



Инвестиционная стратегия СВЛ АМ

Обзор и перспективы

Ноябрь 2022



Содержание обзора

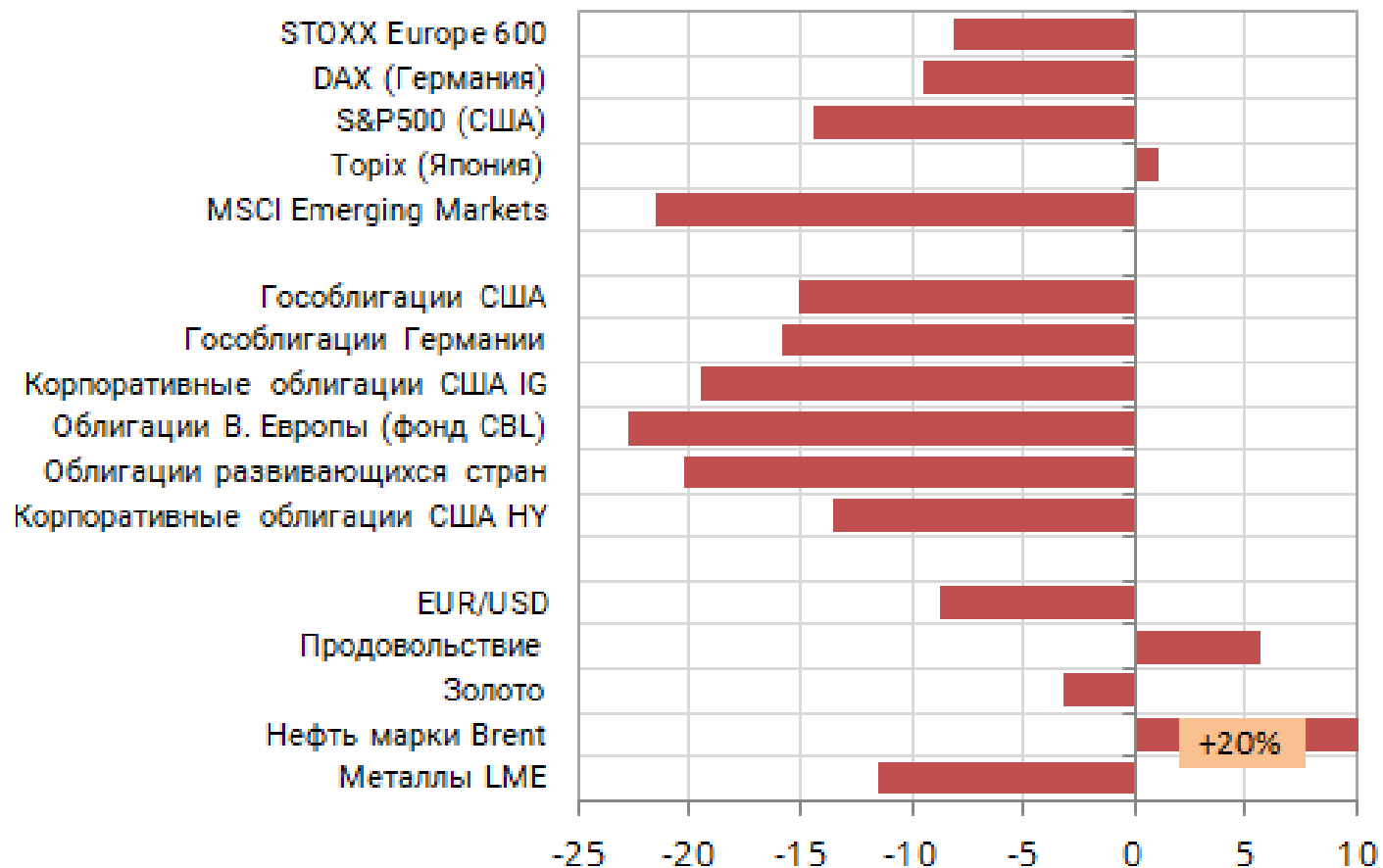
Мировая экономика

- Западный потребитель упрямо продолжает тратить. Из-за роста цен с середины года не растет объем проданных товаров, но о кризисе в тратах мы все еще говорить не можем. Очень быстро продолжают расти издержки на услуги.
- В Еврозоне настроения бизнеса, и в особенности потребителей, сигнализируют о рецессии. В США настроения ухудшились, но остались в зоне роста.
- Все больше признаков, что пик инфляции близок. До недавнего времени компании с легкостью перекладывали растущие издержки на потребителей, но есть надежда, что грядут перемены – заказы падают, на складах образуются запасы нераспроданных товаров.
- Монетарная политика в США и Еврозоне, по нашему мнению, стала сдерживающей – подавляющей экономическую активность. Но процентные ставки не могут оставаться долго на текущих уровнях. Закончив войну с инфляцией, их ждет снижение.
- Как и прогнозировали в августе, цены на нефть идут вниз. Процесс может продолжаться до весны – на мировом рынке нет нехватки источников нефти.

Тенденции финансовых рынков

- Доходность облигаций на впечатляющем уровне даже в долгосрочной исторической перспективе. «Пороги боли», при которых облигации компаний еврозоны станут нести убытки от роста ставок, стали относительно высокими.
- Процентные ставки – главное для рынков акций. В США рост цен в октябре оказался незначительно ниже прогнозов, и инвесторы уже бросаются покупать акции, надеясь на «Рождественское ралли».
- Ситуация фундаментально не улучшилась, сохраняем осторожность по отношению к акциям. Мы не ожидаем резкого снижения ставок. ФРС и ЕЦБ хотят чего-то большего, чем снижение инфляции только из-за эффекта базы. Для этого нужна рецессия, которая в рынках акций (в очередной раз) не заложена.

Результаты финансовых рынков, 2022 год, %



* Данные на 15.11.2022.
Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

Рецессия все еще в сознании, а не в действиях

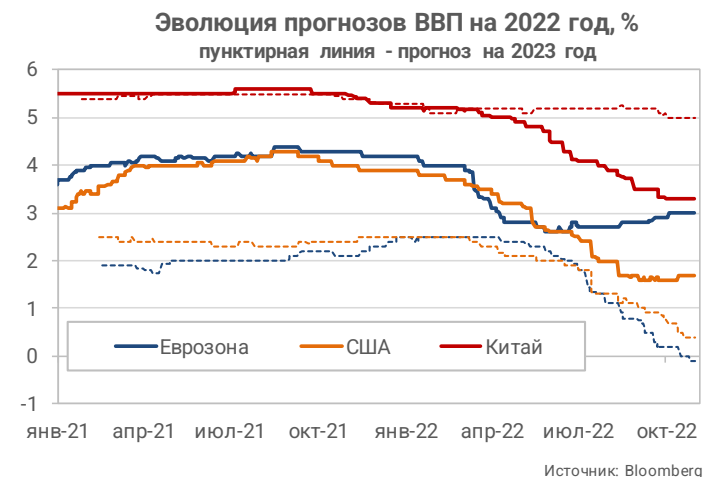


Западный потребитель упрямо продолжает тратить.

- Траты на товары уверенно растут. Из-за роста цен с середины года не растет объем проданных товаров (рис. 1), но о кризисе в тратах мы все еще говорить не можем. Как в реальных, так и в номинальных ценах растут издержки на услуги, будучи снова доступными после Covid.
- Потребители тратят дополнительные накопления времен пандемии, в США также активней берут потребительские и карточные кредиты.
- Поддерживает и рынок труда – безработица повсюду на исторически низких уровнях. Охлаждение происходит с очень высокой температуры.

Предприниматели и потребители продолжают думать негативные думы, экономисты – понижать прогнозы.

- В Еврозоне настроения бизнеса и в особенности потребителей сигнализируют о рецессии. В США настроения ухудшились, но остались в зоне роста.
- За потребление энергоресурсов в Еврозоне сейчас нужно платить в среднем на 3-4% от ВВП больше, чем перед Covid (в США только на 1%).
 - Стоит отметить, что в Еврозоне эти траты компенсируют субсидии для преодоления энергетического кризиса – они достигли 4% от ВВП, коммунальным компаниям еще отведен 1% от ВВП. Одна из причин, почему прогнозы на этот год в Еврозоне с лета даже увеличились.
- В 2023 году в США и Еврозоне прогнозируется что-то между стагнацией и рецессией (рис. 2). Пересмотр прогнозов вниз может стать менее явным, пока в реальной экономике не начнется более ощутимое замедление. Но в целом риски для экономики остаются негативными.



Глобальная экономика

Монетарная политика становится сдерживающей

Скоро! Больше признаков, что пик инфляции близок.

- В основе устойчивой инфляции желание и возможность тратить. До недавнего времени компании с легкостью перекладывали растущие издержки на потребителей, но есть надежда, что грядут перемены – заказы падают, на складах образуются запасы нераспроданных товаров.
- За пределами Европы падение цен на ресурсы с лета позволило понизить производственную инфляцию. В США замедляется и потребительская.
- В Еврозоне эти процессы тормозит рост цен на энергоресурсы, который продолжает накапливаться и в показателях базовой инфляции. Поиск высшей точки инфляции продолжается, но мы недалеко от нее (рис. 1).

Повышение ставок в западных странах продолжается, но большая часть роста ставок, очевидно, уже позади.

- Сильный спрос и ценовое давление заставляют Центробанки сильнее нажимать на педаль тормоза. С лета прогнозы базовых ставок снова повысились – пик в США в 2023 году ждут выше 5%, в Еврозоне – 3%.
- Монетарная политика в США и Еврозоне, по нашему мнению, стала сдерживающей – подавляющей экономическую активность (рис. 2).
 - Эффекты уже проявляются на рынке недвижимости США – покупательская активность падает, настроения строителей, разрешения на строительство и инвестиции в этот сегмент снижаются.
 - Более строгие финансовые условия замедлят кредитование и инвестиции.
- Не исключено, что траектория ставок будет выше. Но ставки на данных уровнях не устойчивы. Закончив войну с инфляцией, их ждет снижение.



Источник: Bloomberg Consensus
* прогноз на 01/11/2022



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM
* согласно прогнозам ВВП и инфляции Bloomberg Consensus

На финансовых рынках: нефть

Проблемы все еще на стороне спроса

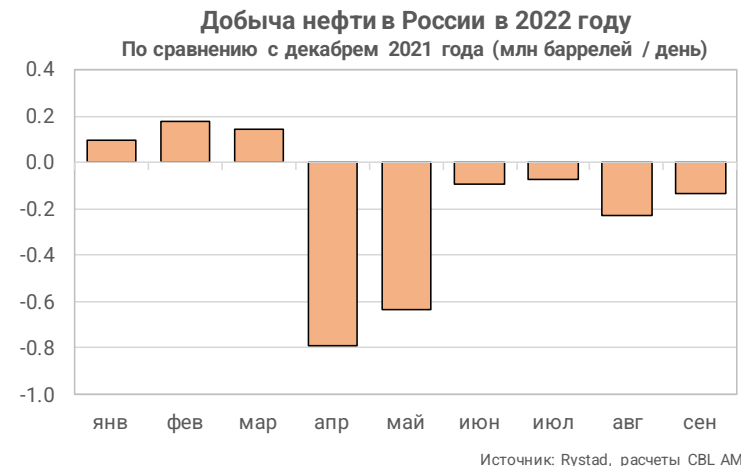
Как и прогнозировали в августе, цены на нефть идут вниз. Процесс может продолжаться до весны.

На мировом рынке нет нехватки источников нефти.

- Принятые меры не смогли убрать российскую нефть с рынка. Россия все еще находит новых покупателей – изменения добычи по сравнению с началом года на данный момент минимальны (рис. 1).
 - Планируемое в декабре эмбарго ЕС и планы стран G7 по установке потолка цен увеличат волатильность цен, но часть экспорта скорее всего со временем будет переориентирована.
- Значимый вклад обеспечила распродажа стратегических резервов, особенно в США, полгода привнося на рынок 1 млн баррелей в день.
 - Данная кампания закончится в ноябре, но США выразили готовность вернуться к этому инструменту в случае необходимости.

В это время спрос на нефть продолжает «буксовать».

- Из-за ослабления мировой экономики в конце сентября он составлял около 100 млн баррелей в день (млн б/д) – на уровнях 2017 года.
 - Особенно стоит отметить Китай (рис. 2), где продолжают действовать ограничения из-за Covid-19 и наблюдается замедление роста экономики.
- ОПЕК+, ссылаясь на спад потребления, понизил планы добычи на 2 млн б/д (реальную добычу – на 1). Это освободит больше мощностей.
- Поддержку спроса обеспечивает и переключение с газа на нефть для производства электричества / тепла (согласно расчетам IEA, эффект около 0.7 млн б/д), и низкие запасы отдельных нефтепродуктов.



На финансовых рынках: облигации

Предпочтение низкорисковым облигациям

Агрессивная политика Центробанков и экономические риски побудили инвесторов покинуть рынок.

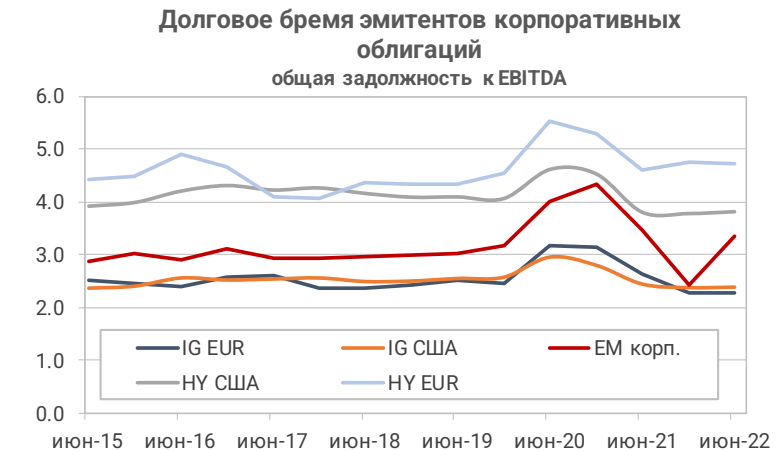
- Наиболее пострадали сегменты, подверженные риску мировой экономики: бумаги еврозоны со спекулятивным рейтингом и корпоративные облигации развивающихся стран; отток составил ~20% от общего объема активов фондов и ~10% из других сегментов.

Доходность облигаций на впечатляющем уровне даже в долгосрочной исторической перспективе.

- В основном из-за быстрого роста базовых ставок доходность облигаций достигла самого высокого уровня с 2008-2009 г. (рис.1).
- Быстрорастущие премии за риск обеспечили дополнительную доходность бумаг в евро валюте.
 - «Пороги боли» стали относительно высокими – чтобы облигации компаний еврозоны несли убытки, ставки должны вырасти еще на 100 б.п. в течение года для качественных облигаций и на 250 б.п. для высокодоходных облигаций.

Кредитное качество эмитентов остается хорошим.

- Основной показатель кредитного качества компаний – отношение совокупных заимствований к EBITDA – находится на среднем историческом уровне практически во всех сегментах (рис. 2).
- Конечно, потенциально быстроизменяющимся фактором здесь является прибыль – под влиянием более серьезной рецессии она сократится, и этот показатель быстро станет менее убедительным.



Источник: расчеты CBL AM, J.P.Morgan и Moody's

На финансовых рынках: акции

Рождество в этом году пришло раньше

Весь этот год фондовые рынки работали в «медвежьем режиме» — лишь недолгие, неустойчивые отскоки.

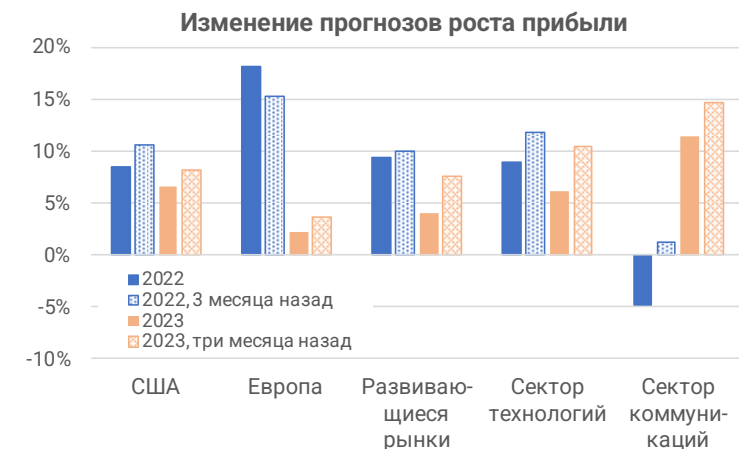
- Мы увидели в июльском ралли возможность сократить позиции, и это оказалось хорошей идеей.
- С начала октября рынки вновь пытаются расти, и где-то успехи впечатляют.
 - На большинстве рынков отскок пока находится в пределах 10-15%, немецкий индекс DAX вырос на целых 20% и сейчас лишь немногим на 10% ниже рекордов начала года.

Процентные ставки — главное для фондовых рынков.

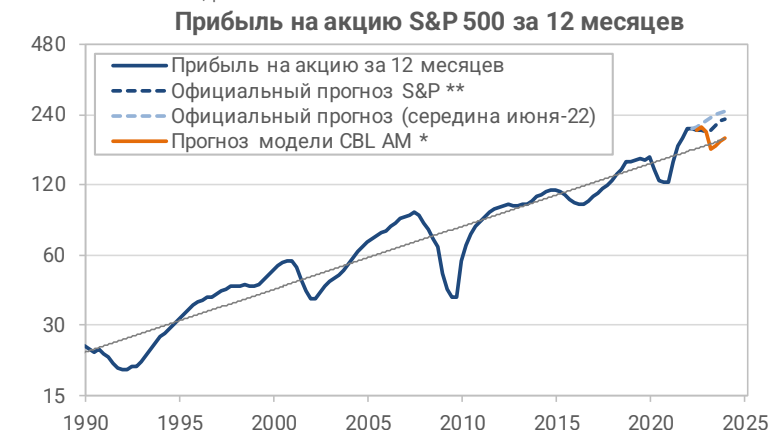
- В США рост цен в октябре оказался ниже прогнозов. Инвесторы надеются, что инфляция начнет быстро снижаться, и у ФРС не будет причин так сильно повышать ставки.
- Схожие ожидания по ставкам евро побудила теплая осень в Европе и резкое снижение цен на газ и электроэнергию.
- Инвесторы покупают хорошие новости, надеясь на «Рождественское ралли».

Снова приходится «портить праздник» — ситуация фундаментально не улучшилась, сохраняем осторожность.

- Хотя мы считаем, что ставки не смогут вечно оставаться на текущих уровнях, мы не ожидаем резкого снижения ставок. ФРС и ЕЦБ хотят чего-то большего, чем снижение инфляции только из-за эффекта базы. Нужна рецессия.
- Прогнозы прибыли компаний постепенно адаптируются к низкому росту, но все равно кажутся нам завышенными (рис. 1 и 2).
- Экономика продолжает остывать практически во всех географических регионах, рыночная оценка акций уже не отображает риски адекватно.



Источник: Refinitiv, расчеты CBL AM



* основываясь на индексах потребительских и бизнес (ISM) настроений, данных обратного выкупа акций, кредитных стандартах и USD REER, R² = 0.80 ** на 09/11/2022
 Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

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

Дата составления обзора: 15.11.2022.

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**