.

## Ни риски легкой, ни сильной рецессии в достаточной мере не учитываются на фондовых рынках.

- Наша макро модель ожидает спад прибыли S&P500 на 10-15% (рис. 2).
  - Зарубежные аналитики по-прежнему прогнозируют 10% рост прибыли. Истина будет посередине, но вероятность неприятных сюрпризов остается.
- Опросы инвесторов указывают на сильный пессимизм, что часто является положительным сигналом для рынка. Возможно, это стало причиной роста в июле. Появилась хорошая возможность сократить вес акций. Мы хотим увидеть более масштабную «капитуляцию» инвесторов, учитывая большую неопределенность на многих фронтах.



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM



\* основываясь на индексах потребительских и бизнес (ISM) настроений, данных обратного выкупа акций, кредитных стандартах и USD REER, R<sup>2</sup> модели = 0.81  
\*\* данные на 29/07/2022



## Авторы обзора

---

**Зигурдс Вайкулис**

Руководитель отдела управления портфелями  
Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

**Симона Стрижевска**

Экономист  
Simona.Strizevska@cbl.lv

**Эдгарс Лао**

Управляющий портфелями  
Edgars.Lao@cbl.lv

**Игорь Лахтадырь**

Управляющий портфелями  
Igors.Lahtadirs@cbl.lv

**Рейнис Герасимовс**

Управляющий портфелями  
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

**Андрей Пилька**

Управляющий портфелями  
Andrejs.Pilka@cbl.lv

## Управление клиентскими портфелями

---

**Илья Лусис**

Руководитель отдела УКП  
Ilja.Lusis@cbl.lv

**Рейнис Герасимовс**

Управляющий портфелями  
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

**Янис Иккертс**

Управляющий портфелями  
Janis.Ikkerts@cbl.lv

## Обслуживание клиентов

---

**Евгений Бебнев**

Руководитель обслуживания клиентов CBL AM  
Jevgenijs.Bebnevs@cbl.lv

**Кристапс Урпенс**

Руководитель дирекции приватбанкиров Банка Цитаделе  
Kristaps.Urpens@cbl.lv

Консультации о возможностях вложения денежных средств и приобретения инвестиционных продуктов Вы можете получить по телефону +371 6 7010 810 или в офисе CBL Asset Management IPAS по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а. Интернет: [www.cblam.lv](http://www.cblam.lv)



**CBL ASSET  
MANAGEMENT**

**Дата составления обзора: 02.08.2022.**

### **Оговорка обязательств**

Этот обзор носит исключительно информационный характер, и его нельзя расценивать как совет по приобретению, держанию или продаже конкретных финансовых инструментов. Содержащаяся в обзоре информация считается маркетинговым материалом в понимании «Закона о рынке финансовых инструментов» («Finanšu instrumentu tirgus likums») Латвийской Республики, и она не подготовлена, основываясь на требованиях нормативных актов, которые обеспечивают независимость инвестиционных исследований, а также на нее не распространяется запрет на проведение сделок перед публикацией исследования. Ни авторы данного обзора, ни CBL Asset Management IPAS, связанные с ним компании или представители не несут ответственность за возможные неточности и ошибки, а также последствия использования информации, содержащейся в данном обзоре, в том числе не несут ответственность за прямые и косвенные убытки (включая неполученную прибыль), а также за штрафные санкции, даже если имеется предупреждение об их возможном применении. Информация, содержащаяся в данном обзоре, была получена из источников, которые, по мнению авторов, являются надежными (www.bloomberg.com, www.reuters.com, другие СМИ, биржа, центральные банки и статистические бюро, а также информация на домашних страницах компаний и др.), тем не менее, CBL Asset Management IPAS не гарантирует точность и полноту данной информации. Информация и мнения, содержащиеся в данном обзоре, актуальны на момент публикации и могут быть изменены без предварительного предупреждения. В случае использования материалов, ссылка на CBL Asset Management IPAS или соответствующие источники обязательна.

**Консультации о возможностях вложения денежных средств и приобретения инвестиционных продуктов Вы можете получить по телефону +371 6 7010 810 или в офисе CBL Asset Management IPAS по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а.  
Интернет: [www.cblam.lv](http://www.cblam.lv)**