Инвестиционная стратегия CBL AM
Обзор и перспективы

Ноябрь 2020

CBL Asset Management

Содержание обзора

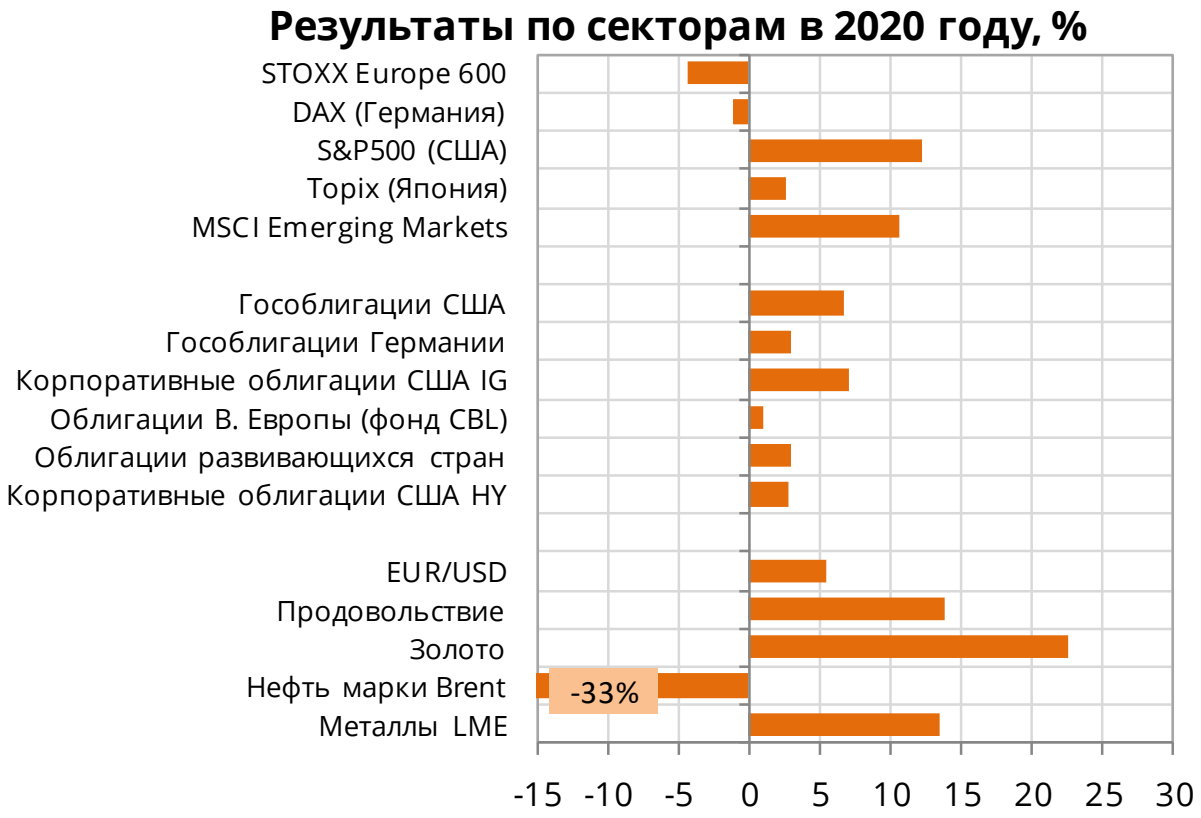
Мировая экономика

- Оживление экономики произошло на удивление стремительно. Объемы розничной торговли превысили «довирусные» уровни. Растет производство и экспортные заказы, Китай чувствует себя лучше, чем когда либо. В США продолжают скупать недвижимость.
- Недавняя вспышка вируса угрожает в конце года загнать экономики стран снова в рецессию. Экономисты и инвесторы «смотрят сквозь» этот эпизод эпидемии благодаря оптимизму из-за вакцин.
- Оживление экономики, рекорды на рынке акций и среди других рисковых активов, бум на рынках недвижимости не мешают Центробанкам «жать на педаль газа».
- О сдержанной фискальной политике забыто. Большая часть стран не планирует существенно уменьшать высокие дефициты бюджета и в ближайшие несколько лет.

Тенденции финансовых рынков

- Прогнозы прибыли компаний улучшаются. Прогнозы снова преимущественно пересматривают вверх.
- Рынкам удалось «растолковать» как позитивный для акций и результат президентских выборов в США. Сочетание Джо Байдена и контролируемого республиканцами Сената минимизирует риск отмены принятого Трампом пониженного налога на прибыль.
- Нас смущает недостаток менее позитивных сценариев для рисковых активов. Политический хаос в США, распространение вируса, многие неотвеченные вопросы про вакцинацию трудно совместимы с рекордными оценками акций. Без паники, но осторожно!
- Потенциальная доходность портфеля облигаций с EUR, как базовой валютой, остается относительно высокой. Абсолютная доходность бьёт антирекорды, но разница между процентными ставками в USD и EUR значительно уменьшилась, что снизило стоимость валютного хеджирования.

Результаты финансовых рынков



* Данные на 18.11.2020.
Источник: Bloomberg

CBL Asset Management

Глобальная экономика

Активизация вируса не уменьшает оптимизма экономистов

Оживление экономической активности до сих пор происходило на удивление стремительно.

- Объемы розничной торговли заметно превысили «довирусные» уровни. Продолжается бум в секторе недвижимости США.
- Рост продукции и экспортных заказов увеличивает оптимизм в секторе производства (Рис. 1).
  - Объемы производства в США и еврозоне все еще на 5-6% ниже «довирусных» уровней, в Китае – бьют исторические рекорды.

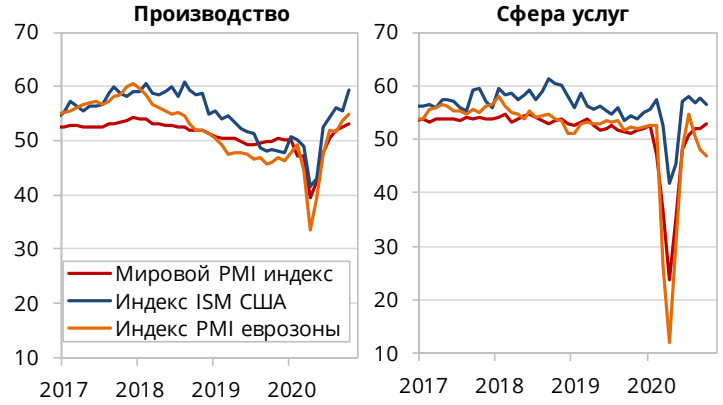
Недавняя вспышка вируса угрожает в конце года загнать экономики стран снова в рецессию.

- Из-за стремительного роста заболеваемости и возвращения ограничений в Европе ухудшилась мобильность жителей и настроения в сфере услуг.
  - Влияние в этот раз меньше, чем весной (Рис. 2).
- Не исключаем, что в скором времени более строгие ограничения начнут тянуть вниз активность и в США.

Благодаря оптимизму из-за вакцин экономисты и инвесторы «смотрят сквозь» этот эпизод эпидемии.

- Аналитики посчитали, что массовая вакцинация в мировом масштабе может ускорить рост ВВП США и еврозоны во второй половине следующего года примерно на 2%.

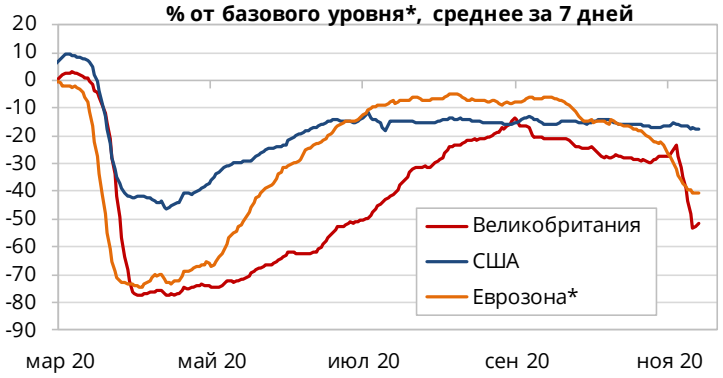
Индексы деловой активности



Источник: Bloomberg

Мобильность населения

В непродуктовых магазинах и местах развлечений, % от базового уровня*, среднее за 7 дней



Источник: Google Mobility Index, Eurostat, расчеты CBL AM
* Активность по сравнению с уровнем с 3.01-06.02.2020 **взвешенные по ВВП

CBL Asset Management

Глобальная экономика

Пандемия развязала руки Центробанкам

Оживление экономики и рекорды на рынке акций не мешают Центробанкам «жать на педаль газа».

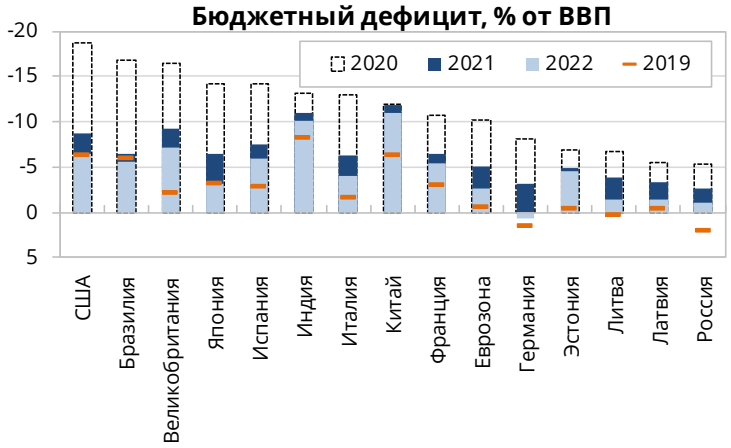
- ФРС придерживается курса количественного смягчения, дала безоговорочное обещание не повышать ставки еще 3 года.
- В будущем в основе политики ФРС будет средняя инфляция. Это может означать более мягкую монетарную политику, так как в последние годы основная инфляция редко превышала 2%.
- Не исключено, что карантинные меры и дефляция в еврозоне дадут ЕЦБ оправдание для увеличения скорости печатания денег.

О сдержанной фискальной политике забыто.

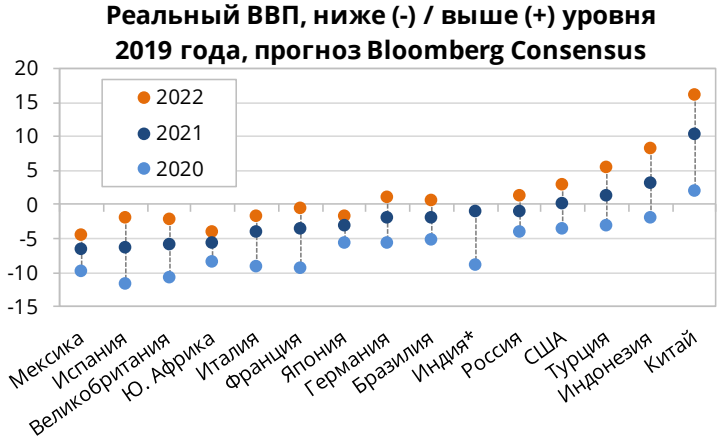
- Агрессивно стимулирующая фискальная политика обеспечила значительную поддержку мировой экономике в этом году.
  - Большая часть стран не планирует существенно уменьшать высокие дефициты бюджета в ближайшие несколько лет (Рис. 1).
- В следующие два года без новой программы стимулирования политика США станет сдерживающей. Думаем, этого не допустят.
  - Если Сенат достанется республиканцам, для нового президента демократа Байдена возможности стимулов будут ограничены.

Следующие годы будут не менее «интересными».

- ВВП во многих странах будет ниже «довирусных» уровней еще несколько лет (Рис. 2). Но нескончаемые стимулы и вакцинация может обеспечить значительный позитивный шок для экономики.



Источник: IMF WEO October 2020



Источник: Bloomberg Consensus на 17 ноября 2020 * нет данных про 2022

CBL Asset Management

На финансовых рынках: нефть

Правила на рынке задают фундаментальные показатели

Цену на нефть будет определять спрос.

- Спрос на нефть продолжает восстанавливаться, однако данные потребления по-прежнему слабые. В развитых странах спрос в среднем на 11% ниже, чем годом ранее, в развивающихся странах приблизительно на 5% (данные на сентябрь).
- Более строгие ограничения перемещений в Европе могут заставить OPEC+ отложить увеличение целевого уровня добычи на 2 млн. б/д (решение будет на встрече в конце ноября).
- Перемирие в гражданской войне в Ливии вернет часть добычи нефти на рынок. С начала сентября добыча выросла с 0.1 до 0.8 млн. б/д, а к концу года ожидается добыча уже 1.4 млн. б/д.
- Планы Байдена уделить большее внимание изменениям климата, могут привести к снижению производства нефти в США скорее в среднесрочной перспективе, а не сразу.

Равновесие на рынке может быть достигнуто лишь в середине следующего года (Рис. 1).

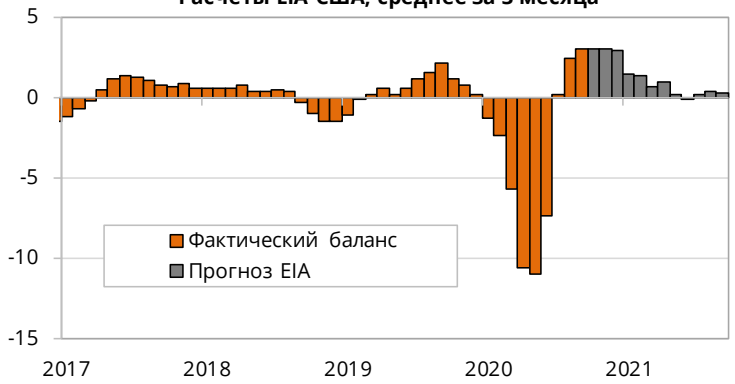
- Запасы нефти, выросшие из-за пандемии, упали вдвое (Рис. 2). Дальнейшее снижение нетипично для сезона и маловероятно.

Ожидаем колебания цены в широком коридоре.

- OPEC+ вмешается при падении цены. С другой стороны, рост цены будет ограничивать желание производителей увеличить добычу нефти.

Разница спроса и и предложения (млн б/д)

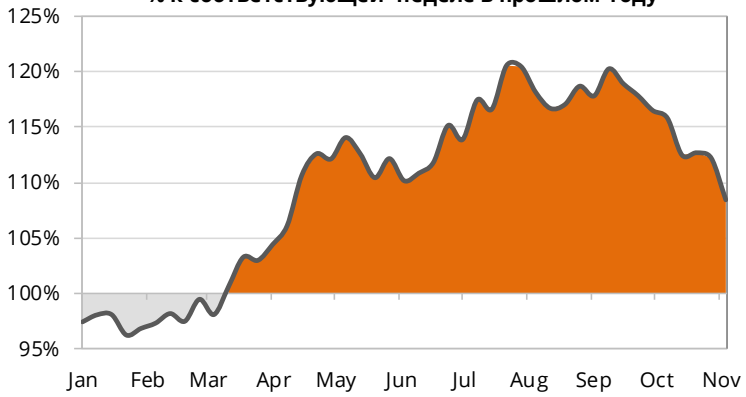
Расчеты EIA США, среднее за 3 месяца



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

Запасы сырой нефти в США в 2020 году

% к соответствующей неделе в прошлом году



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

CBL Asset Management

На финансовых рынках: облигации
Нейтральная оценка

После пандемии кредитное качество IG компаний в США может улучшиться быстрее всего.

- Увеличение долгового бремени компаний инвестиционного уровня в США связано с негативными последствиями пандемии.
- В то же время прибыльность компаний в Европе была невысокой еще до вспышки COVID-19.

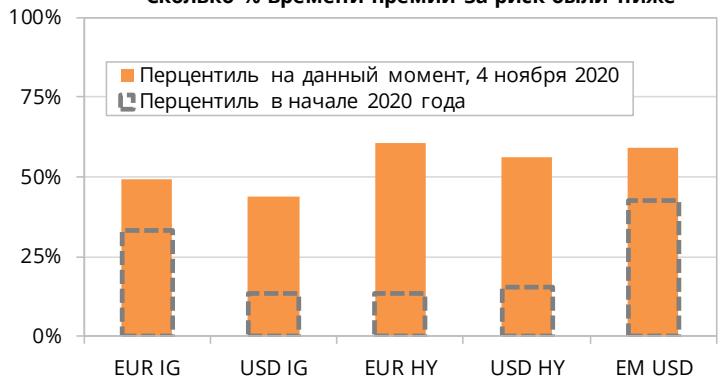
Компенсация за риск выше в сегменте HY.

- Премии в сегменте HY немного превышают исторические уровни и являются умеренно привлекательными, если восстановление экономики продолжится в следующем году (Рис. 1).
  - Кредитные риски среди высокодоходных компаний значительно возросли из-за ослабления экономики в результате пандемии.
- Среди бумаг инвестиционного рейтинга премии за риск по обе стороны океана близки к исторически нейтральным уровням.

Потенциальная доходность портфеля облигаций в EUR остается относительно высокой.

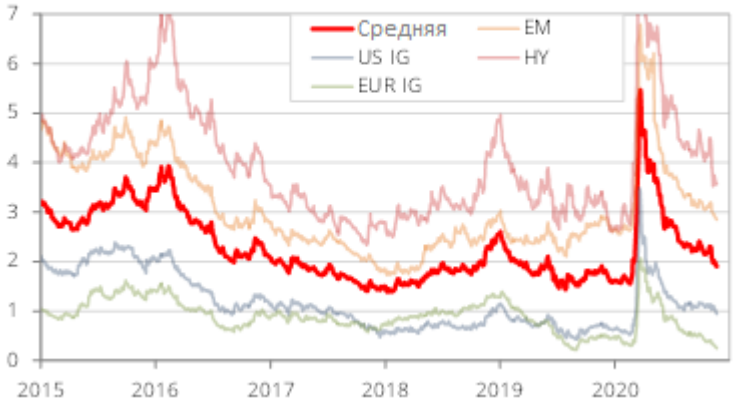
- Абсолютная доходность бьёт антирекорды, в то же время разница между процентными ставками в USD и EUR значительно уменьшилась, что снизило стоимость валютного хеджирования.
- Доходность глобального портфеля облигаций превышает средний уровень последних лет (Рис. 2).

Перцентили премий за риск*, с 2002 года
*** Сколько % времени премии за риск были ниже**



Источник: расчеты CBL AM, данные Bloomberg

Доходность сегментов облигаций (EUR hedged)



Источник: расчеты CBL AM, Bloomberg

CBL Asset Management

На финансовых рынках: акции
Непоколебимый оптимизм

Прогнозы прибыли компаний улучшаются.

- Прогнозы преимущественно пересматривают вверх (Рис. 1).
  - Аналитики ожидают, что в 2021 году прибыли в США вырастут на 24%, в Европе – на 41%, на развивающихся рынках – на 33%.
- Рынкам удалось «растолковать» как позитивный и результат президентских выборов в США. Сочетание Джо Байдена и контролируемого республиканцами Сената минимизирует риск отмены принятого Трампом пониженного налога на прибыль.

Хорошая новость - хорошо, плохая - тоже хорошо.

- Новости о вакцине как доза адреналина для рисковых активов.
  - Оптимизм из-за вакцин привел к притоку средств в сегменты акций, наиболее пострадавшие от пандемии. Но и иммунный к Covid-19 технологический сектор держится на максимумах.
- Ссылаясь на негативное влияние новой волны вируса, правительства и Центробанки не замечают хороших новостей, и говорят только про новые стимулы и печатание денег.
- В довершение: Goldman Sachs прогнозирует, что к концу 2021 года индекс S&P500 будет на 20-25% выше, чем сейчас.

Нас смущает недостаток менее позитивных сценариев.

- Политический хаос в США, распространение вируса, многие неотвеченные вопросы про вакцинацию трудно совместимы с рекордными оценками акций (Рис. 2). Без паники, но осторожно!

Соотношение пересмотра прибыли акций
Прогноз прибыли для индекса акций MSCI World, среднее за 3 месяца

Источник: IBES, расчеты CBL AM

Дороговизна / дешевизна индексов акций
Исторические перцентили P/B, P/EBITDA, P/S, P/E

Источник: Bloomberg, 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

Игорь Лахтадырь

Управляющий портфелями
Igors.Lahtadirs@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Управляющий портфелями
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Андрей Пилька

Управляющий портфелями
Andrejs.Pilka@cbl.lv

Управление портфелями

Зигурдс Вайкулис

Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

Илья Лусис

Ilja.Lusis@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Иво Айлис

Ivo.Ailis@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 Республикас, 2а. Интернет: www.cblam.lv

CBL Asset Management

Дата составления обзора: 20.11.2020.

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 Республикас, 2а. Интернет: www.cblam.lv