

# Инвестиционная стратегия CBL AM

## Обзор и перспективы

Февраль 2019

# Содержание обзора

## ■ **Мировая экономика**

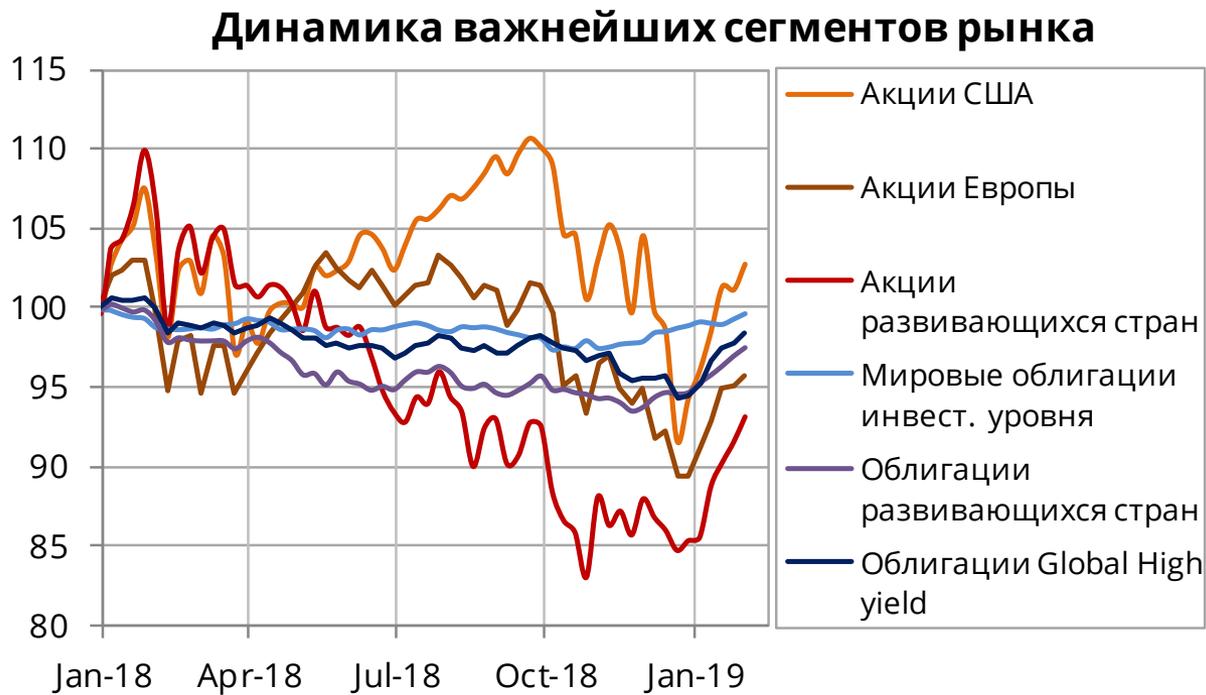
- Макро данные в США теряют позитивный заряд. Ухудшение настроений частично объясняем падением рынка акций США в конце года. С восстановлением рынков, и настроения, вероятно, улучшатся.
- Пока рынок труда настолько силен, не стоит чрезмерно беспокоиться. В то же время Америка прошла пик роста и стоит на пороге замедления.
- Еврозона продолжает снижать обороты. Большое влияние оказывают внутренние, но, надеемся, временные факторы – протесты во Франции, влияние новых норм по выхлопам на автопром.
- ФРС США подтверждает, что не слепа и глуха к намекам финансовых рынков. Рынок ожидает, что больше повышений не будет. Мы бы сказали, что хотя бы 1 повышение в этом году состоится.

## ■ **Тенденции финансовых рынков**

- Согласно нашим прогнозам, цены на нефть упали. Нынешние цены на нефть марки Brent на уровне 60-65 USD/баррель считаем адекватными в долгосрочной перспективе.
- В январе интерес к риску восстановился, и премии облигаций стали снижаться. Однако в большинстве сегментов они соразмерны или даже относительно дешевые. В исторической перспективе облигации в EUR независимо от сегмента оценены привлекательней бумаг в USD.
- В целом смотрим на акции умеренно позитивно, но без фанатизма и слепой привязанности. Проведенный нами анализ сценариев указывает, что январское «ралли облегчения» уже съело большую часть потенциала доходности рынка акций США на 2019 год.

# Результаты финансовых рынков

## Насколько неудачный декабрь, настолько успешный январь



Источник: Bloomberg

# Результаты финансовых рынков

## Портфели реализуют накопленный за падение потенциал

### Результат сбалансированной стратегии Нетто, на основании индексов (EUR hedged)



Источник: Bloomberg

# Глобальная экономика

## Наконец и в США начали появляться признаки замедления

### ■ Макро данные в США теряют позитивный заряд.

- Показатели настроений скатились с максимумов цикла (рис. 1). Производители ссылаются на торговые войны, тарифы.
  - Ухудшение настроений частично объясняем падением рынка акций США в конце года. С восстановлением рынков, и настроения, вероятно, немного улучшатся.
- Пока рынок труда силен, не стоит чрезмерно беспокоиться. Но США прошли пик роста и стоят на пороге замедления.
  - *Bloomberg Consensus* в 2019 году ожидает рост ВВП на 2.5%. По нашему мнению, рост будет ниже – ближе к 2.0%.
  - Падение оптимизма строителей и производителей грозит затормозить рост инвестиций, негативно может сказаться и более дешевая нефть.

### ■ Еврозона продолжает снижать обороты.

- Влияют и внутренние, но, надеемся, временные факторы – протесты во Франции, влияние новых норм по выхлопам.
  - Автопром в Германии – 4.5% от ВВП, у других – 0.5-1.0%.
- Прогнозы *Bloomberg Consensus* продолжают идти вниз – в 2019 году ожидают рост ВВП на 1.5% после 1.9% в 2018.

### ■ Это будет год замедления в мировом масштабе.

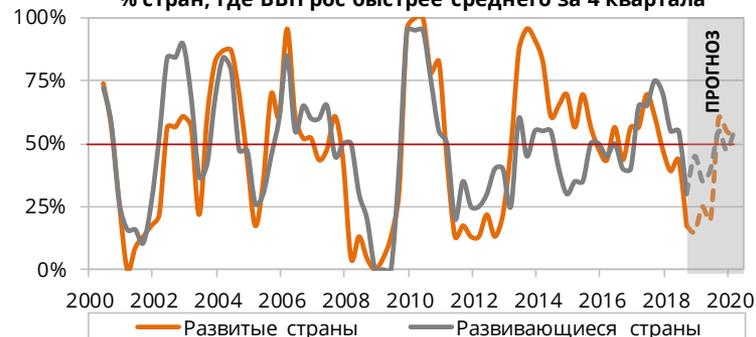
- В следующем году рост снова может ускориться (рис. 2).

Индексы настроений в США



Индекс ускорения роста ВВП\*

% стран, где ВВП рос быстрее среднего за 4 квартала



Источники: Bloomberg

# Глобальная экономика

## Центральные банки реагируют на недавние потрясения

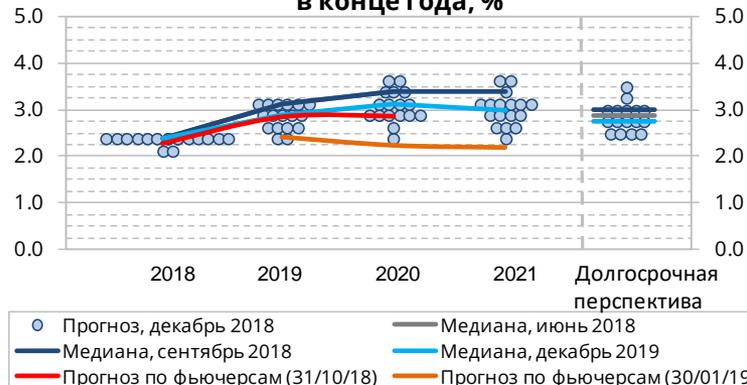
### Риторика Центробанков смягчается.

- Согласно нашим прогнозам, ФРС США подтверждает, что не слепа и глуха к намекам финансовых рынков.
  - На январском заседании ФРС просигнализировала о возможной паузе в повышении базовых ставок, а также об эластичности в дальнейшем уменьшении баланса.
  - ФРС еще в декабре понизила траекторию повышения базовых ставок, ожидая два повышения в 2019 году. Рынок ожидает, что больше повышений не будет (рис. 1). Мы бы сказали, что хотя бы 1 повышение в этом году состоится.
  - Смягчение курса ФРС объясняют и перемены в тенденциях бюджета США – фискальный импульс в этом году может быть слабее ожидаемого, в 2020 году – станет негативным (рис. 2).
- Риторика ЕЦБ меняется в сторону ослабления монетарного курса, банк видит риски для экономики региона.
  - Согласно фьючерсным ценам, повышение ставок отложили до середины 2020, что в переводе может означать «никогда».

### Риск затягивания «монетарных поясов» уменьшился, риски торговых войн остались.

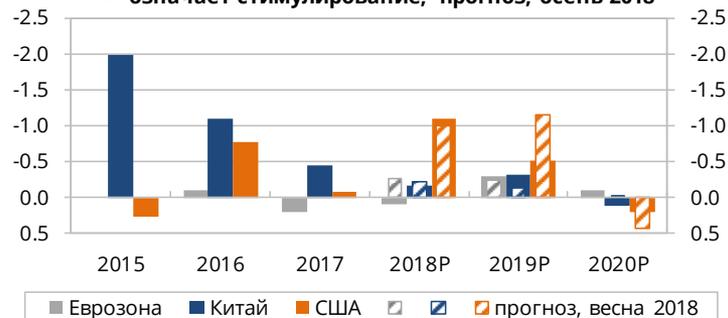
- В отношении до 1 марта объявлено перемирие, но торговый оборот между США и Китаем начал уменьшаться.
- Для поддержки роста Китай «палит из всех орудий» – тратит на инфраструктуру, уменьшает налоги и нормы резервов.

Взгляд ФРС на базовые процентные ставки в конце года, %



Источник: Bloomberg

Фискальный импульс, % от потенциал. ВВП изменение структурного баланса бюджета "-" означает стимулирование, прогноз, осень 2018



Источник: IMF, Европейская Комиссия, расчеты CBL AM

# Обзор финансовых рынков: нефть

Оценена справедливо

## ■ Если скорость движения цены с прошедшей осени немного удивила, то направление – нет.

- В основе падения цены на нефть лежали факторы, изложенные нами в предыдущем обзоре – растущее перепроизводство, усилившиеся беспокойства о мировом экономическом росте (спросе на нефть), как и неготовность спекулянтов к движению цены вниз.

## ■ Цена марки Brent частично восстановилась до 60-65 USD/баррель. Считаем это адекватным долгосрочным уровнем.

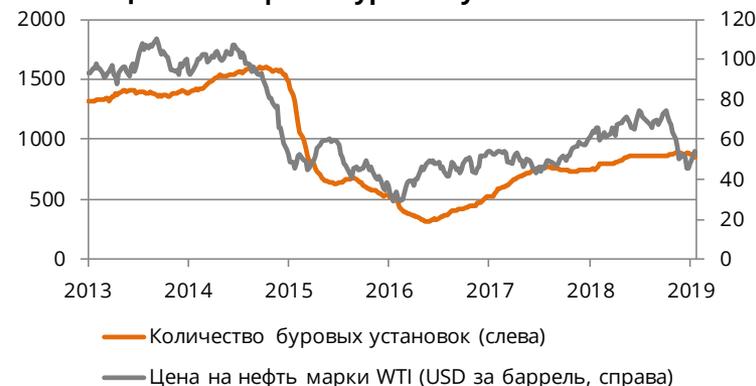
- Появились благоприятные/стабилизирующие факторы.
  - Изменение позиций спекулянтов во время падения было экстремальным – потенциал для продаж исчерпан (рис. 1)
  - В январе ОПЕК и партнеры снизили добычу на 1.2 млн. баррелей в день (пока на полгода). В экспортирующей 1.2 млн. баррелей в день Венесуэле царит хаос.
- Но угрожающие цене экономические факторы остались.
  - Экономика в крупнейших регионах потребления нефти (США, Китай, Европа) в этом году замедлится.
  - Американские нефтяники бьют очередной рекорд – 12 млн. б/д. Однако в ближайшее время добычу в США может затормозить недавнее падение цены – количество буровых установок уже снижается (рис. 2).

Позиционирование спекулянтов и Brent изменение за три месяца



Источник: ICE, Bloomberg, расчеты CBL AM

Цена на нефть и буровые установки в США



Источник: Bloomberg

# Обзор финансовых рынков: облигации

## Премии за риск значительно выросли

- **В конце 2018 года премии за риск росли так же быстро, как и в кризис в еврозоне в 2011 году.**

- В январе интерес к риску восстановился, и премии облигаций стали снижаться. Однако в большинстве сегментов они соразмерны / относительно дешевые (рис. 1).
  - В исторической перспективе облигации в EUR независимо от сегмента оценены привлекательней бумаг в USD.
  - Напоминаем, что облигации «дешевые» при условии, что как США, так и мировая экономика продолжают умеренно расти.

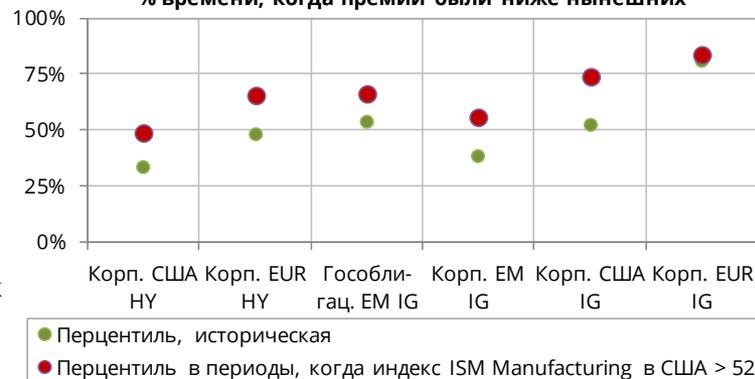
- **В сегменте высокодоходных корпоративных бумаг предпочтение еврозоне и бумагам в EUR.**

- Способность компаний погашать процентные платежи улучшилась во всех сегментах высокодоходных облигаций, в сегменте *High Yield* Европы она самая высокая (рис. 2).
- У *High Yield* компаний США наиболее сильные балансы за последние 10 лет. В Европе подобная ситуация была год назад, но и сейчас нет «тревожных звонков».

- **Привлекательности облигаций развивающихся стран способствуют здоровые темпы роста ВВП.**

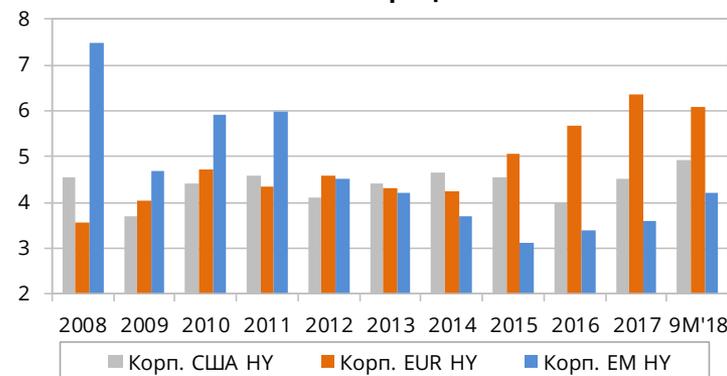
- *Bloomberg Consensus* прогнозирует рост ВВП развивающихся стран в этом году в размере 4.9% - так же, как и в 2018 году.

Премии за риск облигаций с 1999 по 2019  
% времени, когда премии были ниже нынешних



Источник: JP Morgan, Bloomberg и расчеты CBL AM  
Данные на 24.01.2019.

ЕБИТДА компаний к процентным платежам



Источник: JP Morgan и расчеты CBL AM

# Обзор финансовых рынков: акции

Мнение положительное. Но без фанатизма!

- **Настроения инвесторов на рынках акций бросаются из крайности в крайность.**
  - Если начало 2018 года характеризовал истерический оптимизм (львиная доля инвесторов ожидала дальнейший рост), то в конце года рынок впал в депрессию (рис. 1).
  - Такие фазы неустойчивы и совпадают с разворотами рынка.
- **В этих условиях особенно важна способность оценить потенциал рынка и макро среду.**
  - Наш анализ сценариев указывает, что январское «ралли облегчения» уже съело большую часть потенциала доходности рынка акций США на 2019 год.
    - В случае умеренного торможения США (базовый сценарий) видим годовую цель по индексу S&P500 около 2800 пунктов (рис. 2). С дивидендами это на 5.5% выше текущего уровня.
    - При позитивном сценарии цель выше 3000, негативном (рост в США останавливается) – около 2200 пунктов (-16%).
  - В плане оценок акции США опять дорогие, развивающиеся рынки оценены адекватно, Германия – дешево.
- **Смотрим на акции умеренно позитивно, но без фанатизма и слепой привязанности!**



## Авторы обзора

---

### **Зигурдс Вайкулис**

Руководитель отдела управления портфелями  
Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

### **Игорь Лахтадырь**

Управляющий портфелями  
Igors.Lahtadirs@cbl.lv

### **Симона Стрижевска**

Экономист  
Simona.Strizevska@cbl.lv

### **Рейнис Герасимовс**

Управляющий портфелями  
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

### **Эдгарс Лао**

Управляющий портфелями  
Edgars.Lao@cbl.lv

## Управление клиентскими портфелями

---

### **Зигурдс Вайкулис**

Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

### **Евгений Кравченко**

Jevgenijs.Kravcenko@cbl.lv

### **Илья Лусис**

Ilja.Lusis@cbl.lv

### **Иво Айлис**

Ivo.Ailis@cbl.lv

### **Рейнис Герасимовс**

Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

## Обслуживание клиентов

---

### **Агнесе Звайгзните**

Agnese.Zvaigznite@citadele.lv

### **Александр Ручковский**

Aleksandrs.Ruckovskis@citadele.lv

### **Олег Карпов**

Olegs.Karpovs@citadele.lv

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

**Дата составления обзора: 01.02.2019.**

## **Оговорка обязательств**

Информация, содержащаяся в данном обзоре, носит исключительно информационный характер и не должна расцениваться 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, центральный банк и статистическое бюро, а также информацию домашних страницах компаний и др.), тем не менее, CBL Asset Management IPAS не гарантирует точность и полноту данной информации. Мнения, содержащиеся в данном обзоре, отражают мнение авторов на момент публикации и могут быть изменены без 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 банка Citadele по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а. Интернет: [www.citadele.lv](http://www.citadele.lv)**