

Как глобальные тренды в макроэкономике влияют на выбор стратегии управления портфелем в России?



Сергей Пирогов

Основатель аналитического
сервиса Invest Heroes

Традиционные корреляции: РТС-Russell-EM-BRENT [1/2]



Традиционные корреляции: РТС-Russell-EM-BRENT [2/2]



Связи, которые изменились / нарушились / держатся

ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ

1. **BRENT теперь нужно корректировать** значительно на скидки (с пред Urals \$17-30). Потолок цен ещё усложнит картину
2. **Нет бюджетного правила, а в платежном балансе теперь важен приток-отток капитала физиками**
3. **Перестал работать арбитраж с миром.** Фактически, это capital controls. Отчасти поэтому ДКП больше не следует ФРС
4. **Соответственно, для рынка акций и рынка облигаций pricing теперь больше зависит от внутренних факторов =** ликвидности, налоговых рисков

ЧТО НОВОЕ

1. **Важнейшая переменная теперь – это бюджет**
2. И вторая – отток или приток капитала / неопределенность для населения

ЧТО ОСТАЛОСЬ

1. **Все ещё важно понимать тренд в инфляции, ВВП и %** ставках для понимания сырьевых рынков
2. Все ещё работает фундаментальная логика, но с оговорками на короткий горизонт
3. Нормально работает долговой рынок



Индикаторы рынков

Акции

S&P500	-25%
STOXX 50	-23%
PTC	-38%
NASDAQ	-32%

Деловая активность(авг)

США	44.6
Европа	48.9
Китай	51.7
Россия	50.4

Облигации

Treasuries (США)	-14%
Высокодоходные (США)	-18%
Высокодоходные (Европа)	-15%
ОФЗ	+23%

Стоимость сырья

Нефть	+27%
Газ	+121%
Золото	-7%
Медь	-24%



**Риск рецессии в США 30%+
В Европе = почти гарантия**

Источник:
Bloomberg



Уверенность руководителей падает, за ней упадут инвестиции, пойдут

Источник:
Crescat Capital



В какой среде нам предстоит жить в 2022-2023?

- Прогнозы многих экономистов сходятся в том, что инфляция снизится нескоро, и уход ниже 4% может занять 1-2 года
- Все это время экономический рост окажется подавленным, а среда на рынках останется токсичной до разворота политики государств от ужесточения к стимулированию

Тренд в мире до 2П 2023: ВВП начинает снижаться, инфляция замедляется, но остается высокой

	Рост реального ВВП	Темп инфляции
США	-2.6%	5.7%
Великобритания	-2.2%	6.1%
Канада	-1.0%	6.3%
Еврозона	-3.1%	4.1%
Австралия	1.8%	6.9%
Япония	0.8%	1.3%
Китай	5.0%	0.6%

Источник: Bridgewater Associates

Исторически это очень плохо для цен почти на все активы

Инфляц. облигации	-1.4%	10.9%
Золото	-10.9%	53.9%
Корзина сырья	-5.2%	27.8%
Облигации	-11.2%	9.9%
Корп. спреды	-6.0%	0.3%
Недвижимость	-32.2%	8.6%
Акции/бонды 60/40	-24.9%	13.7%
Акции	-34.1%	16.2%

ФРС повышает ставки,
Премия за риск растет (VIX+)

ФРС снижает ставки,
Премия за риск снижается (VIX-)

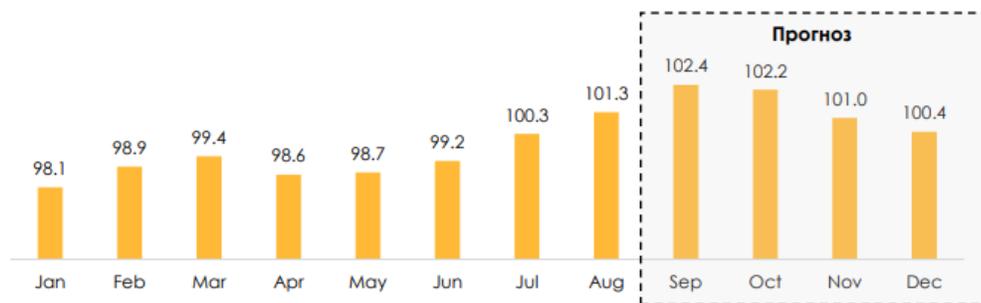
Нам с вами предстоит сыграть этот переход

Нефть / энергоносители – прогнозы Invest Heroes

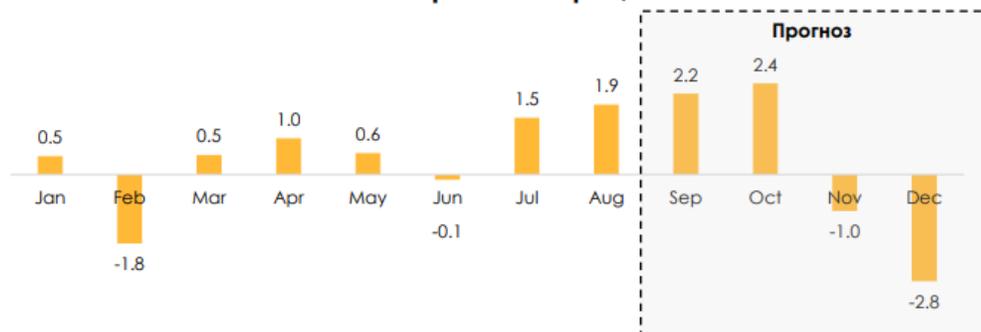
Прогноз спроса на нефть, мбс



Прогноз предложения нефти в мире, мбс



Баланс на рынке нефти, мбс



Опасения рецессии и локдауны в Китае оказывают давление на цены на нефть

По данным МЭА, из-за политики «нулевой терпимости» к коронавирусу в Китае в 4 кв. 2022 г. спрос на нефть в мире не вырастет. Рынок будет находиться в профиците и сбалансироваться только в начале 2023 г., когда будет действовать эмбарго на российскую нефть.

Снижение цен на нефть с июня связано с растущими опасениями будущей рецессии в США и мире.

По данным Bank of America, цена на Brent может упасть до \$75 в случае мировой рецессии. Citi допустил снижение цен на нефть до \$65 при начале рецессии.

В последнее время растут опасения рецессии в экономике США и в мировой экономике, это негативно влияет на цены на нефть.

Мы ждем, что на фоне ожиданий глобальной рецессии в 4 кв. 2022 г. цена на нефть снизится до \$77/барр. А в 1 кв. 2023 года цена на нефть будет на уровне \$80/барр., так как добыча в России уже снизится, а это минимальная цена для инвестиций в 80% новых проектов.

Переход с газа на мазут в отопительном сезоне увеличит спрос на нефть

В прошлом году из-за рекордно высоких цен на газ в Европе и Азии во время отопительного сезона (с октября-ноября в Европе) наблюдался рост спроса на нефть на фоне перехода с газа на мазут. По данным Goldman Sachs, рост спроса на нефть в ноябре-марте составил около 1 мбс.

В этом году цены на газ еще более высокие, и мы ожидаем, что зимой будет аналогичный рост спроса на нефть в связи с переходом с газа на мазут.

Ожидаем, что из-за высоких цен на газ в мире этой зимой будет наблюдаться переход с газа на мазут, как в прошлом году. Это приведет к росту спроса на нефть зимой примерно на 1 мбс.

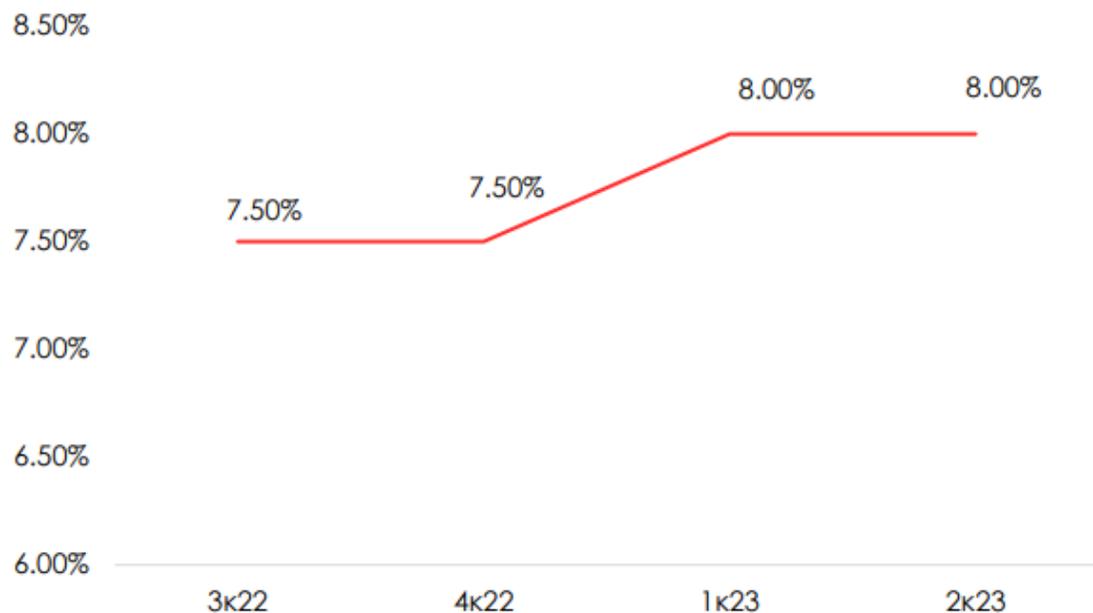
Выводы: Газ

Цены на газ в Европе выросли из-за дефицита, вызванного сокращением поставок газа Россией. Выпадающие объемы российского газа на 58% замещены американским СПГ, а 35% планируется компенсировать за счет снижения потребления в отопительный сезон.

Этой зимой Северный поток не будет работать из-за аварии. Вероятно, что поставки Газпрома в Европу останутся на 60% ниже уровня прошлого года.

Ожидаем, что при средней цене на нефть Brent в \$96 в 2022 г. средняя цена реализации газа Газпрома в Европе в 2022 году составит \$823/тыс. куб. м.

Прогноз КС на конец квартала



Ключевая ставка

- Инфляционные ожидания (ИО) населения на год вперед растут второй месяц подряд –12.5% в сентябре против 12.0% в августе и 10.8% в июле.
- Ценовые ожидания предприятий перестали снижаться – индекс, характеризующий ожидания бизнеса по изменению цен в следующие три месяца, вырос с 14.7 до 15.3. Снижение, наблюдавшееся с марта, прекратилось.

На краткосрочном горизонте баланс дефляционных и проинфляционных рисков сохраняется. На среднесрочном всё будет зависеть от трех факторов:

- как сильно повышенные расходы бюджета повлияют на рост цен;
- что будет с курсом рубля;
- какова будет сила «дефляционного эффекта» мобилизации.

Сейчас мы наблюдаем отток наличных средств из банковского сектора – с 21 сентября по 4 октября было изъято 673 млрд руб. Но это не сравнимо с оттоком в феврале-марте, когда за 10 дней изъяли 2.9 трлн руб.

Однако, ВТБ уже отреагировал и повысил ставки по четырем основным рублевым вкладам до 8.3% годовых. Думаем, что его примеру последуют и остальные банки.

Таким образом, мы видим, что снижать ключевую ставку уже опасно для здоровья банковского сектора, поэтому мы считаем, что цикл снижения завершен. А т.к. ДКП в текущих условиях гораздо более гибкая, чем раньше, то мы не исключаем первого повышения уже в 1 кв. 2023 г. до 8% или выше на фоне выхода проинфляционных рисков на первый план.



Режим 1
«Идеальный»
Склонность ЦБ = нейтрально

Лучшие классы активов
Акции, корп. бонды, сырье

Худшие классы активов
Гособлигации, доллар США

Лучшие сектора акций
Техсектор, сырье, промышленность, телеком, потребсектор не каждоднев.

Худшие сектора акций
Коммунальный, REIT, товары 1й необх., финсектор, энергоносители

Лучший стиль в акциях
Выс. Бета, импульс, высокий долг, длинные тренды, mid cap

Худший стиль в акциях
Низковолатильные, защитные, акции стоимости, дивидендные, 2й и 3й эшелон

Лучшие облигации
Высокорисковые, среднерисковые

Худшие облигации
Государственные, длинные бонды

Режим 2
«Рефляция»
Склонность ЦБ = повышение %

Лучшие классы активов
Сырье, акции, корпбонды, НЕдоллар

Худшие классы активов
Госбонды, доллар

Лучшие сектора акций
Техсектор, сырье, промышленность, потребсектор не каждоднев

Худшие сектора акций
Телеком, Коммунальный, REIT, товары 1й необх., финсектор, фарма

Лучший стиль в акциях
Выс. Бета, импульс, высокий долг, циклический рост, small cap

Худший стиль в акциях
Низковолатильные, защитные, акции стоимости, дивидендные, голубые фишки

Лучшие облигации
Высокорисковые, среднерисковые

Худшие облигации
Государственные, длинные бонды

Режим 3
«Стагфляция»
Склонность ЦБ = нейтрально

Лучшие классы активов
Золото, сырье, гособлигации

Худшие классы активов
Корп. бонды

Лучшие сектора акций
Коммунальные, Техсектор, энергоносители, промышленность, потребсектор не каждоднев.

Худшие сектора акций
Финсектор, REIT, сырье, телеком, повседневн спрос

Лучший стиль в акциях
Длинные тренды, импульс, mid caps, низкая бета, низкий долг компаний

Худший стиль в акциях
Small caps, дивидендные, акции стоимости, защитные, голубые фишки

Лучшие облигации
Длинные облигации

Худшие облигации
Рисковые облигации

Режим 4
«Дефляция»
Склонность ЦБ = снижение %

Лучшие классы активов
Облигации, золото, доллар

Худшие классы активов
Сырье, рискованные облигации, валюты EM

Лучшие сектора акций
Коммуналка, REIT, здравоохранение, телеком, товары 1й необх

Худшие сектора акций
Энергоносители, техи, промышленность, финсектор, сырье

Лучший стиль в акциях
Низкая бета, дивиденды, низкий долг, защитные, акции стоимости

Худший стиль в акциях
Выс бета, импульс, высокий долг, длинные тренды, циклический рост

Лучшие облигации
Длинные облигации, гособлигации

Худшие облигации
Рисковые облигации

Акции РФ: оценка 2х-5х EBITDA'2022

Мои	Акция	Тек. цена ?	Кап-ция ?	Тип компании ?	EV/EBITDA 2022F ?	Див. дох-ть 2021 ?	Див. дох-ть 2022 ?
★	АФК Система MOEX: AFKS	10.99	Мал/Сред	Защита	-	-	-
★	Аэрофлот MOEX: AFLT	23.48	Мал/Сред	Цикл	7.3x	-	-
★	Алроса MOEX: ALRS	66.73	Большая	Цикл	4.7x	13.2%	10.6%
★	Северсталь MOEX: CHMF	616	Большая	Цикл	3x	35.2%	-
★	Детский мир MOEX: DSKY	69.82	Мал/Сред	Защита	5.2x	-	-
★	Газпром MOEX: GAZP !	159.6	Большая	Цикл	1.7x	-	-
★	ГМКНорникель MOEX: GMKN	12 640	Большая	Цикл	5.4x	21.3%	-
★	Лукойл MOEX: LKOH	4 139	Большая	Цикл	2x	8.2%	-
★	Лента MOEX: LENT !	727.5	Мал/Сред	Защита	3.2x	-	-
★	ЛСР MOEX: LSRG	460.6	Мал/Сред	Защита	2.3x	-	-
★	ММК MOEX: MAGN	26.155	Большая	Цикл	1.7x	30.5%	-
★	Магнит MOEX: MGNT	4 810	Мал/Сред	Защита	4.1x	-	-
★	МосБиржа MOEX: MOEX	76.43	Мал/Сред	Защита	1.9x	-	-
★	МТС MOEX: MTSS	208.3	Мал/Сред	Защита	3.4x	21.3%	-
★	М.Видео MOEX: MVID	156.7	Мал/Сред	Защита	3x	-	-
★	НЛМК MOEX: NLMK	82.46	Большая	Цикл	3.2x	42%	-



Соберем факторы вместе



Мы торгуемся на уровне 2017-2019, но хуже сейчас прибыли и экономика, чем сейчас? – думаю, хуже



Результаты нашего фонда, основанного на макро стратегии

Динамика стоимости пая и СЧА

На 13 октября 2022

Стоимость пая, руб.

1 373,56 +0,10%*

СЧА, руб.

543 852 154,75 +0,46%*

* Прирост с 12 октября 2022

Архив



Актуальная стратегия

Акции

0..45%

- Прогнозы FCF говорят о потенциале 25-40% по нефтегазу и паре экспортеров
- Consumer Staples (Магнит, Белуга) и Utilities (ИРАО, Юнипро) интересны

Валюты

25-30%

- Все ещё логично ставить на валютные бонды и CNY
- USD ликвидность сжимается, впереди кризис

Облигации

Остаток

- В корпоратах выкуп YTM 13-15% и короткая дюрация
- В ОФЗ – линкеры, также ставка на то, что Минфин не будет занимать под 10%...

Фьючерсы

Хедж, арбитраж

- Есть арбитраж во фьючерсах (синтетические облигации)
- Часто нужно хеджировать акции



Спасибо за внимание!



Invest Heroes

64 368 subscribers



Invest Heroes: LIVE

8 622 subscribers

Invest-heroes.ru

Дербеневская наб. 7с12