Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Август 2018

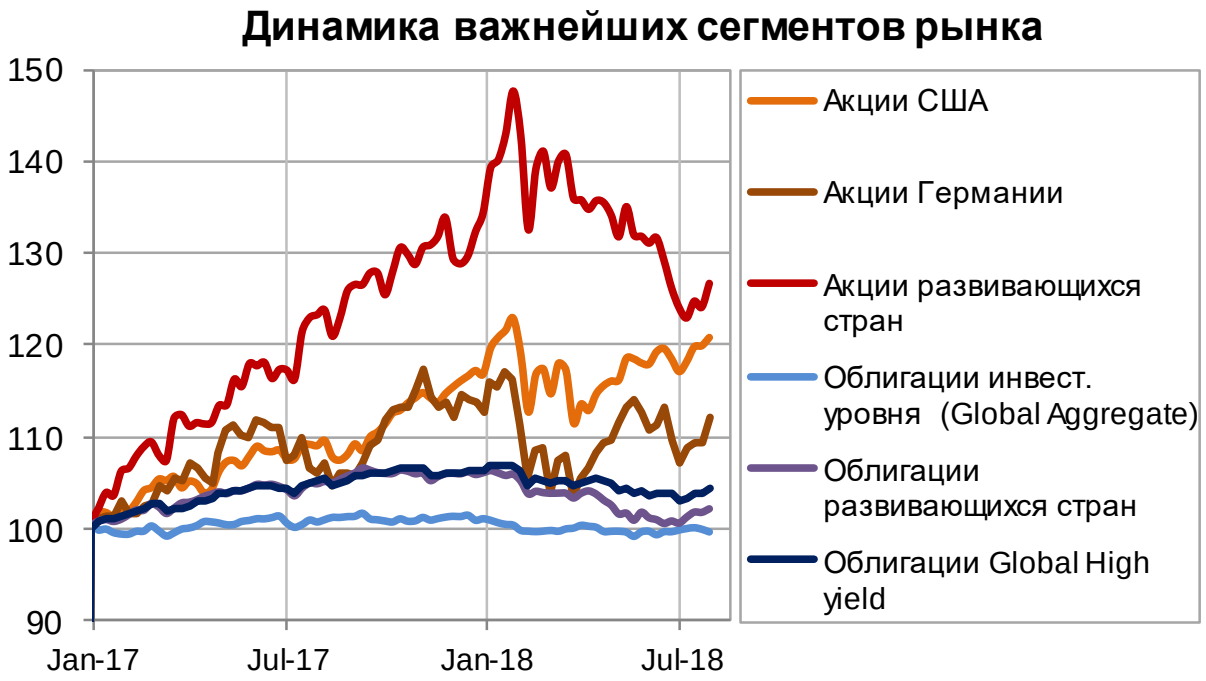
CBL Asset Management

Содержание обзора

- **Мировая экономика**
  - Этап наиболее стремительного роста мировой экономики за спиной, но риски рецессии в обозримом будущем близки к нулю. Увеличивается превосходство в темпах роста экономики США над Европой.
  - Инициированная волна протекционизма в США раздается вширь и растет в размерах, но влияние тарифов на мировую экономику «удобоваримо». По нашему мнению, наиболее деструктивны риски лавинообразного сбоя «цепочек поставок», особенно, в перенасыщенном долгами Китае.
  - ЕЦБ официально объявил о завершении QE в конце этого года. Первое повышение ставок не планируют до конца лета 2019 года.
- **Тенденции финансовых рынков**
  - Несмотря на иранский фактор, по нашему мнению, присутствуют риски снижения цен на нефть. Крупнейшие нефтепроизводители наращивают добычу, в то время как растут риски замедления спроса.
  - Недавнего движения EUR/USD хватает, чтобы на данный момент удовлетворить наши «медвежьи» амбиции. Хотя после паузы давление на EUR/USD может возобновиться.
  - Практически во всех основных сегментах облигаций увеличились премии за риск. Много где они стали привлекательны в долгосрочном историческом контексте, при условии, что, согласно прогнозам, мировая экономика продолжит расти.
  - Инвесторы стали осторожны и избирательны, но масштабного бегства из акций не наблюдается. Мировой риск №1 – протекционизм и тарифы. В то же время успокаивает хорошее финансовое состояние компаний в США и Европе.

Результаты финансовых рынков

«Пустой год» для рынков



Источник: Bloomberg

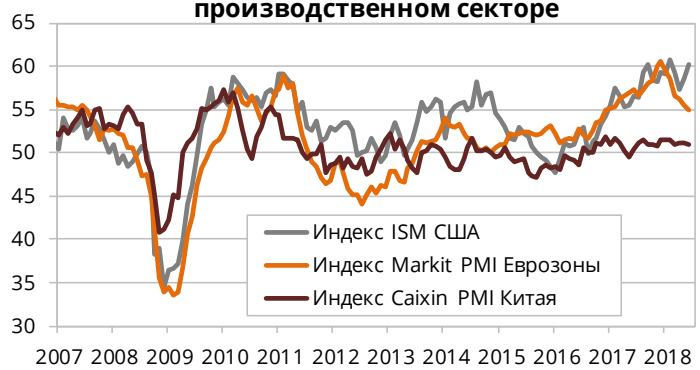
CBL Asset Management

Глобальная экономика

Пик ускорения за спиной

- **Увеличиваются различия в экономических данных Еврозоны и Америки.**
  - Показатель активности производителей в еврозоне откатился до низшего уровня за 18 месяцев (рис. 1).
  - Деловая активность в США близка к максимумам цикла.
    - В США наибольшее влияние на рост промышленности оказывают двухзначные темпы роста нефтяного сегмента.
    - Компании обеспокоены влиянием импортных тарифов.
  - Разница видна и в динамике прогнозов в США и Еврозоне.
    - *Bloomberg Consensus* прогнозирует рост ВВП США в 2018 году около 3%, в еврозоне прогнозы продолжают идти вниз – для этого года снижен до 2.2%.
- **ЕЦБ не смущает «усталость» бизнеса.**
  - Ситуация на рынке труда в Европе продолжает улучшаться, доходы растут, уровень оптимизма потребителей высокий.
  - ЕЦБ объявил о завершении QE в конце года. Первое повышение ставок не планируют до конца лета 2019 года.
- **Завершен этап ускорения роста мировой экономики (рис. 2), развитие продолжается.**
  - Риски рецессии в обозримом будущем близки к нулю.

Индексы деловой активности в производственном секторе



Источник: Bloomberg

Индекс ускорения роста ВВП*

% стран, где ВВП рос быстрее среднего за 4 квартала

---- пунктирная линия соотвествует прогнозам Bloomberg Consensus
* для стран, которые включены в индексы MSCI развитых и развивающихся стран

Источник: Bloomberg,, расчеты CBL AM

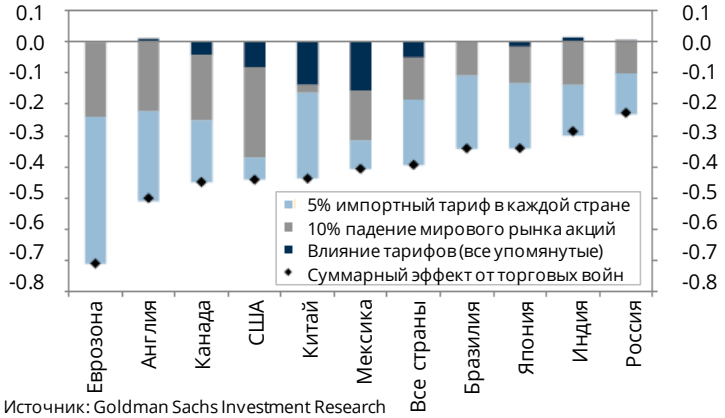
CBL Asset Management

Глобальная экономика

Протекционизм набирает обороты

- **Инициированная волна протекционизма в США раздается вширь и растет в размерах.**
  - Трамп угрожает наложить тарифы на весь импорт из Китая.
    - На данный момент обсуждается 10% тариф на импорт в размере 200 млрд. USD, уже приняты 25% на 50 млрд. USD.
  - США планирует ввести 20% тариф на импорт автомашин из ЕС, втянув и эту отрасль в мировые торговые войны.
    - Экспорт авто из еврозоны в США составляет 0.3% от ВВП ЕЗ или 8% от авто экспорта, в Германии больше – ~1% от ВВП.
- **Эффект тарифов на экономику «удобоварим».**
  - Согласно расчетам *Goldman Sachs*, если введут все упомянутые тарифы + наложат тарифы на весь мировой импорт + упадут рынки акций, мировая экономика за 3 года выросла бы на 0.5 процентных пункта меньше (рис. 1).
    - Влияние по регионам различается, но нигде не критично.
- **По нашему мнению, наибольший риск кроется в сбое «цепочек поставок», особенно, в Китае.**
  - Внутреннее потребление, движущая сила роста экономики Китая, выросло за счет роста долгового бремени (рис. 2)
  - Шоки со стороны экспорта могут вызвать серию дефолтов.

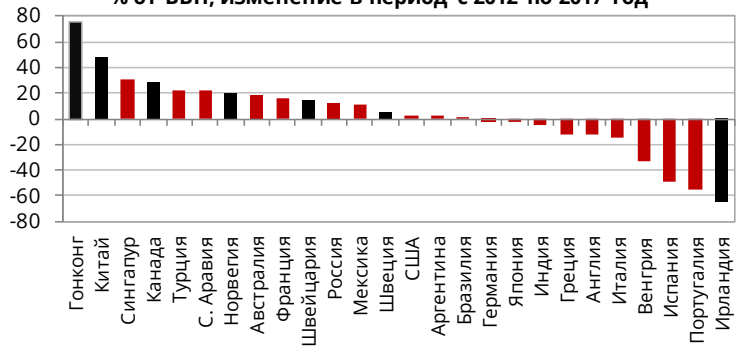
Влияние торговой войны на ВВП через 3 года, пп



Источник: Goldman Sachs Investment Research

Долг нефинансового частного сектора

% от ВВП, изменение в период с 2012 по 2017 год *



Источник: BIS * черным цветом отмечены страны с долгом свыше 200% от ВВП

CBL Asset Management

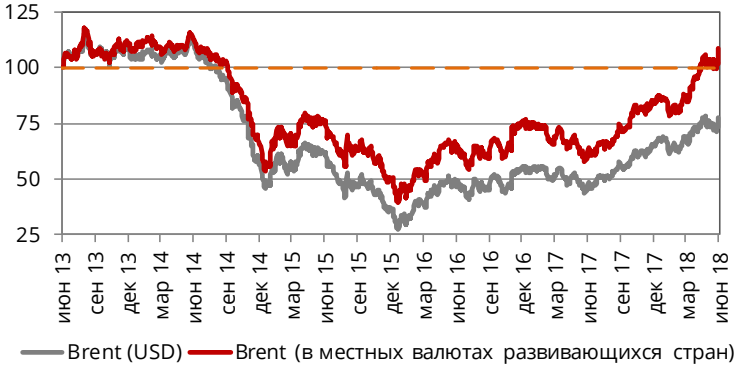
Обзор финансовых рынков: нефть

Иранский фактор удерживает цены на нефть

- **Рынок нефти в геополитической «перестрелке». Снова…**
  - Не продлив ядерный договор с Ираном, США до ноября ждет отказа других стран от покупки иранской нефти.
    - Если это удастся, экспорт нефти из Ирана может уменьшиться на 2 млн. б/д (~2% от мировой добычи).
  - Иранскую нефть можно компенсировать за счет свободных мощностей OPEC и роста добычи в США. Риски связаны с угрозами закрыть в ответ Ормузский пролив.
    - Через него транспортируют ~20% добытой в мире нефти.
- **Без учета фактора Ирана, по нашему мнению, присутствуют риски снижения цен на нефть.**
  - Крупнейшие нефтепроизводители наращивают добычу.
    - Производство нефти в США за четверть выросло почти на 0.5 млн. б/д и приближается к отметке в 11 млн. б/д.
    - Страны OPEC и их партнеры решили увеличить добычу, чтобы компенсировать дефицит венесуэльской нефти.
  - Растут риски со стороны потребления.
    - В странах EM (половина от мирового спроса) цены на нефть в местных валютах близки к рекордам (рис. 1).
    - Протекционизм угрожает перспективам роста Китая – основного двигателя прироста спроса не нефть (рис. 2).

Цена на нефть марки Brent

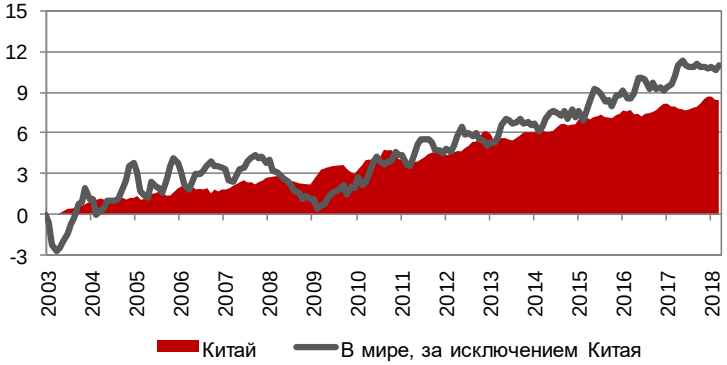
Индекс, июнь 2013 = 100



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

Рост спроса с 2003 года

Млн. баррелей в день, среднее за 3 месяца



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

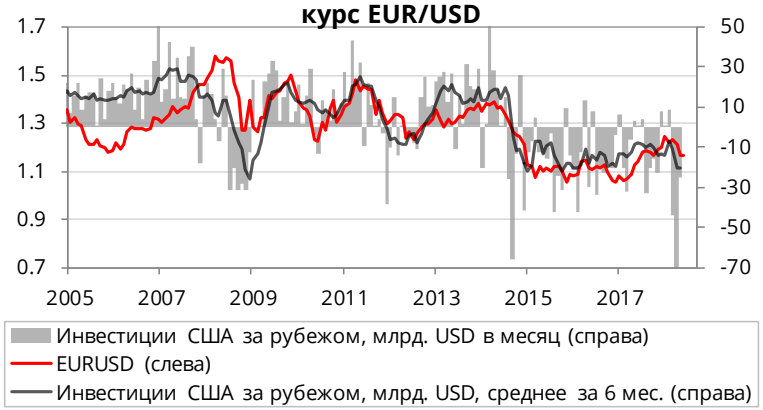
CBL Asset Management

Обзор финансовых рынков: Forex

Доллар растёт, реализуя накопленный потенциал в ставках

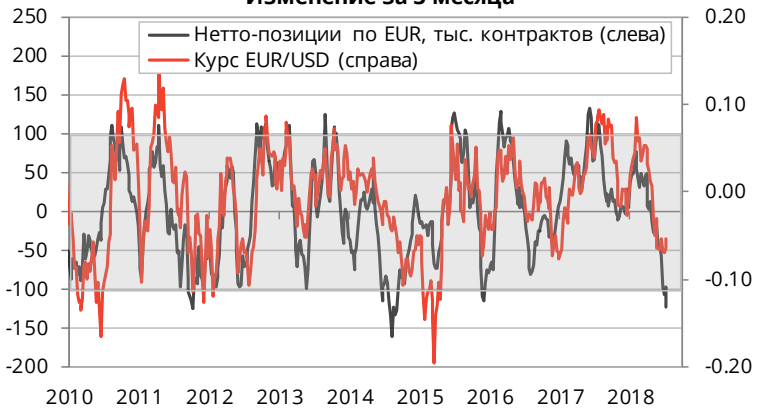
- **С апреля доллар отыграл свои позиции по отношению ко всем валютам, включая евро.**
  - Такая коррекция была ожидаема, и основной причиной считаем благоприятный для доллара потенциал, накопленный за счет разницы процентных ставок.
    - Евро не «помогли» даже потрясения в политике Италии.
  - Интересно, что сила доллара вновь совпала с массовой репатриацией денежных средств американскими инвесторами в США - самой объёмной в истории (рис. 1).
    - Она вылилась в распродажу иностранных акций.
- **Недавнего движения EUR/USD хватает, чтобы удовлетворить наши «медвежьи» амбиции.**
  - Спекулянты с большой скоростью ликвидировали практически все нетто длинные евро позиции (рис. 2). Исторически это часто тормозило движение курса.
  - Абсолютные уровни разницы процентных ставок «требуют» намного более низкого курса (близко к паритету), но в последнее время они не расширяются.
- **Но перспективы для EUR/USD неблагоприятны.**
  - Причины: риски глобальной торговой войны, внутренние региональные проблемы (BREXIT, Италия), разница ставок.

Поток портфельных инвестиций США и курс EUR/USD



Источник: Bloomberg

EUR/USD и позиции спекулянтов
Изменение за 3 месяца



Источник: Bloomberg

CBL Asset Management

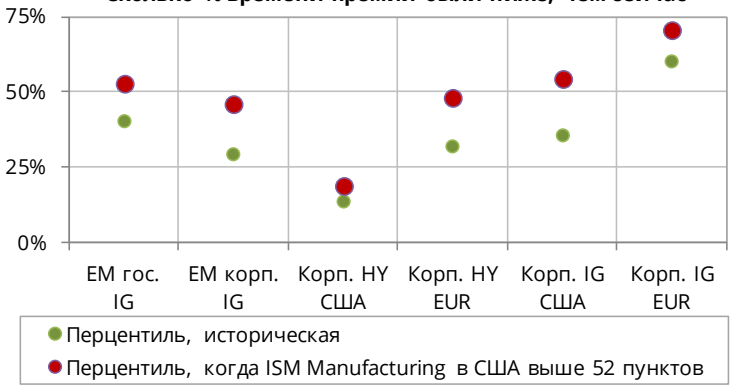
Обзор финансовых рынков: облигации

Вернулись соразмерные премии за риск

- **В 2018 году оценки облигаций с составляющей кредитного риска значительно улучшились.**
  - Практически во всех основных сегментах облигаций увеличились премии за риск.
    - Много где они стали привлекательны в долгосрочном историческом контексте, при условии, что, согласно прогнозам, мировая экономика продолжит расти (рис. 1).
  - На фоне роста эталонных ставок, облигации развивающихся стран в USD или качественные корпоративные бумаги можно купить с доходностью около 10-летних максимумов.
- **В то же время фундаментальный фон стал менее позитивным.**
  - Прогнозируемый уровень дефолтов и в США, и в Европе, и в развивающихся странах (EM) пересмотрен немного наверх.
  - Прогнозы ВВП в большинстве стран пересматриваются вниз, хотя рецессия нигде и не прогнозируется.
- **Оценивая премии за риск/долговое бремя, привлекательны гособлигации стран EM (рис. 2).**
  - Сравнительно непривлекательно в этом разрезе выглядят высокодоходные облигации США (High Yield).

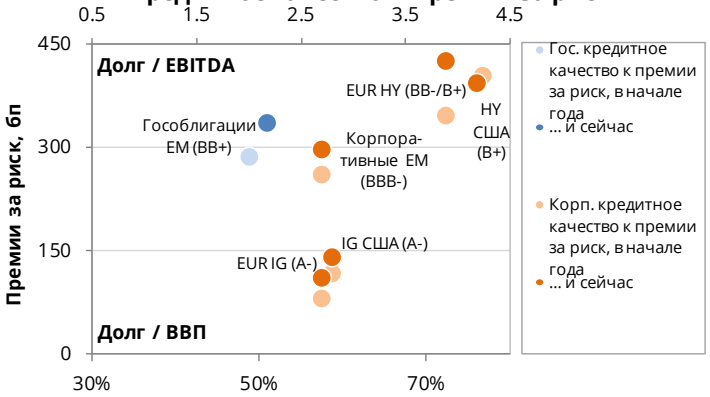
Премии за риск облигаций в 1999-2018

Сколько % времени премии были ниже, чем сейчас



Источник: расчеты CBL AM, данные JP Morgan, Bloomberg

Кредитное качество и премии за риск



Источник: IMF, JP Morgan и расчеты CBL AM

CBL Asset Management

Обзор финансовых рынков: акции

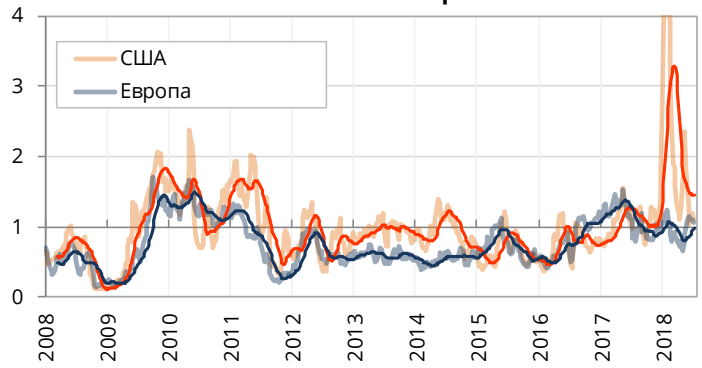
Рынки акций в поиске новых источников роста

- **Инвесторы стали осторожны и избирательны, но масштабного бегства из акций не наблюдается.**
  - В течении года на рынках акций по регионам и сегментам значительная разница - от +10% NASDAQ-100 США до -15% на внутреннем рынке акций Китая (на конец июля).
- **Мировой риск №1 – протекционизм и тарифы.**
  - Экономисты ожидают стабилизации роста на текущих уровнях. Если исторический опыт хоть что-то значит, то рост прибылей компаний может остановиться (рис. 1).
  - Согласно нашим подсчетам: если из-за тарифов за 3 года глобальная экономика потеряет 0.5% от потенциального роста – это затормозит рост прибыли компаний на 8-10 пп.
- **Однако успокаивает состояние экономик США и Европы, как и финансовое состояние компаний.**
  - Динамика прибылей компаний и прогнозы все ещё хорошие.
    - В США отчётность за 2 квартал одна из лучших в истории. ~90% компаний превысили прогнозы, оборот вырос на 10%, прибыль на 24% за год (индекс S&P500, данные *Bloomberg)*
    - Прогнозы пересматривают вверх и в Европе, и в США (рис. 2).
    - Массивную поддержку оказывает обратный откуп акций. В 2018 году компании из S&P500 уже потратили на это 700-800 млрд. USD, по сравнению с 530 млрд. в 2017 году.

Рост мировой экономики и прибыльность компаний

Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

Пересмотр прогнозов прибылей
Соотношение: наверх / вниз



Источник: Datastream IBES, расчеты CBL AM

CBL Asset Management

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

Эльчин Джафаров

Старший управляющий портфелями
Elchin.Jafarov@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Управляющий портфелями
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Управление клиентскими портфелями

Зигурдс Вайкулис

Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

Илья Лусис

Ilja.Lusis@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Евгений Кравченко

Jevgenijs.Kravcenko@cbl.lv

Иво Айлис

Ivo.Ailis@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

CBL Asset Management

Дата составления обзора: 31.07.2018.

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 Managment 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 Managment 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 Managment 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

CBL Asset Management