

ОГЛЯД РИНКІВ Q1 2023

Очікування та прогнози

ЗМІСТ

Стислий зміст	3
Стратегія	4
🔒 Ринок акцій	8
🔒 Ринки боргових інструментів	13
🔒 Глобальні ринки:	16
• Товарні активи	
• Європа	
• Китай	
🔒 Альтернативні інвестиції	22
Висновки	24



Зв'яжіться з нами, щоб стати клієнтом і почати шлях до фінансової свободи

Огляд ринків 1 кв. 2023 – очікування та прогнози

Короткий зміст

Перший квартал 2023 року вирізнявся низкою подій, які однозначно потраплять у навчальні матеріали фінансової історії. Іноді за тижні минають десятиліття і останні кілька місяців вказують на можливість таких подій.

Насамперед варто зазначити про друге і третє за величиною в історії банкрутства банків, які не завадили ФРС і далі підвищувати відсоткові ставки, намагаючись приборкати інфляцію. Водночас державна програма підтримки банківського сектору породила низку сумнівів про те, чи скорочення ліквідності триватиме, чи почнеться новий етап QE.

Інша драматична історія розгорнулася в Європі, де припинилася 166-річна робота банку Credit Suisse внаслідок купівлі банком UBS за підтримки швейцарського уряду. Це призвело до обвалу акцій CS на 50% за одні вихідні і згодом викликало обурення власників гібридного боргу.

Інвесторам довелося нелегко, оскільки ринки були сповнені ризиків і короткострокових коливань, викликаних розбіжністю між очікуваннями і дійсністю. З кінця 1800-х років у США було 30 рецесій і 16 яскраво виражених тривалих ведмежих ринків під час рецесій, офіційно підтверджених NBER (Національне Бюро Економічних Досліджень).

Досвід показує, що в аналогічних умовах оптимальною стратегією для фондових ринків було, насамперед, зайняти захисну позицію щодо ринку в міру нормалізації кривої дохідності, потім фіксувати прибуток у міру того, як кредитні умови стають більш жорсткими, накопичуючи кеш для формування позицій на розвороті ринку. Альтернативним рішенням фіксування позицій можуть бути облігації з низьким рівнем ризику, переоцінка яких внаслідок зростання процентних ставок близька до мінімуму.

У зв'язку з цим, стратегічно ми рекомендуємо:



Stocks

- нециклічні сектори економіки
- компанії з низьким борговим навантаженням і стабільним грошовим потоком



Fixed Income

- корпоративні облігації з високим кредитним рейтингом
- держоблігації США
- TIPS, Money Market



Global Markets

- Європа: нециклічні сектори економіки
- Китай: сектори товарів довгострокового споживання і першої необхідності, промисловий і технологічний сектори



Commodities

- золото, срібло, промислові метали

Основні події та стратегічні тези на другий квартал 2023 і далі:

- Інфляція з високою ймовірністю залишиться значно вищою за цільовий рівень 2%
- Ринок праці все ще екстремально стійкий, але будь-які ознаки крихкості та зростання безробіття зумовлять хвильовий негативний ефект для фондового ринку
- Метушня, спричинена банківською кризою, виявила вразливості фінансової системи і показала, що кумулятивний ефект сповільнення економіки у 2022-му знаходить відображення в різних секторах та індустріях, а між динамікою фондового ринку та економічними явищами є значний часовий лаг
- Процентні ставки можуть досягти пікових значень раніше, ніж очікувалося, оскільки центробанки змушені балансувати між інфляцією та показниками зростання і ризиків фінансової стабільності
- Умови кредитування, що стають більш жорсткими, ймовірно збережуть цей тренд, створюючи додаткове навантаження на корпоративний сектор

Ринкові перспективи:

- Ринки акцій все ще містять більше нереалізованих ризиків, ніж ринки облігацій
- Тут і зараз - гарний час для того, щоб зафіксувати пікові дохідності облігацій на найближчі 1-2 роки, оскільки ринок починає закладати скорочення процентних ставок
- Долар з високою ймовірністю не оновить пікових значень найближчим часом, що створює додаткові можливості для зростання товарних активів, насамперед золота

У другому кварталі 2023 року ми очікуємо:

- Подальший розвиток рецесії, що чинитиме тиск на економіку і ВВП
- Можливі перші прояви послаблення ринку праці
- Падіння прибутків циклічних секторів порівняно з 2022 роком

01/

СТРАТЕГІЯ

Blackshield Capital
Market Overview Q1 2023 Projections and outlook

Динаміка секторів S&P 500 за 1 кв. 2023 року

Сектор	Динаміка за 1 кв. 2023
Informational Technology	21.49%
Communication Services	20.18%
Consumer Discretionary	15.76%
Materials	3.75%
Real Estate	1.04%
Consumer Staples	0.16%
Utilities	-4.04%
Health Care	-4.72%
Energy	-5.57%
Financials	-6.05%

Стратегія

Індекс S&P 500 розпочав рік впевненим зростанням на 7% у першому кварталі з лідерством сектору інформаційних технологій та відставання сектору охорони здоров'я. При цьому з поправкою на зростання прибутків та інфляцію, фондовий ринок близький до рівнів 2019-го року.

Стрес у банківському секторі нагадав нам про наслідки більш жорсткої грошово-кредитної політики. Ми вважаємо, що в майбутньому увага інвесторів дедалі більше перемикатиметься з ризиків підвищення ставок на ризики, пов'язані з рецесією. Це має стати каталізатором зміни лідерства "risk-on" секторів на ринку, водночас менш ризикові сектори зростатимуть далі, що ми й очікуємо протягом наступних кварталів.

Одним із найважливіших драйверів інфляції в період пост-COVID було порушення ланцюгів постачань товарів. На основі аналізу низки релевантних індикаторів можна однозначно стверджувати, що наразі цю проблему вирішено.

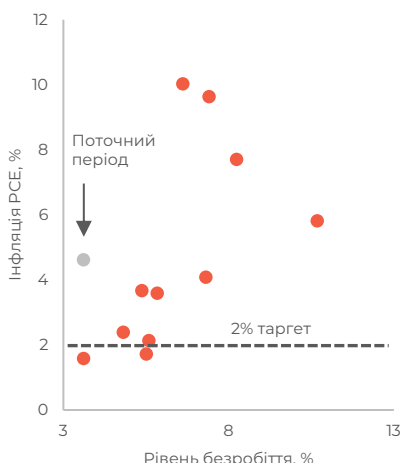
Це має різкий вплив на ціни товарів тривалого користування, згодом це знайде відображення в запасах і змінить стратегію ціноутворення товарів. Однак, це ніяк не впливає на сповільнення інфляції сфери послуг, яка більшою мірою залежить від рівня безробіття, що перебуває біля історичних мінімумів. З точки зору процентної політики, в минулому ФРС декілька разів знижувала ставки, незважаючи на високу інфляцію, але рівень безробіття був вищим (або інфляція була нижчою за цільовий рівень у 2019 р.), а тому ідеального історичного шаблону для поточної ситуації немає.

Базова інфляція в США, %

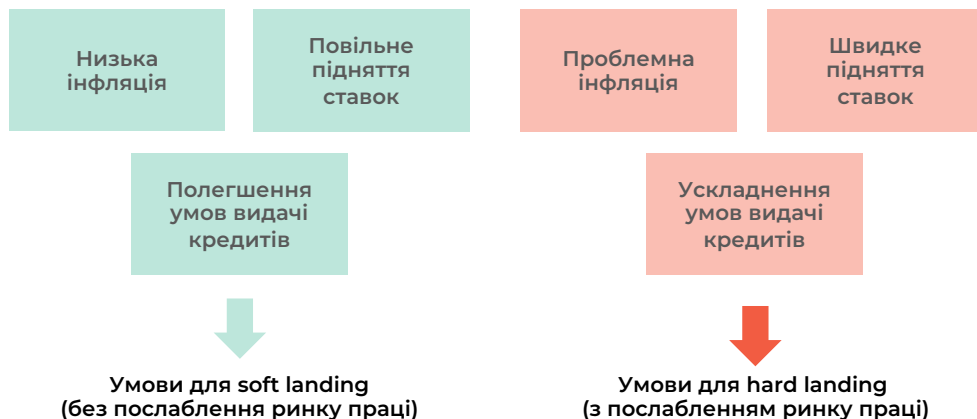


У дилемі між "soft landing" і "hard landing" у медіа виникає дедалі більше дискусій про "no landing", тобто такий сценарій, коли ФРС підніме ставку настільки, щоб приборкати інфляцію, але не дасть економіці перейти в рецесію. Насправді економіка найчастіше тяжіє до одного з двох сценаріїв і рідко приземляється посередині. І реальний landing - це така поворотна точка бізнес-циклу, зумовлена розворотом ринку нерухомості, а міра жорсткості приземлення визначається тим, наскільки послабився ринок праці. При цьому, незалежно від того, який сценарій реалізується, ринок завжди вважає, що буде "soft landing" і демонструє оптимізм, що зумовлює тимчасове зростання активів.

Безробіття і рівень інфляції в періоди скорочення ставок ФРС



Сценарії розвитку економіки



Значною мірою це ділить інвесторів на дві категорії, кожна з яких по-своєму має рацію – можна або зайняти активну позицію, реагуючи на мікродрайвери зростання або зниження з метою зловити короткостроковий таймінг, або зайняти стратегічну позицію і не вносити правки в ухвалені рішення занадто часто.

Проблема з ліквідністю в американських банків - Silicon Valley Bank, Silvergate Capital, First Republic Bank, а також у швейцарського Credit Suisse - призвела до одного з найбільших одноденних банкопадів в історії.

Враховуючи залежність ринку нерухомості від підняття ставок, у цьому секторі можуть реалізуватися наявні ризики.

Стратегія

Нещодавня банківська криза викликала багато запитань щодо того, який наступний сектор може бути найбільш вразливим.

Варто зазначити, що малі та середні банки, вразливі до відтоку депозитів, тримають близько \$2.3 трлн боргів за комерційною нерухомістю, що становить майже 80% усіх іпотечних кредитів.

Звісно, не вся комерційна нерухомість однакова – ринок Commercial Real Estate вкрай сегментований: від охорони здоров'я та промислових підприємств до багатоквартирних будинків та офісів. І кожен сегмент має різні фактори попиту та прибутковості.

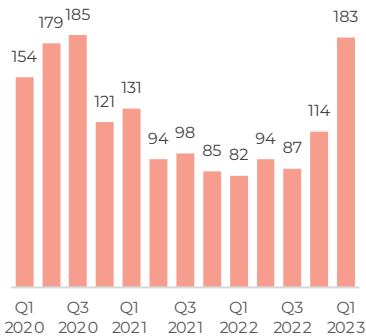
Але фактично зниження вартості комерційних кредитів на цьому етапі створює лише "паперові збитки" для банків і ці збитки можуть залишатися нереалізованими або до моменту нормалізації цін, або до моменту необхідності ліквідації позицій у портфелях.

У будь-якому випадку, ринок комерційної нерухомості, а особливо сегмент будівництва будинків, перебуває в зоні ризику. Житловий ринок дещо відстає від зростаючої іпотечної ставки, але неминуче слідує за нею:

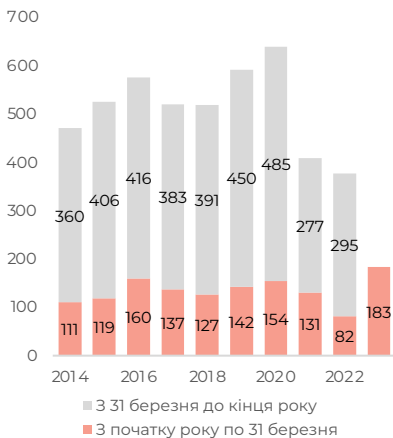
Кореляція між індексом нерухомості та 30-річними іпотечними ставками



Заяви про банкрутство, США



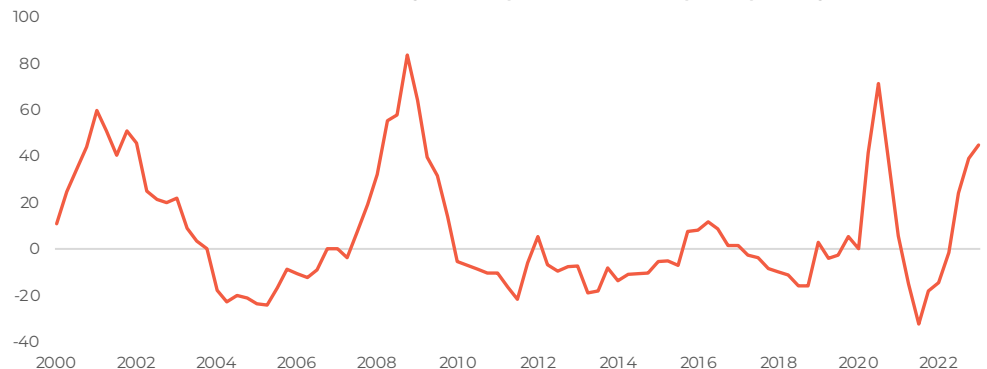
Заяви про банкрутство, США



Рівень дефолтів за 1 кв. 2023 року перевищив значення за останні 10 років.

Окремо варто виділити те, як посилення банківського кредитування впливає на бізнес. У середньому існує лаг близько півроку, після чого корпоративний борг на тлі зростання вартості позик конвертується в зростання кількості дефолтів. Це, у свою чергу, транслюється в ринок корпоративних облігацій, що створює необхідність зростання купонів за новими випусками.

Частка банків, що підвищують жорсткість стандартів кредитування



Основна відмінність схожих історичних ситуацій від поточної полягає в тому, що ми вже формально перебуваємо в рецесії і середня ринкова дохідність на момент досягнення термінальної ставки не є релевантною. Усе залежить від контексту змінних ринку праці та того, наскільки суттєво скорочуватимуться корпоративні прибутки.

Низька премія за ризик негативно впливає на ринок акцій через низьку привабливість винагороди за прийняття загального ризику конкретного активу.

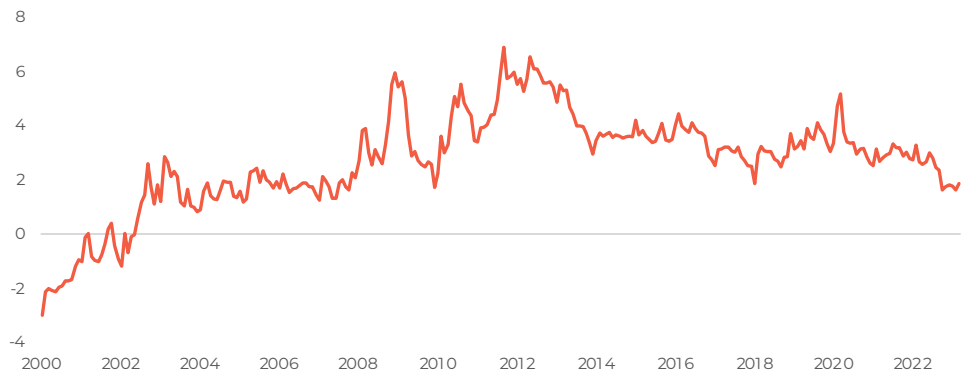
Стратегія

Як і наприкінці 2022 року, широкий ринок акцій пропонує меншу винагороду за ризик порівняно з борговими інструментами.

Це повертає нас до тези про те, що в разі рецесії тільки певна категорія акцій може показувати зростання на тлі розбалансованого ринку.

Особливо це стосується компаній, які здатні самостійно рефінансуватися за рахунок грошового потоку, а розмір їхнього боргового навантаження не надмірний.

Премія за ризик за акціями



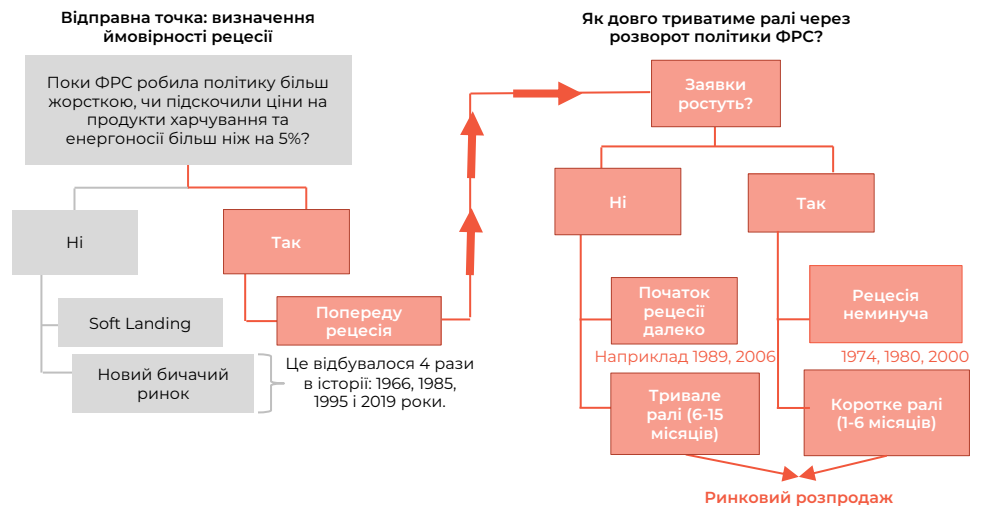
З огляду на поточну ситуацію з інфляцією, наступним логічним питанням є те, наскільки ще ФРС може підвищувати ставки, щоб не нашкодити ринку праці.

Баланс імовірностей вказує на те, що максимальне скорочення маржі, робочих місць і прибутків компаній розгортатимуться в найближчі квартали. Немає однозначної впевненості в тому, що почнуться серйозні банківські проблеми, хоча кількість прострочених платежів зростає.

Позитивний фактор полягає в тому, що зарубіжний попит на товари і послуги все ще високий, а зростання реальної доходності інструментів money market (дохідність мінус інфляція) зумовило істотний приплив активів у цей тип боргових інструментів.

Базово, ми керуємося логікою, зображеною на схемі нижче, за якої перша сходинка - інфляція вище 5% - вже пройдена. Надалі все залежатиме від глибини погіршення ринку праці.

Визначення ймовірності рецесії та тривалості ралі



У базовому сценарії, т. зв. "soft landing", S&P 500 може закритися на рівні 4,000 на кінець року, а в разі "hard landing" - ціновий орієнтир може скласти 3,200.

Стратегія

Визнання центробанком можливої рецесії. Більшість рецесій йдуть за сценарієм "поступово, а потім раптово". На останньому засіданні ФРС члени комітету дійшли консенсусу щодо того, що економіка перейде в стан "м'якої рецесії" цього року. Хоча це вже скоріше констатація факту, ніж прогноз.

Надмірний оптимізм на ринку не підкріплений реальними даними економіки США. Інфляція з високою ймовірністю знижуватиметься до кінця року, навіть якщо безробіття залишатиметься низьким. Фондовий ринок зберігає оптимізм на тлі цього, однак це жодним чином не виключає розвитку рецесії. ФРС з великою ймовірністю зберігатиме стратегію відтермінування скорочення процентних ставок – ринок великою мірою оцінює скорочення в межах занадто оптимістичних термінів. У цьому і є основна розбіжність між можливою реальністю та очікуваннями ринку.

Ба більше, у США та європейській економіці виробнича активність скорочується, при цьому сфера послуг залишається стійкою. Це, своєю чергою, спонукає центробанки утримувати процентні ставки високими ще якийсь час. Водночас кредитні ризики зростають: проблеми в банківській сфері ускладнили і без того дороге кредитування бізнесу, а скорочення попиту стискає маржинальність бізнесу і викликає нову хвилю скорочень у корпоративному секторі (заявки з безробіття зросли на 40 тис. за останній місяць).

Товарні активи

Золото/срібло як альтернатива долару. Долар США в перспективі наступного кварталу може далі зростати на тлі зниження виробничої активності та скорочення попиту на ризикові активи, як це було рік тому. При цьому, довгостроково зростаючих перспектив для долара в поточних умовах немає. На цьому тлі перспективно виглядає золото/срібло, які можуть стати притулком для інвесторів у турбулентні часи.

Європа та Китай

Пом'якшення падіння економіки Європи залежить від зростання економіки Китаю. У Китаї загальне відновлення і зростання кредитної активності відбувається відповідно до плану партії, хоча і з меншим оптимізмом з боку інвесторів, ніж очіувалося. Це стосується більшості ринків, що розвиваються, залежних від Китаю, і це має великий вплив на відновлення зростання в Європі.

