

# **Инвестиционная стратегия CBL AM**

## **Обзор и перспективы**

**Октябрь 2018**

# Содержание обзора

## ■ **Мировая экономика**

- Ослабление экспортных заказов в мировом масштабе – падение наблюдается и в Китае, и в еврозоне. Меньшая открытость экономики оберегает компании США. Но время позитивных сюрпризов, по нашему мнению, закончилось и для США.
- Влияние тарифов на мировую экономику негативно, но все еще не катастрофично. Конечно, в основе всех рисков Китай. В его распоряжении рычаги фискального и монетарного стимулирования. Но нельзя забывать, что их использование увеличит финансовые риски в Китае.
- Исходя из исторических данных, мы видим нейтральную базовую ставку на уровне 2.75%. Корпоративные бумаги и гособлигации уже в зоне «сдерживающей» политики.

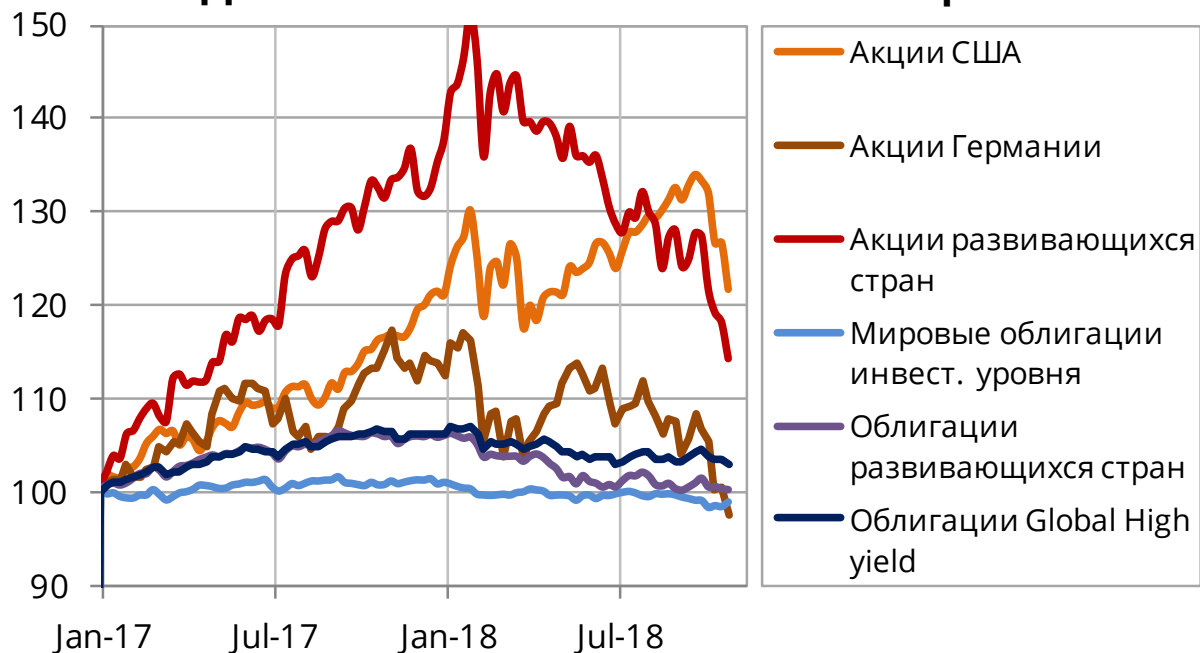
## ■ **Тенденции финансовых рынков**

- Прогнозировать политику сложно, но считаем, что экономические факторы становятся для нефти все более неблагоприятными.
- Евро оказался в незавидной ситуации. По нашему мнению, многие весомые факторы против евро.
- Рост премий за риск и USD ставок в этом году стал решающим фактором в негативных результатах многих сегментов облигаций. Ставки растут, цены падают, потенциал отдачи – ухудшается.
- Учитывая царящие на рынке сомнения и подозрения, «каскадная коррекция» на рынках акций нас не удивляет. В ее основе изменения в рыночных настроениях, а не в общей экономической картине.
- В результате падения цен, отдельные рынки акций стали привлекательно дешевыми в исторической перспективе.

# Результаты финансовых рынков 2018

Негативные результаты вне зависимости от степени риска

## Динамика важнейших сегментов рынка



Источник: Bloomberg

# Результаты финансовых рынков 2018

## Сбалансированный подход бессилен перед общим падением



Источник: Bloomberg

# Глобальная экономика

## Мировая торговля начала замедляться

### ■ Ослабление экспортных заказов в мировом масштабе – падение в Китае и еврозоне (рис. 1).

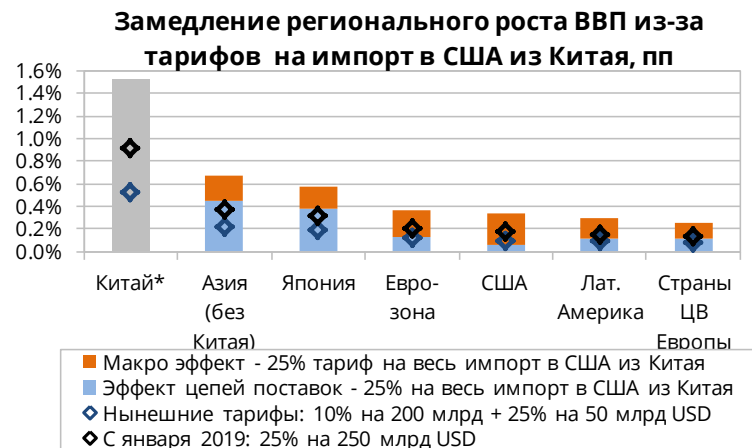
- Меньшая открытость экономики оберегает компании США .
  - В США экспорт товаров составляет около 8% от ВВП, а в еврозоне (без внутреннего) и Китае – около 20% от ВВП.

### ■ Трамп «оттаивает» по отношению к западу, но напряженность между США и Китаем растет.

- США установили дополнительный 10% тариф на китайский импорт в размере 200 млрд. долларов, с 2019 года ставка может увеличиться до 25%. Выросли риски, что новые тарифы применят ко всему импорту в США из Китая.

### ■ Влияние тарифов на мировую экономику негативно, но все еще не катастрофично.

- Согласно расчетам *Bloomberg* и других организаций, 25% тариф на весь китайский импорт в США отнимет до 1.5 пп от роста ВВП Китая.
- Согласно нашим расчетам, при таком сценарии негативное влияние на ВВП США и еврозоны может достичь 0.3-0.4 пп, в Азии больше из-за эффекта цепей поставок (рис. 2).
- Монетарные/фискальные меры в Китае могут уменьшить негативное влияние, но финансовые риски будут расти.



Источники: IMF, Всемирный Банк, OECD, расчеты CBL AM на основании таблиц добавленной стоимости в импорте, IMF GIMF и торговых матриц  
\* согласно расчетам Bloomberg Economics

# Глобальная экономика

## В США наиболее сильный макро пульс

### ■ Прогнозы еврозоны продолжают ухудшаться.

- Бизнес стремительно теряет оптимизм, потребители становятся осторожной, рост в регионе замедляется (рис. 1).
- Прогноз роста ВВП *Bloomberg Consensus* на этот год снизился до 2.0%, в следующем году ожидают рост в размере 1.8%.

### ■ Растет превосходство США в темпах роста.

- Настроения бизнеса и потребителей в США близки к рекордам. Рост производства и торговли ускоряется.
- Однако, время позитивных сюрпризов, по нашему мнению, закончилось и для США.
  - Прогноз ВВП *Bloomberg Consensus* стабилизировался на уровне 2.9% для 2018 года, в 2019 году ждут рост на 2.5%.

### ■ Политика ФРС США становится сдерживающей.

- Стремительная инфляция, сильный рост и низкая безработица позволяют до 2020 года ФРС прогнозировать еще 5 повышений ставок с нынешней 2.125%.
- Исходя из исторических данных, мы видим нейтральную базовую ставку на уровне 2.75%. Корпоративные бумаги и гособлигации уже в зоне «сдерживающей» политики (рис. 2).
- Снижение баланса ФРС продолжит ограничивать монетарную политику США и после окончания роста ставок.

#### Индексы настроений в еврозоне



Источник: Bloomberg, Trading Economics

#### Доходность гособлигаций США, базовые ставки ФРС и нейтральная ставка



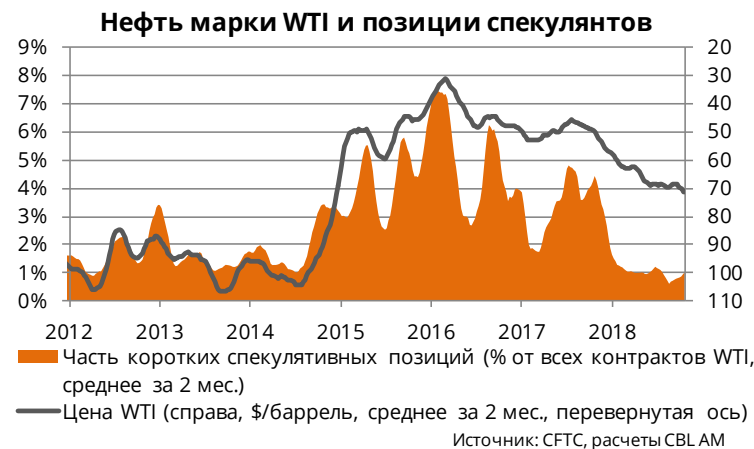
Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

\* предположение CBL AM: на данный момент нейтральная ставка ФРС 2.75%

# Обзор финансовых рынков: нефть

## Экономика против политики

- **Геополитическая напряженность на Ближнем Востоке подпитывает риски ценового скачка.**
  - Закупки нефти из Ирана обязуют прекратить до 4 ноября.
  - Саудовская Аравия, отвечая на упреки США об убийстве критика режима, «бряцает нефтяным оружием».
  - Спекулянты боятся играть на падение. «Короткие» позиции по нефти WTI на исторических минимумах (рис. 1). Стоит отметить, в 2014 такая ситуация была перед коррекцией.
- **Прогнозировать политику сложно, но считаем, что экономические факторы становятся для нефти все более неблагоприятными.**
  - Производство в США превышает 11 млн. баррелей в день. Достигла исторического рекорда добыча в Ираке (4.7 мб/д).
    - Добычу в США ограничивает инфраструктура. Планируется закончить строительство нового трубопровода в 2019-ом.
  - Спрос продолжил расти (в развивающихся странах на 2.4% в год, в развитых – на 0.6%). Но замедление роста мировой экономики может затормозить также и спрос на нефть.
  - Дефицит нефти уже исчез и есть тенденция к избытку. Об ослаблении спроса свидетельствует выравнивание цен на фьючерсы с различными датами поставки (рис. 2)



# Обзор финансовых рынков: Forex

## Евро в «долине бед»

### ■ Евро оказался в незавидной ситуации. По нашему мнению, многие факторы против евро.

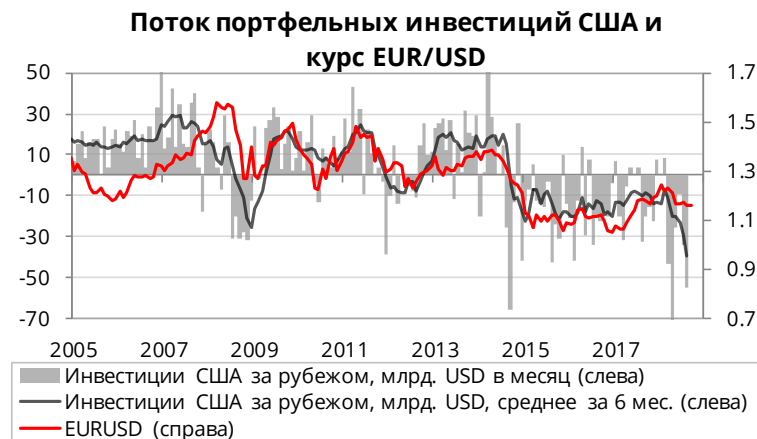
- Как летом и ожидалось, возобновилось давление на евро.
- После стабилизации летом, осенью разница процентных ставок стала увеличиваться в пользу доллара. ФРС США неудержима, ЕЦБ – боязлив и осторожен.
- События в Италии оживляют в памяти кризис доверия к еврозоне в 2011 году. Возобновилась взаимосвязь между премиями за риск в периферии и курсом евро (рис. 1)
- Спекулянты только сейчас начали восстанавливать короткие позиции по евро. Исторически процесс имел тенденцию к продолжению.
- Не можем не упомянуть про поток денежных средств. В США инвесторы по-прежнему продают зарубежные бумаги.
  - Беспрецедентное по объемам и устойчивости явление ничего хорошего для евро и толерантности к риску не предвещает (рис. 2).

### ■ Не исключено возвращение курса евро на минимумы 2017 года.

- Мировая экономика стала более «неспокойной», а евро в таких условиях чувствует себе очень некомфортно.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

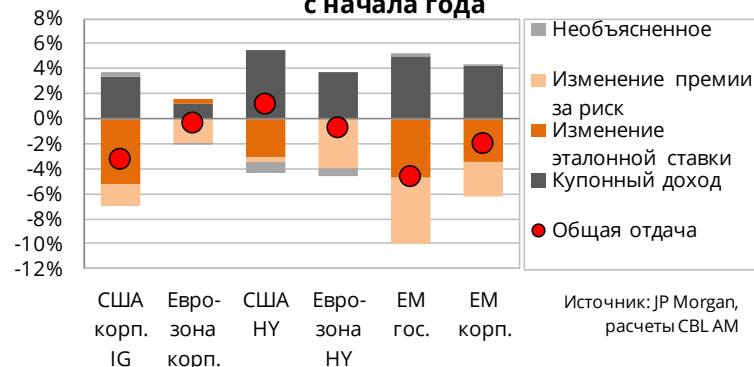


# Обзор финансовых рынков: облигации

## Ставки растут, цены падают, потенциал отдачи – улучшается

- Рост премий за риск и USD ставок в этом году стал решающим фактором негативной отдачи многих сегментов облигаций (рис. 1).
- Среди высокодоходных корпоративных облигаций преимущество у еврозоны.
  - Пересмотренный наверх прогноз уровня дефолтов не реализовался и число проблемных случаев уменьшилось.
    - На конец сентября в Европе доля дефолтов составила 2%, в США 3.1%. Moody's ожидает, что уровень будет падать – в Европе на конец года до 1.2%, в США до 2.5%.
  - Исторически премии за риск *High Yield* облигаций США все еще низкие, даже после недавней коррекции (рис. 2).
- У облигаций развивающихся стран привлекательные оценки.
  - Согласно опросам *Bloomberg Consensus*, в 2019 году ВВП развивающихся стран вырастет на 5%. Пока немногим быстрее, чем в этом году, но прогнозы медленно идут вниз.
  - После массивного притока денежных средств в 2016 и 2017 годах, в этом году приток средств в сегмент умеренный.
  - Доходность гособлигаций развивающихся стран в USD близка к 8-летним максимумам.

Составляющие отдачи секторов облигаций, с начала года



Данные на 24.10.2018.

Премии за риск 5-летних облигаций уровня BB



# Обзор финансовых рынков: акции

## В этот раз по-другому или запрыгиваем обратно без оглядки?

- **Учитывая царящие на рынке сомнения и подозрения, коррекция нас не удивляет.**

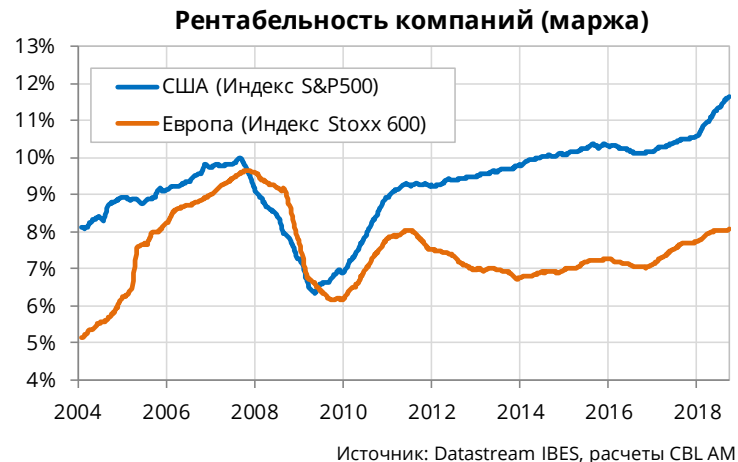
- В основе этой «каскадной коррекции» лежат отнюдь не шокирующие макроданные, а изменения настроений вместе с слишком амбициозными валютациями (рис. 1).

- **Без эмоций рассмотрим три самые обсуждаемые проблемы для рынков акций:**

- 1. «Усталость» экономики. Мировой цикл роста, несомненно, находится ближе к концу, чем к началу. Рост замедлится, впечатляющие маржи компаний упадут (рис. 2). Прибыль будет расти медленней, но будет расти.
- 2. Торговые войны. Очевидно, станет хуже, перед тем, как станет лучше. Экономика затормозится. Но экономисты говорят, что влияние не будет критичным (см. 5 слайд).
- 3. Более жесткая монетарная политика, высокие ставки. По нашему мнению, ставки в США (около 3%) близки к нейтральному уровню, но не «вредоносно» высоки. Верим в способность ФРС адекватно оценивать ситуацию и не переусердствовать с повышением ставок в будущем.

- **Считаем, что нет причин бежать из акций.**

- Отдельные рынки стали дешевыми. Например, акции развивающихся стран. Европа тоже недорогая (рис. 1).



## Авторы обзора

---

### **Зигурдс Вайкулис**

Руководитель отдела управления портфелями  
Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

### **Эльчин Джафаров**

Старший управляющий портфелями  
Elchin.Jafarov@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: 31.10.2018.**

## **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 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)**