

OUTLOOK

2023

Наши топ-10 тем на предстоящий год



Содержание

Обзор прогнозов на 2022 г.	3
Outlook 2023	8
1 Долгожданное снижение инфляции	9
2 Ослабление геополитического давления	10
3 Рост мировой экономики: возвращение к реальности	11
4 Япония: продолжение возрождения	12
5 Восстановление развивающихся стран	13
6 Тенденция к ослаблению курса доллара	14
7 Стражи рынка облигаций	15
8 Облигации инвестиционного класса	16
9 Глобальный сегмент компаний с малой капитализацией	17
10 Сектор второстепенных потребительских товаров и услуг	18



Обзор прогнозов на 2022 г.

В декабре мы по традиции проверяем обзор прогнозов, опубликованных в прошлом году. 2022 год выдался непростым, и на точность наших прогнозов повлияли неожиданные события: конфликт между Россией и Украиной, устойчиво высокие цены на нефть и резкие повышения процентных ставок. Общий счет наших правильных прогнозов составил шесть из десяти. Более долгосрочная статистика наших ежегодных прогнозов выглядит гораздо лучше.*



Тема
1
Частично
верно

Рост мировой экономики выше тренда

На 2022 г. мы прогнозировали рост ВВП развитых и развивающихся стран выше трендового уровня (определяемого как средний показатель за 5 лет до пандемии). В развитых странах рост действительно превысил трендовый, но лишь незначительно. Развивающиеся страны продемонстрировали показатели ниже тренда. Впрочем, это полностью объясняется сокращением российской экономики и низкими темпами экономического роста Китая,

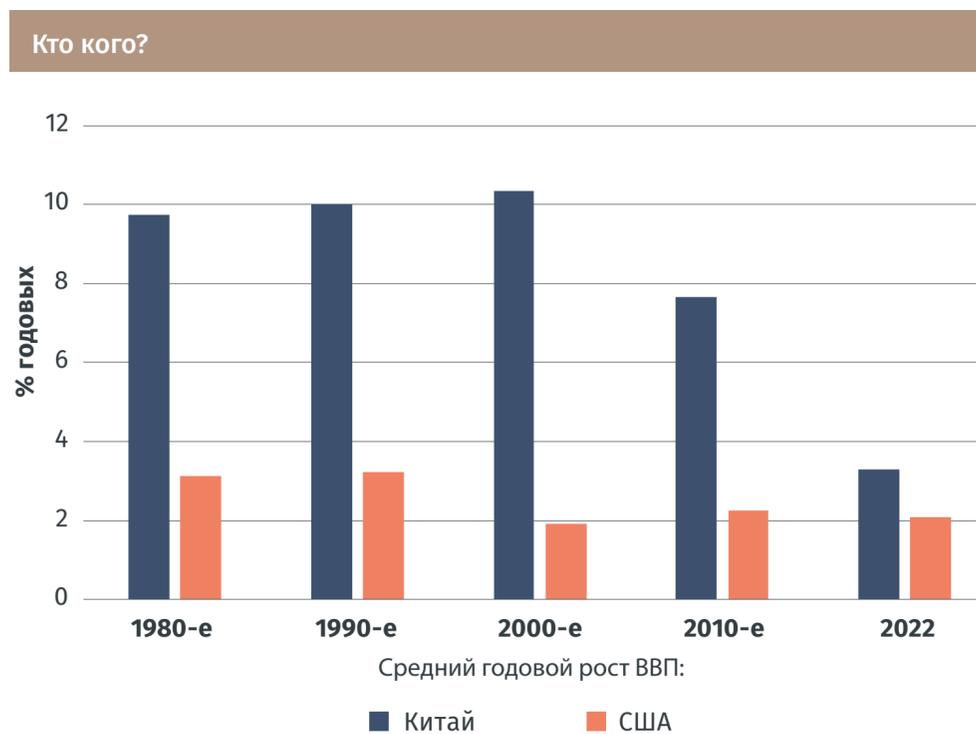
в основном в результате его политики нулевой терпимости к COVID-19. Другие развивающиеся страны продемонстрировали уверенный рост. Например, на 6,8% в Индии и на 5,3% в странах АСЕАН-5¹. По нашим прогнозам по росту ВВП США должны были практически нагнать Китай. Так и произошло: темпы роста составили около 2% против чуть более 3% соответственно (так что разрыв стал существенно меньше, чем в прошлом).

*Средний показатель равен 83% за период с 2013 г. по 2021 г. включительно.

¹ Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур и Таиланд.



Источник: МВФ (статистические данные) и Factset (консенсус-прогнозы на 2022 г.). 1 декабря 2022 г.



Источник: МВФ (статистические данные) и Factset (консенсус-прогнозы на 2022 г.). 1 декабря 2022 г.

Тема

2

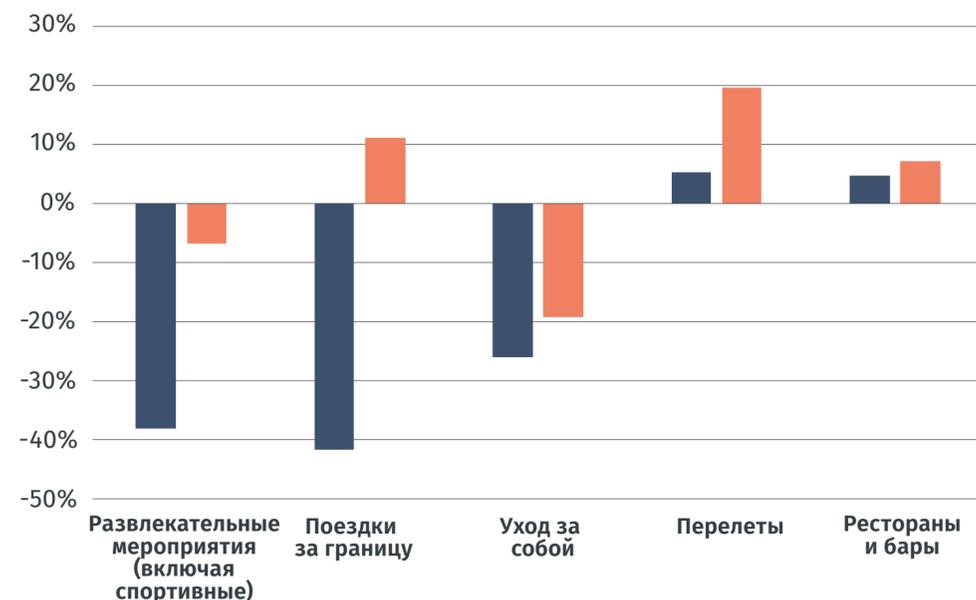
Частично
верно

Покупательский бум

Объем потребительских расходов в США в секторах, наиболее затронутых пандемией, действительно восстановился. Значительно выросли реальные (с учетом инфляции) затраты на перелеты и поездки за границу. Это весьма показательно, учитывая рост цен в указанных сферах. Затраты на личную гигиену восстановились не в таком

объеме, в первую очередь в связи с ограниченными возможностями по удовлетворению дополнительного спроса (например, по ряду медицинских процедур сохранялись длинные списки ожидания). В то же время объем избыточных сбережений остается на высоком уровне, что должно способствовать спросу на второстепенные потребительские товары и услуги в 2023 г.

Восстановление затрат на развлечения



Динамика затрат с допандемийного уровня (4 кв. 2019 г.) в долларах в реальном выражении (в ценах 2012 г.) по:

■ 3 кв. 2021 г. ■ 3 кв. 2022 г.

Источник: Refinitiv. 1 декабря 2022 г.

² <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/sustaining-digital-payments-growth-winning-models-in-emerging-markets>

³ Чистый результат по индексу MSCI для развивающихся стран в долларах США составил -18,95% с начала года до 30 ноября 2022 г. и -15,65% по индексу MSCI Emerging Markets ex China. Источник: MSCI. 1 декабря 2022 г.

Тема

3

Верно

Цифровизация развивающихся рынков

В развивающихся странах наблюдался стремительный переход на цифровые технологии. Согласно отчету McKinsey за октябрь 2022 г., «электронные платежи набирают все большую популярность на развивающихся рынках по мере распространения инновационных технологий».²

Наиболее ярко эта тенденция проявилась за пределами Китая. В подтверждение этого факта индекс развивающихся стран, исключая Китай, продемонстрировал лучшую динамику, чем мировые развивающиеся рынки вместе взятые.³

Тема

4

Неверно

Временная инфляция; риски ошибки в монетарной политике

Инфляция оставалась упорно высокой во всех крупнейших развитых странах, в частности в США. По большей части это было вызвано конфликтом между Россией и Украиной и воздействием на цены на сырьевые товары. Усиление экономики США стало дополнительным фактором

роста инфляции. В то же время к концу 2022 г. наблюдались признаки снижения инфляции в странах еврозоны и США. По-прежнему сохраняются опасения касательно того, что повышение процентных ставок по прошествии времени окажется ошибочным решением в рамках монетарной политики.



Тема

5

Верно

Сбережения и экологичная инфраструктура

Мы проводили взаимосвязь между двумя темами: потребностью в финансировании экологичной инфраструктуры и прогнозируемым ростом реальной доходности

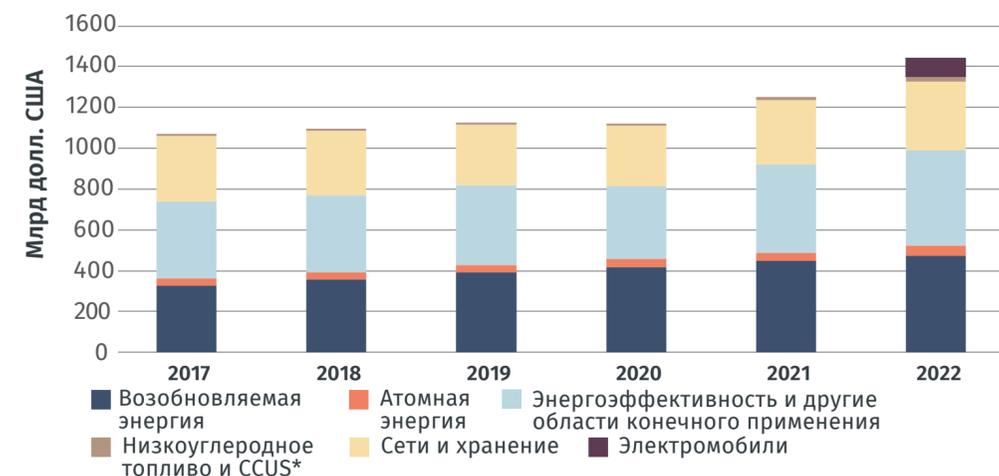
(в частности, по облигациям Казначейства США с защитой от инфляции (TIPS)). Реальная доходность значительно выросла на фоне увеличения затрат на экологичную инфраструктуру.

Уверенный рост реальной доходности в 2022 г.



Источник: Refinitiv. 1 декабря 2022 г.

Инвестиции в экологичные источники энергии



Источник: Международное энергетическое агентство. 1 декабря 2022 г.

* Технологии улавливания, использования и хранения углерода

Тема

6

Частично верно

25-летнее восстановление Японии

Мы были оптимистично настроены в отношении прогнозов по японскому рынку акций и отмечали, что рынок уже восстановился до пикового уровня 1999 г. в долларовом выражении и в 2022 г, скорее всего, достигнет своего пика в местной валюте. Однако этого не случилось. Внутренний рынок акций остался практически на

неизменном уровне, показав тем самым гораздо более высокий результат по сравнению с другими основными развитыми рынками. В то же время сбился наш прогноз о появлении фундаментального индикатора восстановления японской экономики, а именно уверенного восстановления корпоративных доходов.

Индекс Nikkei 225 в иенах и долларах США



Источник: Refinitiv и расчеты EFGAM. 1 декабря 2022 г.

Рентабельность японских компаний



Источник: Refinitiv и расчеты EFGAM. 1 декабря 2022 г.



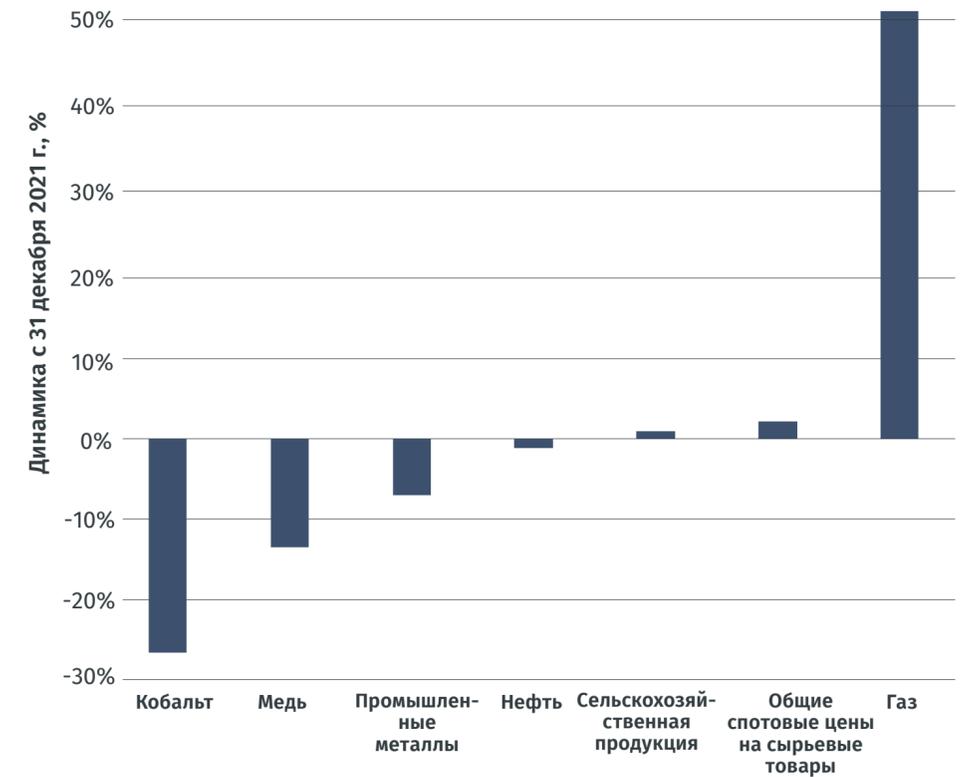
Тема
7
Неверно

Сырьевые товары

Мы прогнозировали снижение цен на сырьевые товары главным образом за счет более слабого роста китайской экономики. Цены на промышленные металлы действительно упали, однако основные индексы спотовых цен на сырьевые товары (крупная доля которых приходится на нефть и газ) незначительно выросли. Медь и кобальт, которые, как мы

полагали, будут относительно популярны, упали в цене (на 14% и 27% соответственно). Мы полагаем, что падение цен на промышленные металлы носит временный характер, и по-прежнему ожидаем, что переход к «зеленой» экономике (в частности, рост популярности электромобилей) послужит структурным фактором, стимулирующим спрос.

Цены на сырьевые товары в 2022 г.



Источник: Refinitiv. 8 декабря 2022 г.

Тема

8

Верно

Наращивать прибыль станет сложнее

В декабре 2022 г. глобальные корпоративные доходы в долларах США выросли на 5,5% в годовом исчислении, что намного ниже уровня 2021 г. (пиковая ставка роста свыше 50%) и в целом соответствует нашим ожиданиям. Мы прогнозировали, что американский рынок по-прежнему будет занимать

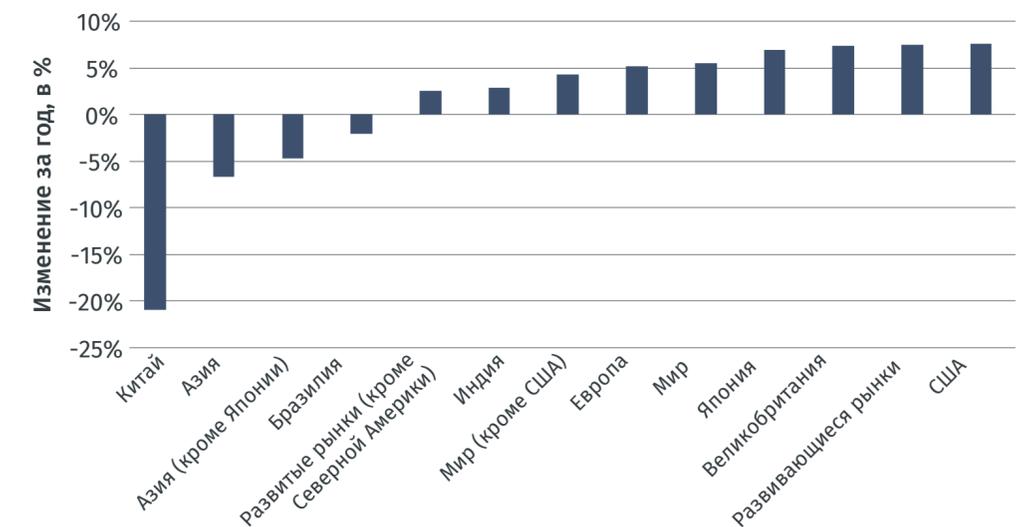
лидирующую позицию, и он действительно продемонстрировал лучшую динамику в этом году, опередив развивающиеся рынки, Великобританию и Японию (см. график внизу справа). Самую слабую динамику показал китайский рынок: прибыль упала более чем на 20% по сравнению с прошлым годом.

Глобальные корпоративные доходы (в долларах США)



Источник: Refinitiv. 1 декабря 2022 г.

Рост прибыли по регионам (динамика в местной валюте)



Источник: Refinitiv. 1 декабря 2022 г.



Тема

9

**Частично
верно**

Тема

10

Верно

Сохранение возможностей на облигационных рынках

По нашим прогнозам повышение доходности государственных облигаций должно было негативно сказаться на общей динамике рынков облигаций. Облигации развивающихся рынков были нашим выбором в непростых условиях. Доходность государственных облигаций резко возросла. При этом из-за расширения спредов в непростой ситуации оказались

все рынки облигаций, а долговые обязательства развивающихся стран стали одним из самых слабых секторов. В то же время в течение года были и привлекательные возможности для управления дюрацией и кредитными рисками. По состоянию на начало года наша позиция по облигациям находилась на уровне ниже нейтрального.

Глобализация, релокализация и новые модели торговли

Мы прогнозировали значительное давление в сторону релокации производства, но полагали, что возможность релокации будет ограничена нехваткой рабочей силы. В июле 2022 г. Конгресс США принял закон о чипах (CHIPS Act), который направлен на укрепление внутреннего производства, разработки и исследований

полупроводников. В других секторах также наблюдались аналогичные давления. В то же время, согласно одному исследованию⁴, объем импорта промышленных товаров в США из азиатских стран с дешевым производством практически не уменьшился. Нехватка рабочей силы была одной из главных тем 2022 года.

⁴ <https://www.kearney.com/operations-performance-transformation/us-reshoring-index>

Outlook 2023

Наши топ-10 тем на предстоящий год

Всеобщее внимание останется прикованным к динамике инфляции в крупных развитых странах в 2023 году. Мы прогнозируем, что в конце концов темп инфляции пойдет на спад. Геополитическое давление ослабнет, особенно после открытия китайских границ. Китайский экономический рост укрепится, однако в мировом масштабе рост экономики в предстоящие годы замедлится на фоне проблем с демографией и производительностью. Среди положительных моментов стоит отметить продолжение возрождения японской экономики. Мы отдаем предпочтение облигациям инвестиционного класса, акциям компаний с малой капитализацией и сектору второстепенных потребительских товаров и услуг. Доллар США ожидает ослабление.

Эти темы основаны на нашем собственном анализе и отражают наше видение ситуации.
Мы не гарантируем реальное наступление указанных событий.



Тема

1

Долгожданное снижение инфляции

Темпы инфляции в основных развитых странах должны наконец-то снизиться. Особо пристальное внимание будет приковано к уровню инфляции в США. По нашим прогнозам, он составит 3% к концу года.

В 2023 году, как и в 2022 году, инфляция по-прежнему будет оставаться основной темой. В первую очередь в центре внимания будут уровни инфляции в основных развитых странах: в США, Великобритании, Японии и еврозоне.

В этих странах снижению темпов инфляции будут способствовать «базовые эффекты», то есть благоприятные сравнения с эквивалентными месяцами в 2022 году. Здесь уместно отметить два важных момента. Во-первых, такие эффекты, скорее всего, полнее проявятся в первой половине года в США, однако инфляция в других регионах останется повышенной на более долгий период. Это будет способствовать ослаблению доллара США (см. тему 6). Во-вторых, широко ожидалось, что подобные

благоприятные базовые эффекты покажут себя и в 2022 г., однако их влияние было не настолько выраженным, чтобы снизить уровни инфляции в годовом исчислении. Причиной этого стало обострение давления на цены. В 2022 году неблагоприятными факторами оказались длительное повышение цен на нефть и газ, увеличение транспортных издержек и перебои поставок (в частности, полупроводников). В 2023 году наибольшее опасение вызывают повышение заработной платы и цен на жилую недвижимость (особенно в США).

Некоторые центральные банки ожидают крайне резкое падение уровня инфляции в долгосрочной перспективе. По мнению Банка Англии, ужесточение политики, которое уже проводится регулятором, позволит снизить

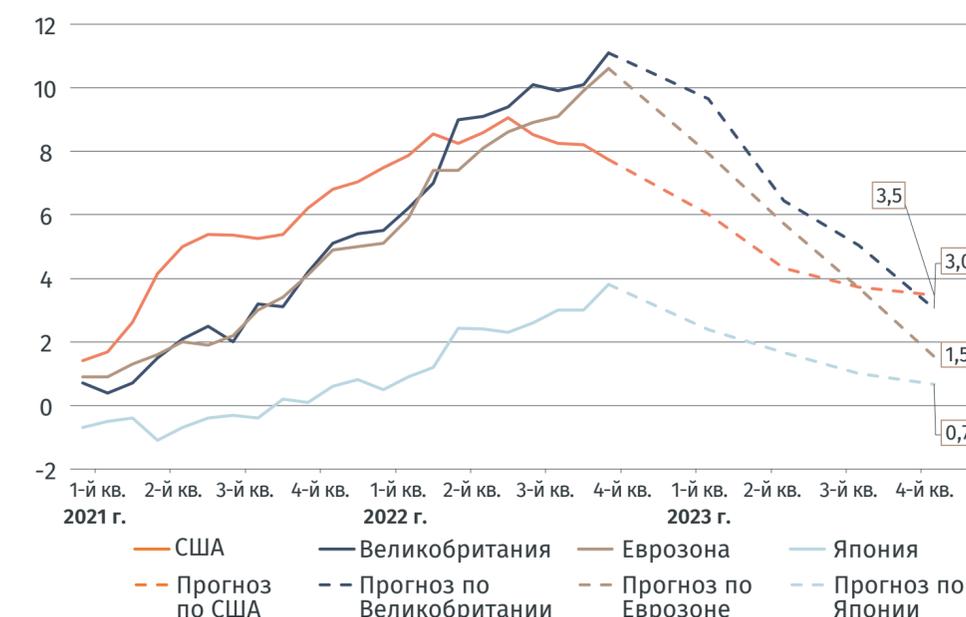
инфляцию практически до нулевого уровня в 2025 году. Если этот прогноз оправдается, ужесточение политики центральных банков в 2022 году можно будет считать такой же бесполезной мерой, как использование кондиционера при наступлении прохладной погоды.

Уровни инфляции в развивающихся странах вызывают меньше опасений ввиду того, что в них ужесточение политики происходило быстро и агрессивно (как, например, в Бразилии, которая стала повышать процентные ставки в начале 2021 года) либо экономический рост был замедлен (в частности, в Китае).

В конечном счете (излишне) оптимистичные настроения касательно снижения инфляции в 2022 году наверняка оправдаются в 2023 году.

Долгий спад

Уровень инфляции потребительских цен, изменение за год в %



Источник: прогнозы Refinitiv и Oxford Economics. 1 декабря 2022 г.

Тема

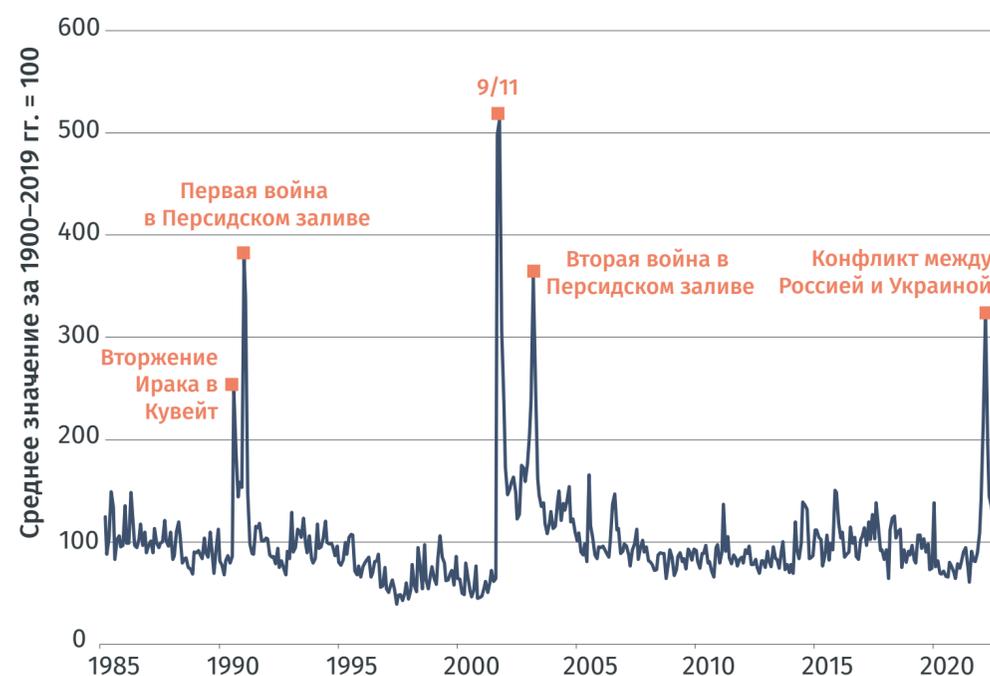
2

Ослабление геополитического давления

В 2023 году геополитическое давление должно ослабнуть, что благоприятно скажется на экономике и рынках активов.

Пять пиков — и хватит

Индекс геополитического риска



Источник: policyuncertainty.com. 1 декабря 2022 г.



Мы оптимистично настроены ввиду улучшения глобального сотрудничества, о чем свидетельствуют совещания G20 и COP27, состоявшиеся в конце 2022 г., и важные двусторонние встречи между лидерами Китая и стран Европы. Похоже, что дух конфронтации начинает рассеиваться, а пик геополитического давления уже пройден. Конечно, наибольшая неопределенность связана с Россией. В 2023 году может начаться процесс российской реабилитации,

если будет найдено решение конфликта с Украиной. Китай, скорее всего, сконцентрирует усилия на поддержании внутренней стабильности по мере открытия экономики и не станет рисковать, усиливая давление на Тайвань. Глобальное взаимодействие по вопросам изменения климата уже очевидно, и мы ожидаем увидеть продолжение такого сотрудничества в будущем году.



Тема
3

Рост мировой экономики: возвращение к реальности

После резких колебаний показателей экономического роста во время пандемии и на фоне выхода из нее 2023 год станет годом возвращения к реальности.

За последние несколько лет ведущие экономики мира столкнулись с резким изменением темпов роста. Во время пандемии рост ВВП Великобритании продемонстрировал худшую динамику с 1720 г., однако в 2021 г. последовал резкий скачок. В 2023 г. рецессия, похоже, станет неизбежной для Великобритании и стран еврозоны (особенно в Германии, наиболее затронутой ослаблением Китая и конфликтом между Россией и Украиной). Что касается США, то возможная рецессия там не будет выраженной и не повторит прошлых сценариев. В частности, она, скорее всего, в большей степени затронет контингент

квалифицированных работников (например, в технологической и финансовой сферах). Возвращение к реальности в 2023 году и в последующем будет проходить по двум направлениям. Во-первых, Китай снова станет движущей силой мирового роста, несмотря на то что его потенциал будущего роста находится теперь на уровне 4,5% (см. таблицу) по сравнению с 10% в прошлом. Во-вторых, практически во всех странах рост будет ограничен медленным приростом численности работоспособного населения, снижением доли работоспособного населения, желающего работать, и структурно

низкой производительностью. Эти движущие факторы потенциальных темпов роста в долгосрочной перспективе представлены в таблице. Максимальный долгосрочный рост США в реальном годовом выражении составит немногим меньше 2%. Африка станет единственным регионом, чья динамика будет идти вразрез с общими тенденциями. Этот регион обладает огромным потенциалом. Однако, что характерно для африканских стран, реализовать этот потенциал может быть непростой задачей. Индия, также не отличавшаяся бурным ростом в прошлом, похоже, покажет неплохие результаты в 2023 году.

Рост мировой экономики: возвращение к реальности

Рост ВВП в реальном выражении, изменение за год в %

	2022	2023	Долгосрочный потенциал
США	2,1	0,5	1,8
Великобритания	4,2	-0,4	1,5
Еврозона	3,2	0,0	1,2
Германия	1,6	-0,6	1,3
Франция	2,5	0,2	1,1
Италия	3,6	0,0	0,8
Испания	4,5	0,8	1,3
Швейцария	2,2	1,0	1,5
Япония	1,6	1,5	0,7
Китай	3,3	4,9	4,5
Индия	6,9	6,1	6,0
Бразилия	2,7	0,8	2,0
Африка	2,8	3,3	3,5

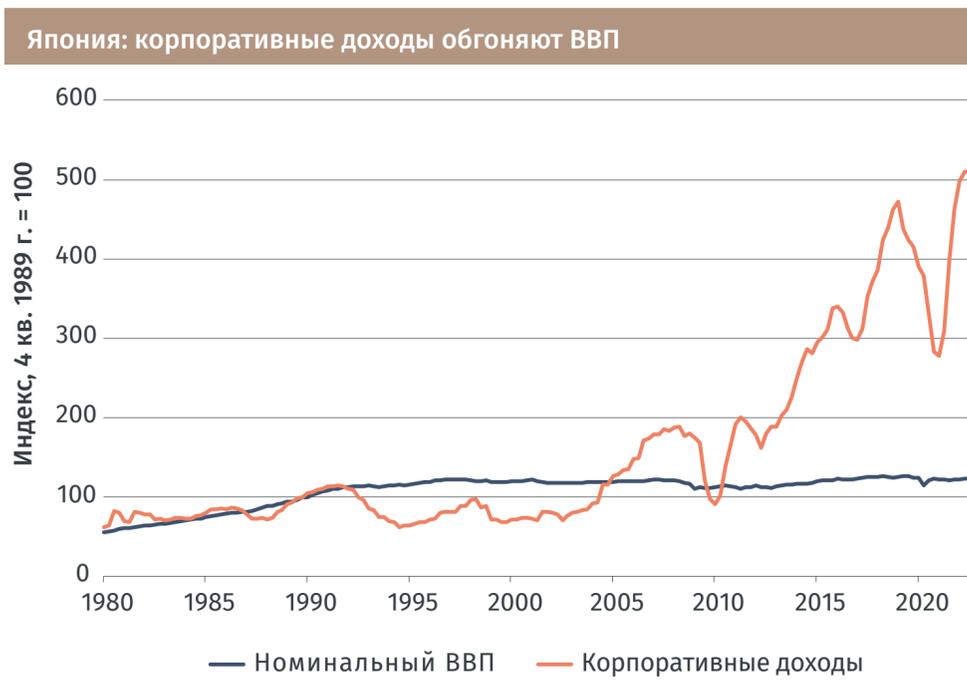
Источник: консенсус-прогнозы Factset (2022 г. и 2023 г.); оценки EFGAM (долгосрочный потенциал роста). 1 декабря 2022 г.

Тема

4

Япония: продолжение возрождения

Япония — яркий пример экономики, в которой уверенный рост корпоративных доходов возможен даже при слабом экономическом росте. Мы прогнозируем продолжение возрождения корпоративного сектора.



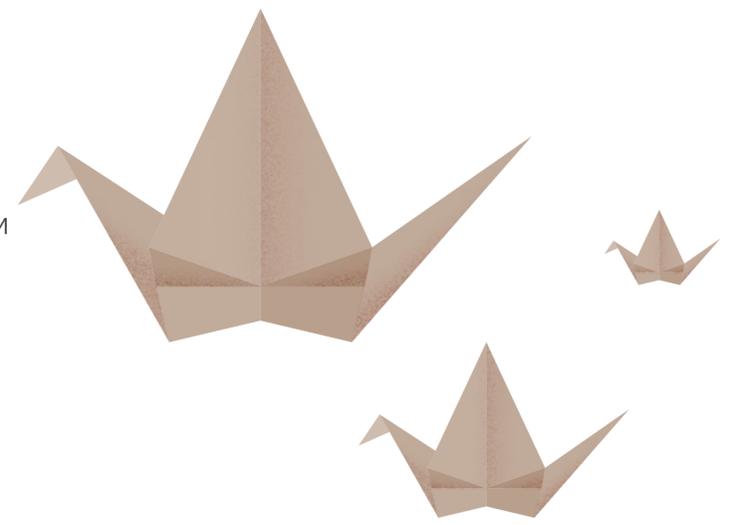
Источник: Refinitiv и расчеты EFGAM. 1 декабря 2022 г.

За последние годы корпоративные доходы в Японии выросли намного быстрее, чем экономика в целом, если измерять темп роста по динамике номинального ВВП с учетом реального роста и инфляции (см. график). Эта тенденция, как мы полагаем, сохранится и в 2023 году. Этому будет способствовать позитивное влияние ослабления иены в 2022 г.

Япония смогла противостоять тенденции к повышению процентных ставок в 2022 г. Банк Японии не счел повышение ставок необходимой мерой. Если инфляция в Японии снизится до прежних значений, позиция центрального банка окажется полностью оправданной. Эти тенденции, а также низкие коэффициенты стоимости лежат в основе нашего положительного прогноза по японскому рынку акций.

Пример Японии демонстрирует способность компаний извлекать неплохую прибыль даже

в условиях пониженного экономического роста, что может послужить стимулом для других стран в условиях глобального замедления экономического развития.



Тема

5

Восстановление развивающихся стран

Восстановление Китая и стран Европы, а также укрепление японской экономики поможет развивающимся странам не только в остальной части Азии, но и за пределами региона.

Многие развивающиеся рынки в реальности по-прежнему сильно зависят от Китая. Некоторые из них полагаются на Китай как на основного закупщика сырья. Для других Китай является поставщиком дешевых промтоваров. Финансовое влияние Китая носит глобальный характер, поэтому ожидаемое восстановление страны по мере ослабления пандемийных ограничений и стабилизации рынка недвижимости будет воспринято

в положительном ключе. Улучшение взаимоотношений европейских стран и Китая и укрепление японской экономики также будут играть на руку развивающимся странам. Зависимость других развивающихся стран от Китая, впрочем, не стоит переоценивать. Стремительное внедрение цифровых технологий (тема нашего выпуска за 2022 г., см. стр. 4) позволяет заложить надежное основание для их будущего

роста. Заблаговременное и агрессивное ужесточение монетарной политики означает, что темпы инфляции уже снижаются (особенно в таких странах, как Бразилия). После нескольких лет отставания рынков акций и облигаций развивающихся стран по сравнению с развитыми (см. график) в 2023 г. мы рассчитываем увидеть гораздо более благоприятные результаты.

Отставание развивающихся рынков от развитых рынков

Совокупный рост в долларах США от:



Источник: Bloomberg, Datastream и MSCI. 8 декабря 2022 г.

Тенденция к ослаблению курса доллара

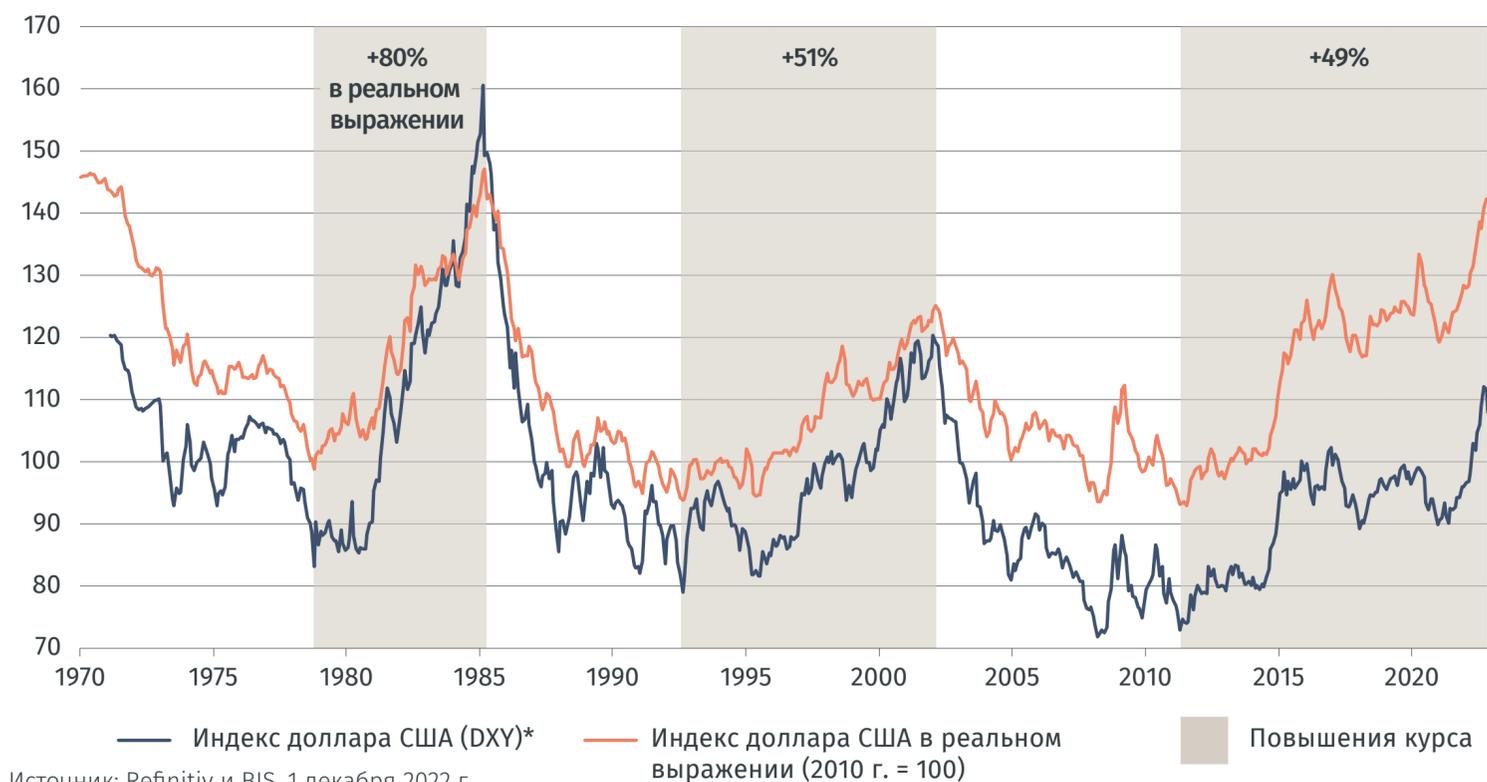
На протяжении более чем десятилетия доллар США демонстрировал положительную динамику. В конце 2022 года он достиг уровня переоцененности. В 2023 году курс доллара ожидает коррекция.

Улучшение динамики развивающихся рынков будет поддерживаться ослаблением доллара, которое заняло шестую строчку в нашем списке основных тем. Ранее доллар периодически достигал уровня крайней переоцененности, после которой следовало резкое падение курса. Мы полагаем, что очередной пик мог быть достигнут к концу 2022 года (реальное повышение курса было сильнее и длилось дольше, чем за два предыдущих периода). Это повышение курса заложило фундамент для ослабления доллара из-за более

слабой позиции по счету текущих операций. Ожидается, что в 2023 г. дефицит счета текущих операций достигнет уровня 3% ВВП, который обычно считается порогом уязвимости. По мере того как ФРС США будет замедлять, а затем и вовсе приостановит ужесточение монетарной политики в 2023 г. (опережая в этом процессе действия ЕЦБ и Банка Англии), относительные процентные ставки и потоки капитала также будут поддерживать тенденцию ослабления доллара. Постоянной темой для обсуждений является возможность прекращения

использования доллара США в качестве резервной валюты. Крах доллара уже прогнозировался в прошлом, однако этим прогнозам так и не суждено было сбыться. Теперь же опасения вызывает возможное применение американских санкций, подобных антироссийским, и против других стран в будущем, что может снизить привлекательность владения активами в долларах. Тем не менее на данный момент реальные альтернативы доллару США как мировой резервной валюте отсутствуют.

Каков предел курса доллара?



Источник: Refinitiv и BIS. 1 декабря 2022 г.

*Относительная оценка силы доллара США (USD) по отношению к корзине из шести влиятельных валют.



В 2022 г. «комитет бдительности» на страже рынка облигаций вновь проявил себя, когда инвесторы внезапно обрушили рынок гособлигаций Англии в ответ на необоснованные и неоправданные меры налогово-бюджетного стимулирования. Их действия заставили власти резко сменить курс политики. Долгий период низкой инфляции и процентных ставок убедил многих в том, что стражи рынка облигаций ушли на покой. Однако ситуация в Великобритании, развернувшаяся в 2022 г., напомнила всем о том, что игроки рынка облигаций могут заставить

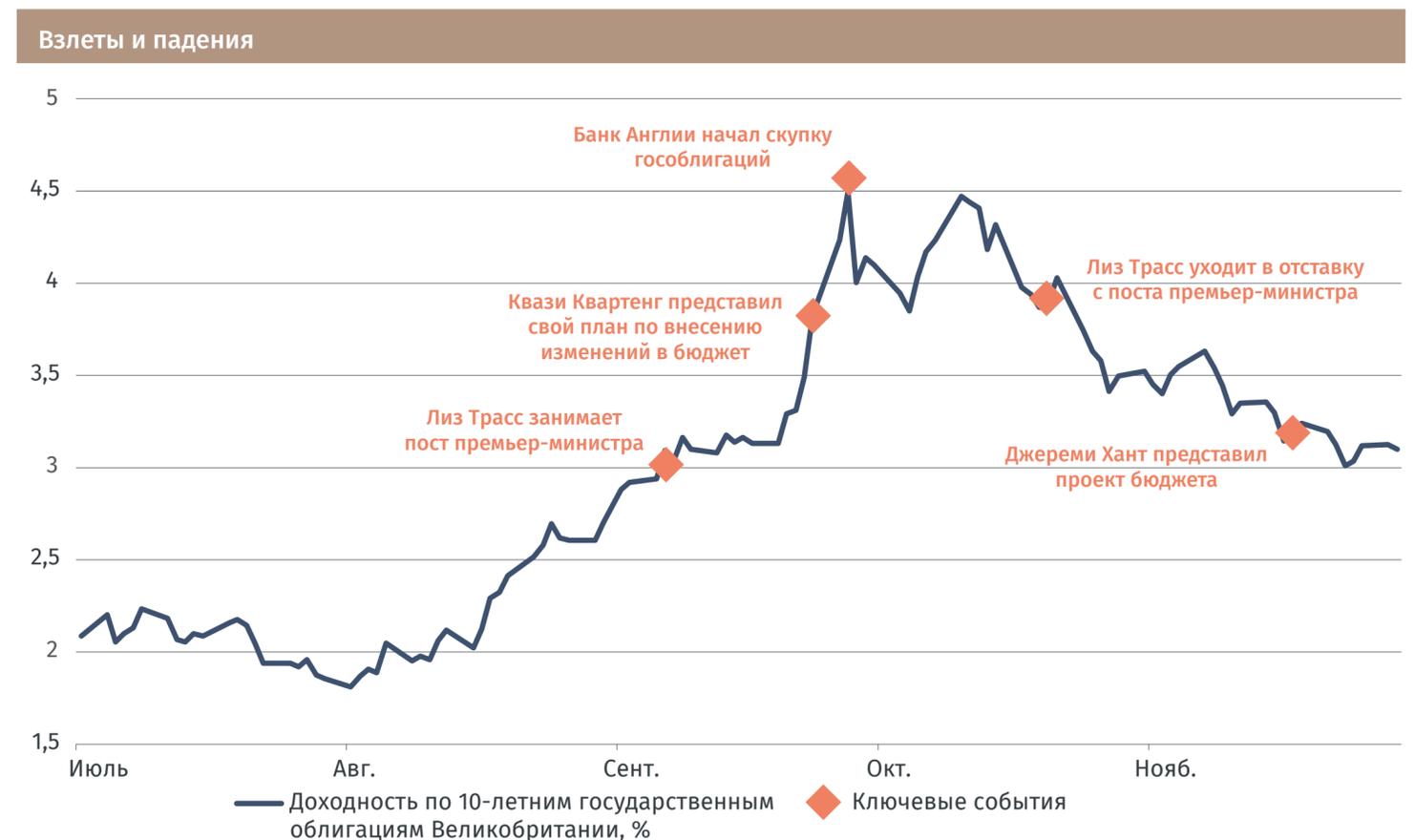
власти действовать по своим правилам. Стражи рынка облигаций будут пристально следить и за другими правительствами, которые попытаются реализовать подобные меры. Под ударом находятся страны с низкими темпами экономического роста или слабой позицией по чистым иностранным активам. Великобритания по-прежнему попадает под эту категорию, поэтому все еще может столкнуться с проблемами. Среди развивающихся рынков опасения вызывает Турция.

В целом настораживает сохранение высоких уровней реальной и номинальной процентной ставки на всех рынках. Конечно, отрицательные реальные ставки по долгосрочным государственным облигациям (см. стр. 5) были аномальным явлением. Новая равновесная ставка, скорее всего, будет положительной (по нашим прогнозам, на уровне около 1%). Кроме того, неопределенность в отношении инфляции также может привести к повышению премии по номинальным облигациям. Долгой тенденции к повышению стоимости облигаций, похоже, пришел конец.

Тема
7

Стражи рынка облигаций

Инвесторы на страже рынка облигаций быстро положили конец попыткам властей Великобритании организовать массовые налоговые послабления в 2022 году. Они будут пристально следить за ситуацией и в 2023 году.



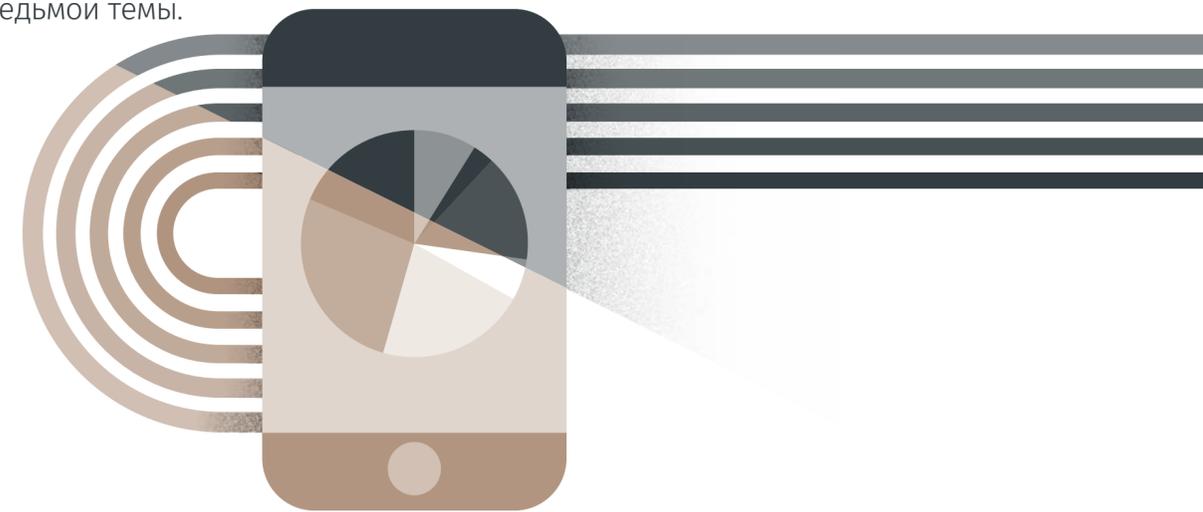
Источник: Refinitiv и Financial Times. 1 декабря 2022 г.

Облигации инвестиционного класса

Облигации инвестиционного класса сохраняют привлекательность в условиях по-прежнему нестабильного мира.

Мы полагаем, что корпоративные облигации инвестиционного класса, в частности в США и Великобритании, отличаются более оптимальным профилем риска/доходности по сравнению с государственными облигациями или высокодоходными долговыми инструментами в 2023 году. Облигации инвестиционного класса редко занимают крайние позиции в рейтинге доходов различных сегментов облигационного рынка (см. таблицу ниже). Мы считаем, что такая стабильность в 2023 г. придется портфелям как нельзя кстати. Высокодоходные облигации могут стать уязвимыми в случае ухудшения

дефолтного цикла. Некоторые сферы глобального рынка государственных облигаций также уязвимы в контексте факторов, обсуждаемых в рамках седьмой темы.



Динамика облигаций по секторам и годам

Сектор	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Конвертируемые облигации США	10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	6,0%	-9,4%
Облигации TIPS США	8,3%	50,9%	14,8%	8,1%	17,9%	7,3%	7,5%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	14,5%	11,0%	3,1%	-9,9%
Совокупный индекс облигаций	4,8%	34,2%	12,8%	7,0%	15,3%	-1,4%	6,1%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	13,1%	9,9%	1,0%	-10,3%
Глобальные государственные облигации	-2,4%	18,7%	12,5%	6,3%	15,1%	-1,5%	4,8%	-0,7%	6,1%	8,2%	-1,3%	12,6%	9,5%	-1,0%	-12,3%
Облигации развивающихся рынков в твердой валюте	-4,9%	17,1%	9,0%	6,2%	9,8%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	7,4%	-1,8%	9,5%	9,2%	-1,0%	-13,6%
Облигации развивающихся рынков в местной валюте	-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,3%	-2,5%	8,4%	7,0%	-1,6%	-14,9%
Ипотечные облигации США	-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	6,4%	-2,5%	6,8%	6,5%	-1,7%	-14,7%
Глобальные высокодоходные облигации	-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,7%	-16,2%
Корпоративные облигации США инвестиционного класса	Н. д.	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,6%	-18,5%

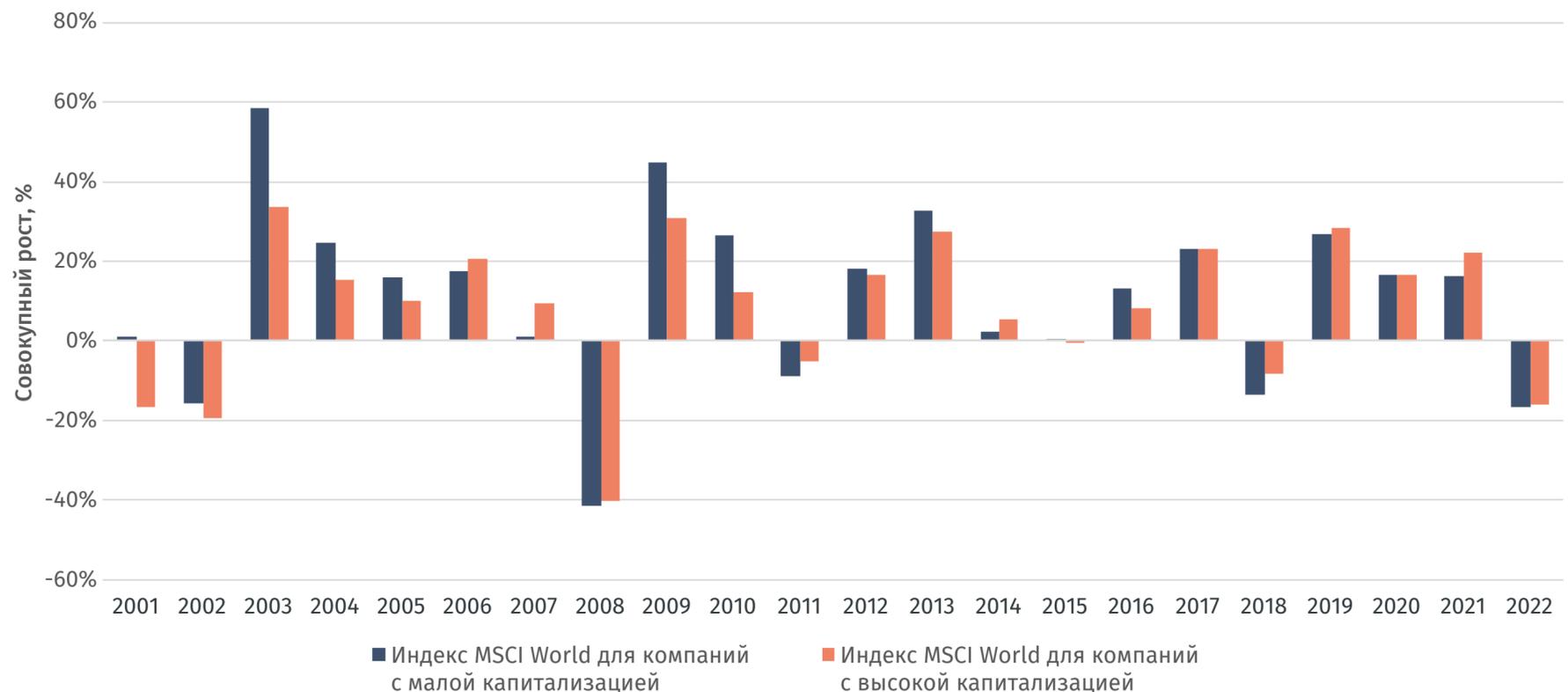
■ Конвертируемые облигации США
 ■ Облигации TIPS США
 ■ Совокупный индекс облигаций
 ■ Глобальные государственные облигации
■ Облигации развивающихся рынков в твердой валюте
■ Облигации развивающихся рынков в местной валюте
 ■ Ипотечные облигации США
 ■ Глобальные высокодоходные облигации
■ Корпоративные облигации США инвестиционного класса

Источник: Bloomberg. Данные по 2022 г. указаны с начала года по отчетную дату. 8 декабря 2022 г.



Акции компаний с малой капитализацией: отстающая динамика за последние 5–10 лет

Мировой рынок: совокупный рост акций компаний с высокой и малой капитализацией



Источник: Refinitiv. 1 декабря 2022 г.

Тема

9

Глобальный сектор компаний с малой капитализацией

Мы полагаем, что существуют выгодные возможности в глобальном секторе компаний с малой капитализацией.

Первый из двух основных моментов, которые мы хотели бы затронуть применительно к рынку акций, касается предпочтительного выбора акций компаний с малой капитализацией. Компании с малой капитализацией обычно быстрее адаптируются к изменяющимся экономическим условиям, нежели чем крупные компании, имеют более привлекательную стоимость по сравнению с компаниями с крупной капитализацией и, как правило, показывают более высокие результаты в

долгосрочной перспективе. В то же время в последние 5–10 лет наблюдалась обратная тенденция (см. график).

Стоит отметить параллель с 1970-ми годами, ознаменованная двумя нефтяными кризисами, высокой инфляцией и процентными ставками. В этот период акции американских компаний с крупной капитализацией торговались по большей части в боковом диапазоне, в то время как компании с малой

капитализацией демонстрировали неплохую динамику. Недавний глобальный тренд на пассивное инвестирование в целом благоприятствовал акциям компаний с крупной капитализацией. Возвращение к более активным инвестиционным стратегиям и признание ценности сектора малой капитализации как следствие недавнего отставания, скорее всего, будут способствовать более оптимистичной динамике компаний с малой капитализацией в 2023 году.

Тема

10

Сектор второстепенных потребительских товаров и услуг

Наше «неконсенсусное» мнение по секторам заключается в предпочтении акций компаний сектора второстепенных потребительских товаров и услуг.

Наш финальный прогноз в сфере рынка акций заключается в неконсенсусном предпочтении сектора второстепенных потребительских товаров и услуг. Мы полагаем, что в 2023 г. давление на потребительские затраты ослабнет. Инфляция начнет снижаться, и вместе с ней снизится давление на кредитные издержки. Потребители смогут и дальше тратить сбережения, накопленные во время пандемии. Несмотря на то что некоторые высказывают опасения касательно увеличения задолженности по кредитным картам, доля кредитов с просроченными платежами по-прежнему низка

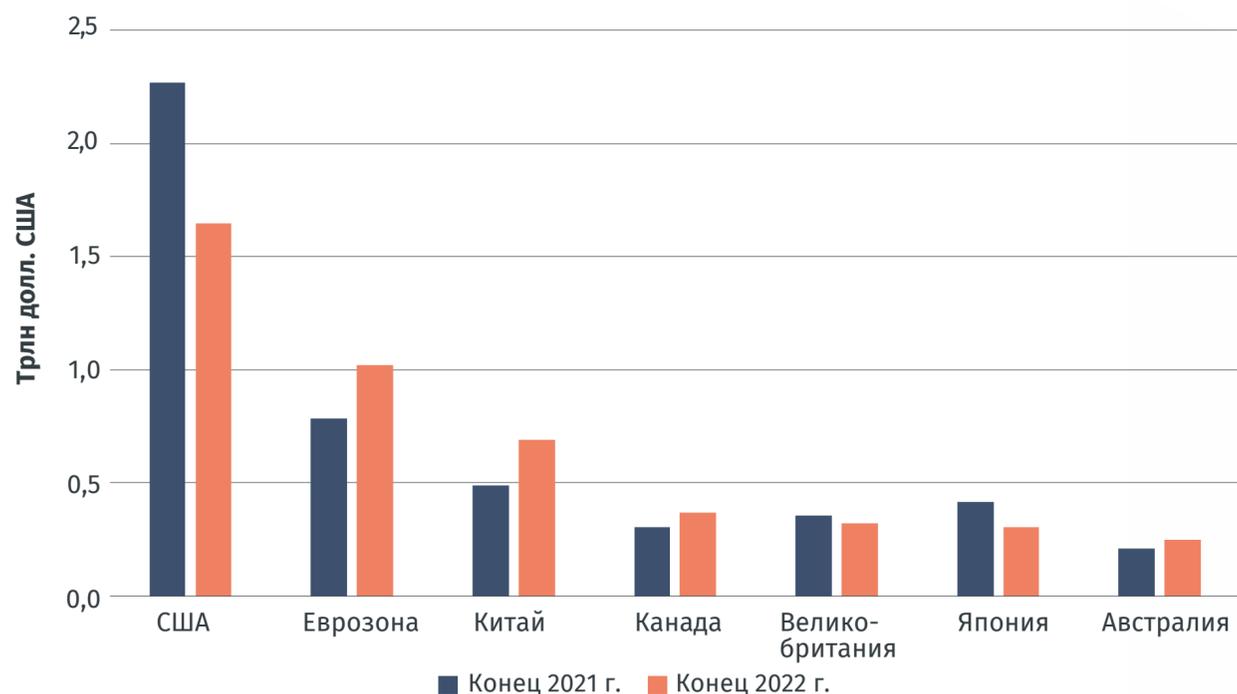
и составляет менее трети от уровня, наблюдавшегося во время глобального финансового кризиса, а любые повышения этого значения будут ограничиваться в целом более жесткими стандартами кредитования, установленными банками с тех пор. Рост заработной платы, скорее всего, останется устойчивым, особенно в секторах, где остро ощущается нехватка рабочей силы, например в отрасли гостеприимства. Высокая стоимость ипотечных кредитов затруднит переезды на новое место жительства, что в краткосрочной перспективе, скорее всего, означает увеличение затрат

на реновацию и улучшение имеющегося жилья. Что касается долгосрочной перспективы, рынок США, в частности, по-прежнему характеризуется нехваткой недвижимости, так что строительство новых домов будет наращивать темпы после недавнего затишья.

Эта тенденция характерна не только для США, поэтому мы бы рекомендовали использовать данную тему на глобальном уровне (но с помощью равновзвешенных активов, нежели чем взвешенных по рыночной капитализации, чтобы снизить акцент на акциях компаний с мегакапитализацией).

Размер «кубышки»

Мировые избыточные сбережения



Величина инвестиций и получаемой в результате прибыли может как уменьшаться, так и увеличиваться, и показатели предыдущих лет не являются индикатором будущих показателей. Инвестиционные продукты могут быть подвержены инвестиционным рискам, включая возможную полную или частичную потерю основного инвестированного капитала, но не ограничиваясь ею.

Настоящий документ не является и не должен рассматриваться как проспект, реклама, публичное предложение или размещение каких-либо инвестиций, ценных бумаг, иных финансовых инструментов или прочих продуктов и услуг или как рекомендация приобретать, покупать, сохранять или привлекать какие-либо инвестиции, ценные бумаги, иные финансовые инструменты или иные продукты и услуги. Он не содержит окончательного изложения условий и положений по каким-либо инвестициям, ценным бумагам, иным финансовым инструментам или иным продуктам и услугам. Настоящий документ предназначен исключительно для предоставления общей информации и не должен рассматриваться в качестве инвестиционной или иной конкретной рекомендации относительно совершения или несоблюдения каких-либо действий. Информация, представленная в настоящем документе, приведена без учета конкретных инвестиционных целей, финансовой ситуации или конкретных потребностей ее получателя. Перед осуществлением какой-либо инвестиции или при возникновении сомнений относительно информации, содержащейся в настоящем документе, вам следует самостоятельно обратиться за профессиональной консультацией, предоставляемой с учетом ваших конкретных обстоятельств.

Несмотря на то, что информация, содержащаяся в настоящем документе, получена из источников, считающихся надежными, ни один из членов группы EFG не предоставляет никаких гарантий относительно ее точности и эта информация может быть неполной или обобщенной. Любые мнения, высказываемые в настоящем документе, могут измениться без какого-либо уведомления о таких изменениях. Настоящий документ может содержать личные мнения, не обязательно отражающие позицию какого-либо из членов группы EFG. В максимальной степени, разрешенной законом, ни один из членов группы EFG не несет ответственности за последствия любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, и каждый член группы EFG прямо отказывается от любой ответственности, включая (без ограничения) ответственность за случайные и косвенные убытки, понесенные в результате любых ошибок или упущений в настоящем документе или доверия каким-либо мнениям или заявлениям, содержащимся в настоящем документе, или в результате каких-либо действий или бездействия получателя настоящего документа, полагающегося на содержащуюся в нем информацию.

Использование настоящего документа на какой-либо территории или в какой-либо стране может противоречить местному законодательству или постановлениям, и лица, получившие настоящий документ, должны самостоятельно получить информацию о наличии соответствующих ограничений и соблюдать их. Запрещается воспроизводить, раскрывать или направлять (полностью или частично) настоящий документ любым другим лицам без предварительного письменного разрешения уполномоченного члена группы EFG.

Настоящий документ подготовлен компанией EFG Asset Management (UK) Limited для использования группой EFG и ее дочерними и аффилированными компаниями в разных странах мира. EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой санкционируется и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании. Регистрационный номер 7389746. Юридический адрес: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom (Великобритания), телефон +44 (0)20 7491 9111.

Если вы получили данный документ из одной из аффилированных компаний или отделений, указанных ниже, просим принять во внимание изложенную далее информацию.

Информация для австралийских инвесторов:

Этот документ был подготовлен и выпущен EFG Asset Management (UK) Limited, частной компанией с ограниченной ответственностью с регистрационным номером 7389746, головной офис которой расположен по адресу: 116 Park Street, London W1K 6AP (Великобритания) (номер телефона +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited является компанией, деятельность которой регулируется и санкционируется Управлением по финансовому регулированию и надзору № 536771. EFG Asset Management (UK) Limited освобождена от требования иметь австралийскую лицензию на финансовые услуги в отношении финансовых услуг, которые она предоставляет оптовым клиентам в Австралии; ее деятельность санкционирована и регулируется

Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) (регистрационный номер FCA — 536771) в соответствии с законодательством Великобритании, которое отличается от австралийского законодательства. Этот документ является конфиденциальным и предназначен исключительно для использования лицом, которому он предоставлен или отправлен, и не может быть разглашен, полностью или частично, в адрес какого-либо другого лица.

Приказ о классах CO 03/1099, выпущенный ASIC

EFG Asset Management (UK) Limited уведомляет вас о том, что она полагается на исключение, предусмотренное Приказом о классах CO 03/1099 Комиссии по ценным бумагам и инвестициям Австралии (ASIC) (далее — «Приказ о классах»), действие которого продлено на основании Инструмента о корпорациях ASIC (Отменяющий и переходный инструмент 2016/396) для контролируемых Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) фирм, которое освобождает ее от требования иметь австралийскую лицензию на оказание финансовых услуг (AFSL) согласно закону Австралии о корпорациях от 2001 г. (далее — «Закон о корпорациях») в отношении финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Нормативные требования Великобритании

Финансовые услуги, которые мы вам предоставляем, регулируются FCA в соответствии с законами и нормативными требованиями Великобритании, которые отличаются от австралийских. Следовательно, любое предложение или иная документация, которую вы получите от нас в ходе предоставления вам финансовых услуг, будут подготовлены в соответствии с этими законами и нормативными требованиями. Нормативные требования Великобритании относятся к законодательству, правилам, принятым в соответствии с законодательством, и любым другим соответствующим политикам или документам, изданным FCA.

Ваш статус оптового клиента

Чтобы мы могли предоставлять вам финансовые услуги и чтобы мы соблюдали Приказ о классах, вы должны быть «оптовым клиентом» в значении, указанном в разделе 761G Закона о корпорациях. Соответственно, принимая от нас любую документацию до начала или в ходе предоставления вам финансовых услуг, вы:

- гарантируете, что являетесь «оптовым клиентом»;
- соглашаетесь предоставлять такую информацию или доказательства, которые мы можем запрашивать у вас в зависимости от обстоятельств для подтверждения вашего статуса оптового клиента;
- соглашаетесь с тем, что мы можем прекратить предоставлять вам финансовые услуги, если вы больше не являетесь оптовым клиентом или не предоставляете нам информацию или доказательства, необходимые для подтверждения вашего статуса оптового клиента; а также
- соглашаетесь уведомить нас в письменной форме в течение пяти рабочих дней, если вы перестанете быть «оптовым клиентом» для целей финансовых услуг, которые мы вам предоставляем.

Багамские острова: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. является компанией, лицензированной Комиссией по ценным бумагам Багамских островов согласно закону «О рынке ценных бумаг» от 2011 г. и Правилам рынка ценных бумаг от 2012 г. Она имеет разрешение на операции с ценными бумагами на Багамских островах и с Багамских островов, включая заключение сделок купли-продажи ценных бумаг, организацию сделок купли-продажи ценных бумаг, управление ценными бумагами и консультирование по ценным бумагам. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. также имеет лицензию Центрального банка Багамских Островов в соответствии с Законом о регулировании деятельности банков и трастовых компаний от 2000 г. на работу в качестве банка и трастовой компании.

Бахрейн: деятельность отделения EFG AG в Бахрейне, зарегистрированный офис которого находится по адресу Bahrain Financial Harbour, West Tower — 14th Floor, Kingdom of Bahrain (Королевство Бахрейн), регулируется Центральным банком Бахрейна.

Бермудские острова: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. является компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной на Бермудских островах и освобожденной от уплаты налогов. Юридический адрес: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda (Бермудские острова)

Важные заявления



Каймановы острова: EFG Bank имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение банковской деятельности в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. имеет лицензию Управления денежного обращения Каймановых островов на ведение трастового бизнеса в соответствии с Законом о банках и трастовых компаниях Каймановых островов, а также на ведение бизнеса, связанного с инвестициями в ценные бумаги, в соответствии с Законом о бизнесе, связанном с инвестициями в ценные бумаги, Каймановых островов.

Чили: EFG Corredores de Bolsa SpA имеет лицензию от Comisión para el Mercado Financiero (ранее SVS) на осуществление деятельности в качестве биржевого брокера и вправе заниматься брокерскими операциями с ценными бумагами на территории Чили, а также сопутствующими регулируемым видами деятельности, включая доверительное управление портфелем ценных бумаг клиентов, заключение сделок с ценными бумагами и инвестиционное консультирование. Регистрационный номер: 215. Юридический адрес: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Кипр: EFG Cyprus Limited — инвестиционная компания, учрежденная на Кипре, регистрационный номер компании HE408062, юридический адрес: Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus. EFG Cyprus Limited является компанией, деятельность которой разрешена и регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам Кипра (CySEC). Дубай: деятельность EFG (Middle East) Limited, юридический адрес: Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, UAE (ОАЭ), регулируется Управлением по финансовым услугам Дубая.

Гернси: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited имеет лицензию Комиссии по финансовым услугам о. Гернси.

Гонконг: банк EFG Bank AG наделен полномочиями лицензированного банка Управлением денежного обращения Гонконга в соответствии с Предписанием о банковской деятельности (глава 155 Законодательства Гонконга) и имеет право на ведение регулируемой деятельности типа 1 (сделки с ценными бумагами), типа 4 (консалтинг в сфере ценных бумаг) и типа 9 (управление активами) на территории Гонконга.

Джерси: деятельность компании EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited, связанная с инвестиционным бизнесом, регулируется Комиссией Джерси по финансовым услугам в соответствии с Законом о финансовых услугах (Джерси) от 1998 года.

Лихтенштейн: деятельность EFG Bank von Ernst AG регулируется Управлением по делам финансового рынка Лихтенштейна, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein (Лихтенштейн).

Люксембург: банк EFG Bank (Luxembourg) S.A. включен в официальный перечень банков, учрежденных в Люксембурге, в соответствии с Законом Люксембурга от 5 апреля 1993 года о финансовом секторе (с учетом изменений и дополнений) («Закон 1993 года»), хранящийся в контролирующем органе Люксембурга (Комиссии по надзору за финансовым сектором), в качестве публичной акционерной компании с ограниченной ответственностью в соответствии с законодательством Люксембурга (société anonyme), уполномоченной на ведение деятельности в соответствии со статьей 2 Закона 1993 года. Резидентам Люксембурга следует обращаться исключительно в EFG Bank (Luxembourg) S.A. по адресу: 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg (Люксембург). Телефон: +352-26-45-41.

Монако: EFG Bank (Monaco) SAM является монакской публичной компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной под номером 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM является банком, финансовую деятельность которого санкционируют и регулируют Управление пруденциального надзора и разрешения Франции и Комиссия по контролю финансовой деятельности Монако. Юридический адрес: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco) (Княжество Монако), телефон: +377-93-15-11-11. Получатель настоящего документа в совершенстве владеет английским языком и отказывается от возможности получения версии настоящего документа на французском языке.

Китайская Народная Республика (КНР): открытие представительства EFG Bank AG в Шанхае утверждено Комиссией по регулированию банковской деятельности Китая, и оно зарегистрировано в Управлении Шанхая по промышленности и торговле в соответствии с Регламентом Китайской Народной Республики об управлении банками, использующими иностранные инвестиции, и сопутствующими правилами его реализации. Регистрационный номер: 310000500424509. Юридический адрес: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai (Китай). Объем деятельности

представительства EFG Bank AG в Шанхае ограничен некоммерческой деятельностью, включающей только установление контактов, исследования рынка и оказание консультационных услуг.

Португалия: EFG Bank (Luxembourg) S.A. — отделение в Португалии, Лиссабон, включая его филиал в Порту, находится под надзором Банка Португалии и Комиссии по рынку ценных бумаг Португалии (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), выдавших лицензию на предоставление инвестиционных услуг (инвестиционные консультации, а также прием и передача распоряжений), зарегистрирован под номером 980649439. EFG Bank (Luxembourg) S.A., отделение в Португалии — не являющийся расчетным филиал EFG Bank (Luxembourg) S.A. люксембургского банка, находящегося под наблюдением Комиссии по надзору за финансовым сектором (Commission de Surveillance du Secteur Financier), люксембургского регулятора финансового сектора. Юридический адрес: Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. - 1250 - 140 Lisboa. Филиал в Порту: Avenida da Boavista, 1837 – Escritório 6.2, 4100-133 Porto.

Сингапур: сингапурский филиал EFG Bank AG (идентификационный номер T03FC6371) лицензирован Валютным управлением Сингапура в качестве банка первого уровня для осуществления банковских операций и дополнительно — регулируемой деятельности с ценными бумагами, управления фондами и финансирования под ценные бумаги.

Швейцария: банк EFG Bank AG (Цюрих), включая филиалы банка в Женеве и Лугано, осуществляет свою деятельность с разрешения и под контролем Службы по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (FINMA). Юридический адрес: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland (Швейцария). Отделения в Швейцарии: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 и EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Великобритания: банк EFG Private Bank Limited наделен полномочиями Службой пруденциального надзора, и его деятельность регулируется Управлением финансового надзора и Службой пруденциального надзора, регистрационный номер — 144036. EFG Private Bank Limited является членом Лондонской фондовой биржи. Номер зарегистрированной компании: 2321802. Юридический адрес: EFG Private Bank Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom (Великобритания). Телефон: +44 (0)20 7491 9111. Что касается компании EFG Asset Management (UK) Limited, просим вас обратить внимание на информацию о ее статусе, указанную выше.

Соединенные Штаты Америки: EFG Capital International Corp. (EFG Capital) является брокерско-дилерской компанией, зарегистрированной Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC), а также входящей в Службу регулирования отрасли финансовых услуг (FINRA) и Корпорацию защиты инвесторов в ценные бумаги (SIPC). Ни одна из указанных организаций (SEC, FINRA или SIPC) не утверждала настоящий документ или услуги и продукты, предоставляемые компанией EFG Capital и ее аффилированным лицом в США EFG Asset Management (Americas) Corp (EFGAM Americas), являющимся инвестиционным консультантом, зарегистрированным SEC. Продукты, связанные с ценными бумагами, и брокерские услуги предоставляются EFG Capital, а услуги по инвестиционному консалтингу оказываются EFGAM Americas. EFG Capital и EFGAM Americas являются аффилированными компаниями, так как находятся в общей собственности EFGI, и могут иметь общий персонал. Продукты и услуги, описанные в данном документе, не были санкционированы каким-либо регулирующим или надзорным органом и также не подлежат надзору со стороны любого регулирующего органа за пределами Соединенных Штатов Америки. Кроме того, деятельность EFGAM Americas не регулируется органами надзора за рынком ценных бумаг за пределами Соединенных Штатов Америки. Регистрация в SEC или любом государственном органе по контролю за рынком ценных бумаг не подразумевает наличие определенных навыков или прохождения обучения. EFGAM Americas вправе вести бизнес или оказывать персональные консультации по инвестициям исключительно в тех штатах и международных юрисдикциях, в которых компания зарегистрирована, предоставила необходимые уведомления органам власти или иным образом освобождена от выполнения требований к регистрации. Перед вложением средств инвесторы должны тщательно оценить свои инвестиционные цели, риски, затраты и издержки. Для получения дополнительных сведений и информации о рисках ознакомьтесь со второй частью формы консультанта и/или перечнем предоставляемых услуг EFGAM Americas. Обратите внимание, что содержание указанных документов было подготовлено и представлено банком EFG Bank AG. EFG Capital или EFGAM Americas не следует считать авторами или иными источниками данного материала. EFGAM Americas и EFG Capital не выступают в качестве управляющего базового фонда или инвестиционного консультанта данного Фонда/продукта или стратегии. Юридический адрес EFG Capital: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 – Miami, FL 33131. Юридический адрес EFGAM Americas: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 – Miami, FL 33131.