

Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Октябрь 2019

Содержание обзора

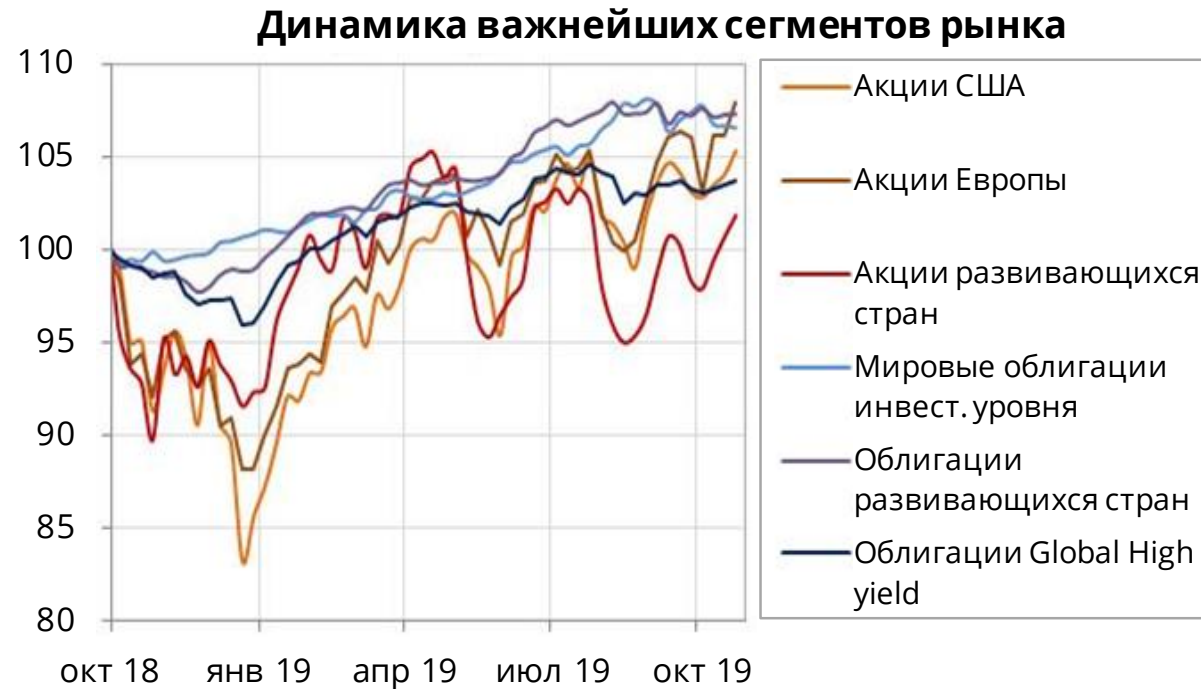
Мировая экономика

- Проблемы производителей идут вширь и вглубь. Данные в еврозоне не свидетельствуют о смене тенденций, спад в производственном секторе США становится более явным и всеобъемлющим.
- В самой низкой точке мы еще не побывали. Экономисты продолжают понижать прогнозы роста ВВП на 2020 год.
- Центробанки вернулись к синхронизированному и комплексному монетарному стимулированию. Остановка печатания долларов, евро и йен подозрительно совпала со слабостью мирового климата. Рынок с надеждой смотрит, совпадет ли возобновление с новым витком роста.
- Страны продолжают оценивать и свой фискальный арсенал. Все взгляды направлены на Германию, так как размер и состояние только ее бюджета может дать ощутимый вклад для региона.

Тенденции финансовых рынков

- Слабеющий рост мировой экономики столкнули цены на нефть с разумных, по нашему мнению, уровней в долгосрочной перспективе, возможна стабилизация цен.
- Как и ожидалось, рынок облигаций демонстрирует признаки усталости, не получая поддержки эталонных ставок. Для облигаций все еще есть место в портфелях. Премии за срок, хотя и стали относительно невелики, значительно повышают потенциальную доходность облигаций в первые годы их держания.
- Мировые рынки акций опять стремятся вверх, как благодаря фундаментальным, так и техническим факторам. Мы все же скептически смотрим на потенциал рынка акций, так как а) противоречия между США и Китаем слишком принципиальны, б) прогнозы роста прибылей компаний чрезмерно высоки, с) мировые рынки акций слишком дороги.

Результаты финансовых рынков

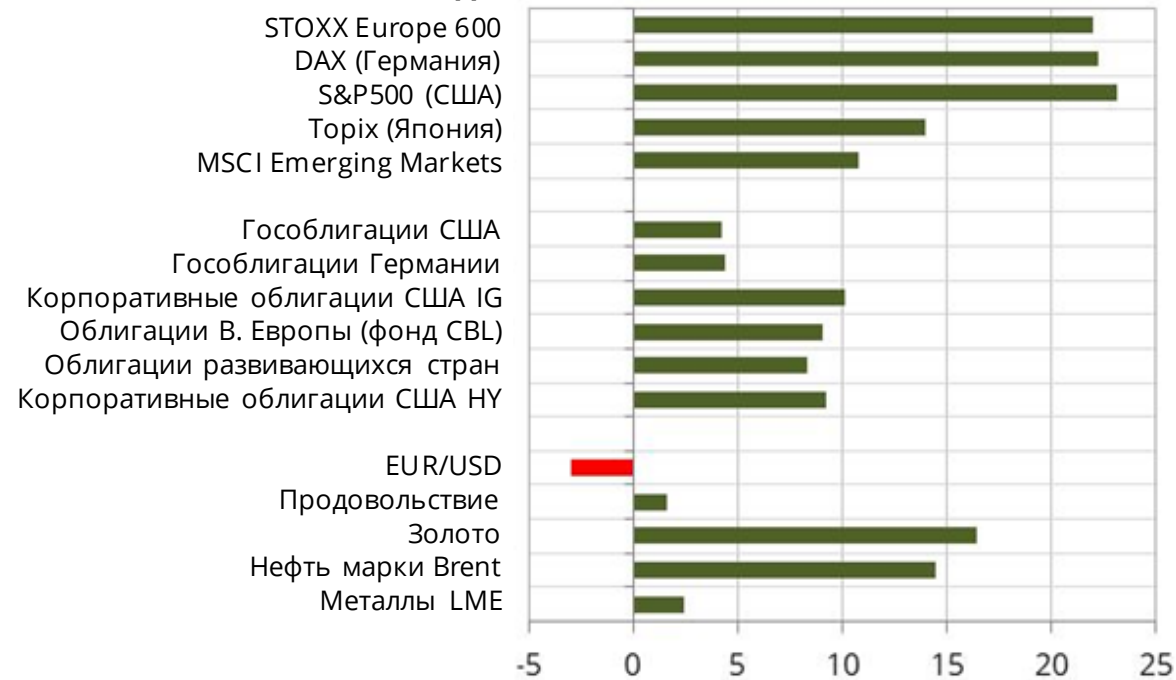


Источник: Bloomberg

Результаты финансовых рынков

Результаты по секторам в 2019 году

(данные на 30.10.2019)



Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

Ситуация в промышленном секторе все еще безрадостна

Проблемы производителей идут вширь и вглубь.

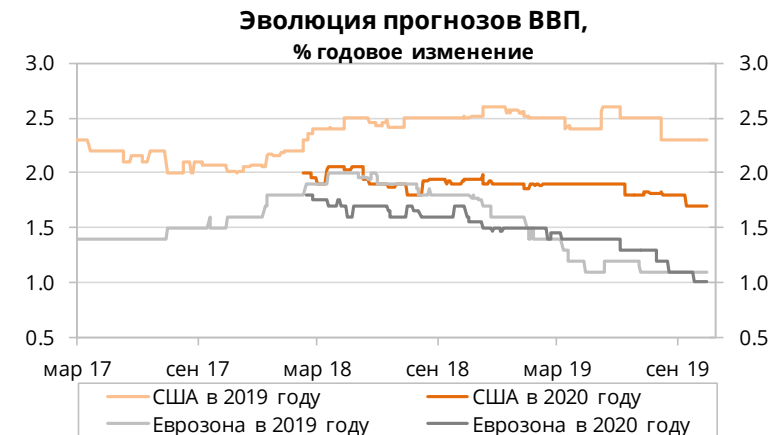
- Проблемы промышленного сектора еврозоны скоро отпразднуют свой двухлетний юбилей. Свежие данные не свидетельствуют о смене тенденций.
- Спад в производственном секторе США становится более явным и всеобъемлющим – *ISM Manufacturing* ниже 50 пунктов, пессимизм и минусы почти во всех отраслях.
- Стимулирующие меры улучшают ситуацию в Китае и немного повышают показатели мировой промышленной активности.
 - Но долгосрочный эффект, по нашему мнению, можно достичь только благодаря разрешению мировых торговых войн.

Затянувшаяся слабость в производстве рушит последний бастион для роста – потребление.

- Низкая безработица и рост доходов поддерживали экономику «на плаву» по обе стороны Атлантики. Но в США сектор услуг стал следовать «плохому примеру» производителей, настроения потребителей тоже стали слабеть (рис. 1).

В самой низшей точке мы еще не побывали.

- Согласно опросам *Bloomberg Consensus*, прогнозы роста ВВП на 2020 год продолжают снижаться, как для еврозоны, так и для США, Японии и развивающихся стран (рис. 2).



Источник: Bloomberg, Bloomberg Consensus

Глобальная экономика

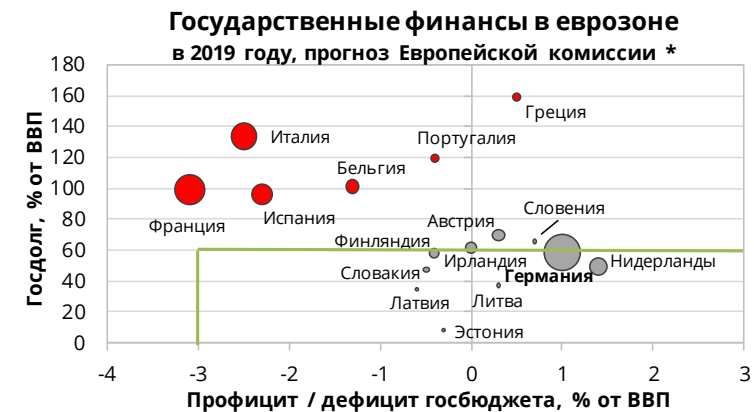
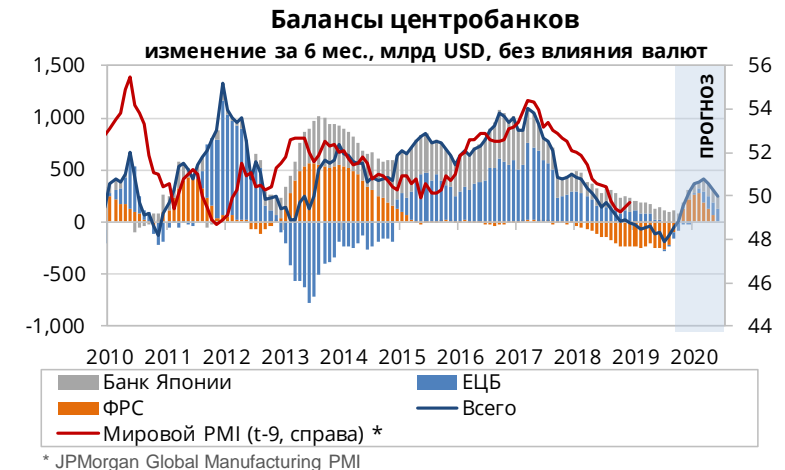
Центробанки снова включили печатные станки

Центробанки вернулись к синхронизированному и комплексному монетарному стимулированию.

- ФРС понизила ставку уже на 75 бп до 1.50-1.75%, ЕЦБ – депозитную ставку на 10 бп до -0.5%.
 - Рынок до конца 2020 года ожидает еще 1-2 снижения ставок в США и одно в еврозоне на 10 бп.
- Центробанки снова начнут наращивать свои балансы.
 - ЕЦБ, начиная с ноября, «столько, сколько потребуется» будет тратить 20 млрд. евро в месяц на покупку облигаций.
 - ФРС будет скупать краткосрочные гособлигации США на сумму 60 млрд. USD в месяц. Но ФРС боится, что это не QE, а краткосрочные меры по улучшению рыночной ликвидности.
- Остановка печатания долларов, евро и йен совпала со слабостью мирового климата. Рынок с надеждой смотрит, совпадет ли возобновление с новым витком роста (рис. 1).

Страны оценивают свой фискальный арсенал.

- Еврозона (Германия), в отличие от США и Китая, еще не разыграла карту фискального стимулирования.
- Все смотрят на Германию, так как размер и состояние только ее бюджета может дать ощутимый вклад для региона (рис. 2).
 - Согласно OECD, направленный на госинвестиции 1% от ВВП может повысить рост ВВП Германии на 0.4-0.8 пп.



* размер шара соответствует доле ВВП страны в ВВП еврозоны, красный цвет - несоответствие процедуре ЕК по сокращению дефицита (долг/ВВП > 60 и не уменьшается должным образом)

Источник: Bloomberg, Европейская комиссия, расчеты CBL AM

На финансовых рынках: нефть

Обратно к разумным уровням

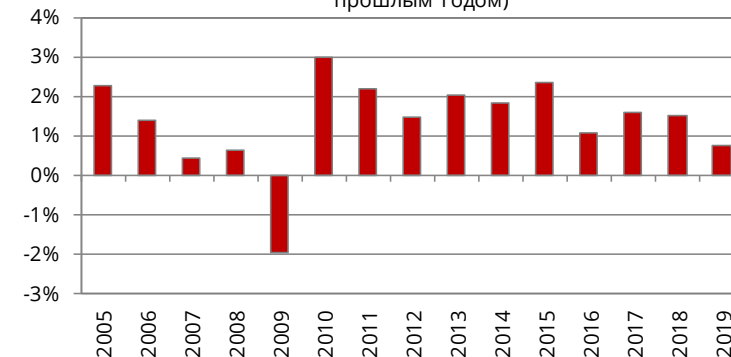
Согласно нашим ранним прогнозам, за последние 3 месяца нефть имела тенденцию к снижению.

- Цены определяются макроэкономическими процессами. Мировой спрос и мировая экономика растут медленно.
 - В развитых странах потребление нефти снижается на 0.4% в годовом выражении, а в развивающихся – растет на + 2%. В этом году самый медленный рост за последние 10 лет (рис. 1).
- Атака на саудовскую нефтяную отрасль вызвала быстрый, но временный рост цен. Цены быстро упали, так как запасы нефти в мире высоки, как и свободные производственные мощности.
 - Саудовская Аравия считает, что Иран виновен в нападении - напряженность сохраняется. Так что геополитика теперь похожа на спящий вулкан - извержение может быстро поднять цены.

На текущих уровнях возможна стабилизация цен.

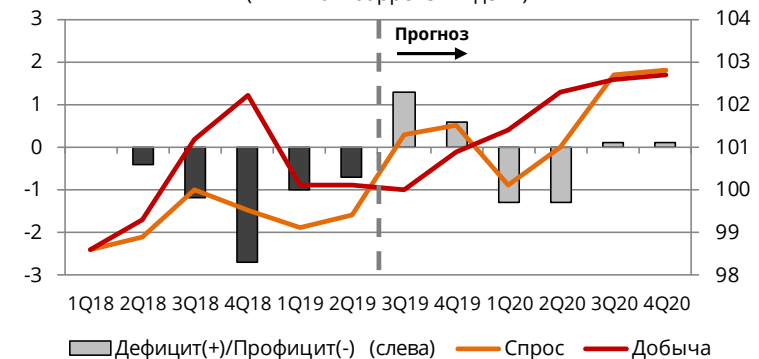
- Наши расчеты показывают, что профицит может восстановиться в следующем году (рис. 2). Такая ситуация на рынке обычно заметно негативна для нефти.
 - ОПЕК может дополнительно сократить добычу. Некоторые страны не желают отдавать свою долю США (где добыча продолжает расти и превысила 12.5 млн. баррелей в день).
- Тем временем для нефти благоприятно восстановление надежд на ускорение роста экономики (благодаря переговорам между США и Китаем, прогрессу BREXIT, стимулам).

Рост мирового спроса
(Средний спрос за 9 месяцев года по сравнению с прошлым годом)



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

Баланс мирового рынка нефти
(Миллион баррелей в день)



Источник: IEA, EIG, расчеты CBL

На финансовых рынках: облигации

Повторить столь же впечатляющий рост будет сложно

Рынок облигаций демонстрирует усталость.

- В большинство сегментов облигаций наблюдается рост, но без поддержки эталонных ставок динамика слабеет.
 - Начало сентября ознаменовалось самыми низкими ставками в истории США, Европы, Японии и других стран.
- В результате наше предположение о том, что будущее рынка определяется купонами, а не ростом цен, подтвердилось. Это, возможно, продолжится в ближайшие месяцы.

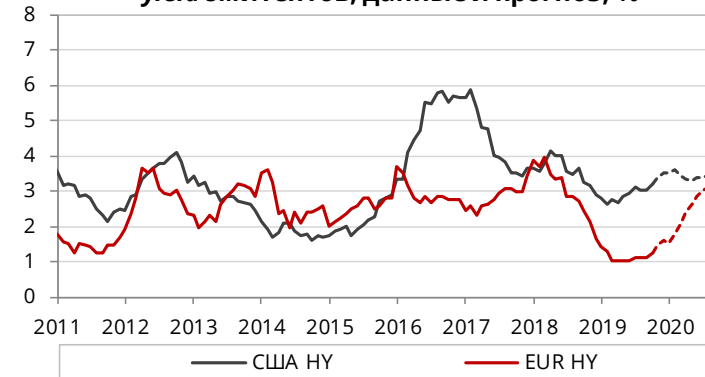
Кредитное качество эмитентов не выдающееся.

- Долговое бремя компаний с инвестиционным рейтингом на антирекордах (чистый долг/ЕБИТДА: США 2,5х, Европа 3,7х).
- Среди высокодоходных рынков (*high yield*) развитых стран предпочтение отдаем Америке.
 - Агентство *Moody's* прогнозирует увеличение дефолтов рискованных эмитентов в Еврозоне (рис. 1).

Для облигаций все еще есть место в портфелях.

- Функция облигаций (особенно более высокого кредитного качества) – балансировка риска инвестиций в акции.
- Потенциальная доходность - это больше, чем просто доходность к погашению. Премии за срок, хотя и относительно невелики, значительно повышают потенциальную доходность облигаций в первые годы их держания (рис. 2).

Число случаев неплатежеспособности *High yield* эмитентов, данные и прогноз, %



Источник: Moody's

Влияние премии за срок на отдачу
Отдача 5-7-летних облигаций EUR IG, держа 2 года,
% в год



Источник: расчеты CBL AM, данные JPM

Обзор финансовых рынков: акции

Скептически смотрим на потенциал рынка

Мировые рынки акций опять стремятся вверх.

- В основе оптимизма несколько фундаментальных факторов.
 - Самый заметный из них – США и Китай опять сели за стол переговоров, обещают подписать что-то значимое уже в ноябре.
 - ФРС и ЕЦБ опять наращивают баланс. Все хорошо помнят рост акций во время предыдущей кампании ФРС. (Don't fight the FED!..)
 - Сезон отчетности в США уже за экватором, и 80% компаний превзошли прогнозы по прибыли.
- Движению вверх также помогает ранее царящий пессимизм в отношении акций – многие покупают, не дождавшись коррекции.
 - В этом году фонды акций США пережили один из сильнейших оттоков средств за многие годы.
 - Вес ждущих коррекцию был близок к историческим экстремумам – это обычно является вестником разворота рынка (рис. 1).

Учитывая все эти факторы, мы все же скептически смотрим на потенциал рынка акций.

- Не верим, что отношения США и Китая вскоре вернуться к «довоенному» состоянию. Противоречия слишком принципиальны.
- Согласно нашим расчётам, прогнозы роста прибылей компаний чрезмерно высоки, разочарование ими – практически неизбежно.
- Мировые акции слишком дороги на фоне хрупкого макро фона.
 - Оценки рынка акций США вернулись к 14-летним рекордам (рис. 2.)



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 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

Кристапс Урпенс

Kristaps.Urpens@cbl.lv

Агнесе Звайгзните

Agnese.Zvaigznite@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 CBL Asset Management IPAS по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а. Интернет: www.cblam.lv

Дата составления обзора: 30.10.2019.

Оговорка обязательств

Этот обзор носит исключительно информационный характер, и его нельзя 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, центральные банки и статистические бюро, а также информация на домашних страницах компаний и др.), тем не менее, CBL Asset Management IPAS не гарантирует точность и полноту данной информации. Информация и мнения, содержащиеся в данном обзоре, актуальны на момент публикации и могут быть изменены без предварительного 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 CBL Asset Management IPAS по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а. Интернет: www.cblam.lv