

Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Май 2021

Содержание обзора

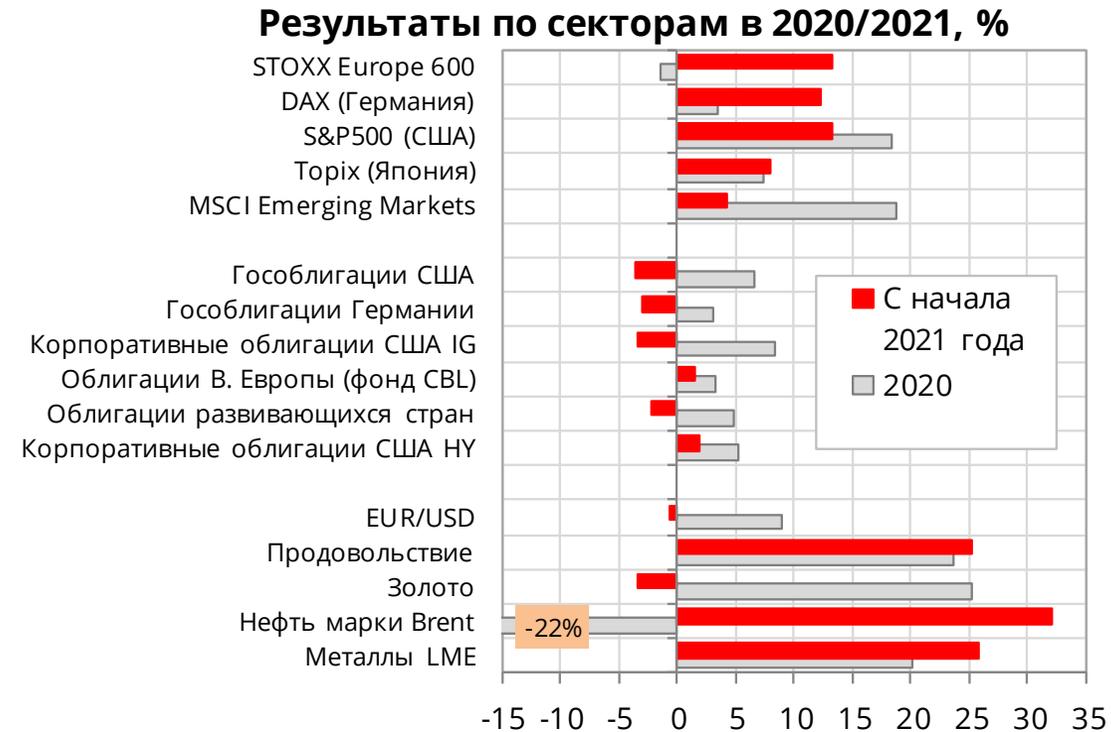
Мировая экономика

- Оптимизм производителей западных стран ставит рекорды, но позитивизму в производственном секторе способствует не только сильный спрос, но и пополнение запасов, что является циклическим фактором. Его нормализация может умерить и оптимизм.
- Экономика США и из этого «кризиса» вылетит с большим ускорением, чем другие развитые страны. В результате господдержки доходы жителей США стали больше, чем без пандемии, в других странах она лишь смягчила падение.
- Вирус в мировом масштабе еще не побежден. Хотя до осени в развитых странах могут быть достигнуты условия группового иммунитета, в развивающихся странах вакцинацию усложняет как доступность вакцин, так и финансов.
- Уменьшаясь объективной необходимостью в господдержке, в будущем году может наступить фискальное «похмелье». Федеральная Резервная система пока делает вид, что не видит ускорения ВВП и инфляции в США, но и ей объективно скоро нужно будет ослабить монетарную поддержку.

Тенденции финансовых рынков

- Конъюнктура рынка нефти все еще тесно связана с эпидемиологической ситуацией - с начала года мировой спрос особо не изменился. Предложение все еще удерживается ниже текущего потребления, таким образом снижая запасы нефти и поддерживая цены относительно высоко.
- Основой оптимизма рынка является постоянные улучшения экономических перспектив США. Как исторически, так и сейчас, повышение прогнозов роста ВВП США коррелирует с улучшением корпоративных прибылей, которые по-прежнему является решающим фактором для прогнозирования ожидаемой динамики фондового рынка.
- Растущие эталонные ставки в USD в начале этого года негативно повлияли на результаты сегментов облигаций инвестиционного рейтинга США и долларовых облигаций развивающихся стран, но одновременно и увеличили потенциальную отдачу облигаций в USD. NY облигации развитых стран продолжают приносить прибыль из-за более коротких сроков погашения и снижения премий за риск.

Результаты финансовых рынков



* Данные на 07.05.2021.
Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

США готовится к экономическому рывку

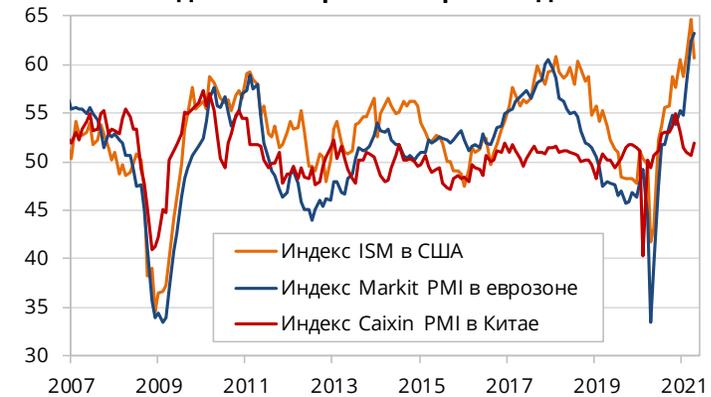
Оптимизм производителей западных стран ставит рекорды.

- Настроения производителей в США близки к историческим рекордам, в еврозоне – на наивысшем уровне с 1997 года (рис. 1).
 - Стремительный рост новых заказов влечет за собой рост затрат на производство и транспорт, нехватка комплектующих начинает негативно сказываться на производстве в отдельных секторах.
- Позитивизму в производственном секторе способствует не только сильный спрос, но и пополнение запасов, что является циклическим фактором. Его нормализация может умерить оптимизм. Возможно, об этом сигнализируют более умеренные настроения в Китае.

Экономика США и из этого «кризиса» вылетит с большим ускорением, чем другие развитые страны.

- «Заплата во много раз больше дыры» – в результате господдержки доходы жителей США стали больше, чем без пандемии. В других странах поддержка только предотвратила падение (рис. 2).
 - Дополнительные накопления жителей США за время пандемии превысили 2 трлн USD (10% от ВВП), в еврозоне около 4% от ВВП.
 - Оборот розничной торговли США превысил довирусные уровни на 15%, улучшения на рынке труда стали более ощутимыми.
- Экономисты: США в этом году вырастет на 6.3%, еврозона на 4.1%.
 - В конце следующего года ВВП США будет в среднем на 1.5% больше, чем был бы без вируса, в еврозоне – почти на 2% меньше.

Индексы настроений производителей



Источник: Bloomberg

Доходы жителей после уплаты налогов
сумма за 12 месяцев, индекс 2005 = 100



Источник: Eurostat, BEA, расчеты CBL AM

Глобальная экономика

Потенциальных трудностей немало

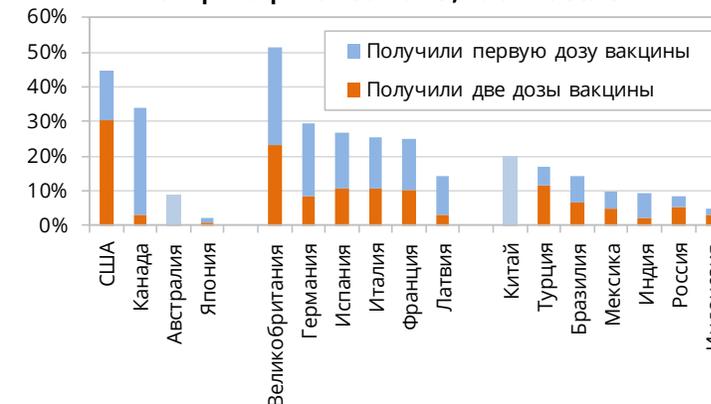
1. Вирус в мировом масштабе еще не побежден.

- Успехи в вакцинации среди стран различаются (рис.1), но эксперты (например, Goldman Sachs) прогнозируют, что до осени в развитых странах будут достигнуты условия группового иммунитета (70% вакцинированы или переболели).
 - Темпы вакцинации в странах ЕС должны ускориться, так как во втором квартале в ~3 раза вырастут поставки вакцин (нового типа).
- «Слон в посудной лавке» это развивающиеся страны. В них в среднем проживают 85% от мирового населения, и борьбу с вирусом усложняет как доступность вакцин, так и финансов.

2. Стимулирование не может длиться бесконечно.

- Уменьшаясь объективной необходимости в господдержке, в будущем году может наступить фискальное «похмелье». Везде, и особенно в США, где второй год дефицит госбюджета >15% от ВВП (рис. 2).
 - В США начата работа над инфраструктурным планом объемом 2.3 трлн. USD. Вместе с другими программами до конца десятилетия объем может достигнуть 3-4 трлн. За этот стимул налогоплательщикам США «выставят счет» – планируется поднять налоги предприятиям и жителям с высокими доходами.
- ФРС пока делает вид, что не видит ускорения ВВП и инфляции. Но и ей (объективно) скоро нужно будет ослабить монетарную поддержку.
 - Судя по ценам на фьючерсы, рынок ждет первое повышение ставок в конце 2022 года, ФРС – не раньше 2024 года. Экономическое обоснование для печатания денег должно закончиться еще раньше.

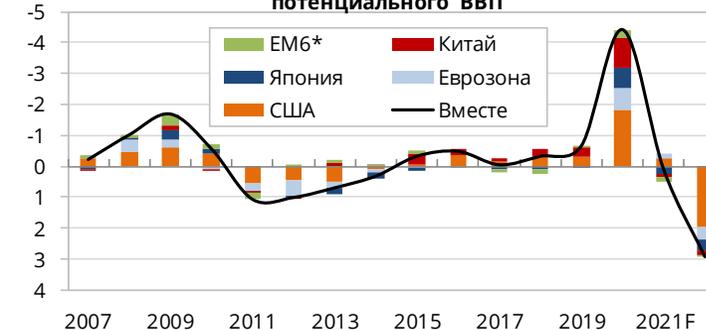
Вакцинация от Covid-19, % от населения



Источник: Our World in Data, IMF, расчеты CBL AM, данные на 04.05.2021
* Для Китая и Австралии указано общее кол-во использованных вакцин

Стимулирующая (-) / сдерживающая (+)
фискальная политика

Изменение структурного баланса бюджета, % от потенциального ВВП



Источник: IMF WEO, расчеты CBL AM
*Бразилия, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Турция

На финансовых рынках: нефть

На одной волне с пандемией

Конъюнктура рынка нефти все еще тесно связана с эпидемиологической ситуацией.

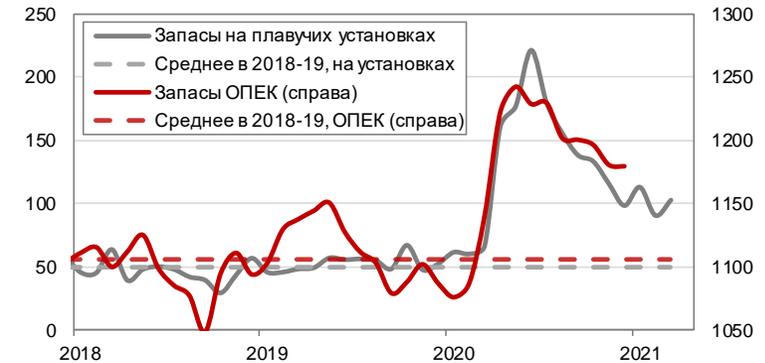
- С начала года мировой спрос особо не изменился и находится примерно на 5 млн. баррелей ниже уровней конца 2019 года.
- Потребление по-прежнему сдерживается заметным спадом авиаперевозок, вялой вакцинацией и ограничениями в Европе, а также неконтролируемым распространением вируса в других значимых для спроса регионах, например, в Индии.
- Однако и предложение все еще искусственно (ОПЕК, Россия), или естественно (США), поддерживается ниже текущего потребления. В итоге запасы нефти продолжают снижаться (рис. 1), а цены держатся относительно высоко.

Производители готовятся ослабить хватку.

- Благодаря сезонно благоприятному лету и все более широкому охвату вакцинации, в начале апреля ОПЕК объявил о намерении с мая опять повысить цели по добыче.
- Департамент энергетики США ожидает, что уже в следующем году добыча приблизится к предыдущим рекордам (рис. 2).
 - Давление на цены могут оказать шаги администрации США в сторону переговоров о возврате к договору с Ираном.

В целом рынок находится под контролем, и цены на нефть могут держаться на текущих уровнях.

Мировые запасы нефти на плавучих установках и у ОПЕК, тысячи баррелей



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

Добыча сырой нефти
Тысячи баррелей в день



Источник: Bloomberg, EIA

На финансовых рынках: облигации

Потенциальная отдача выросла

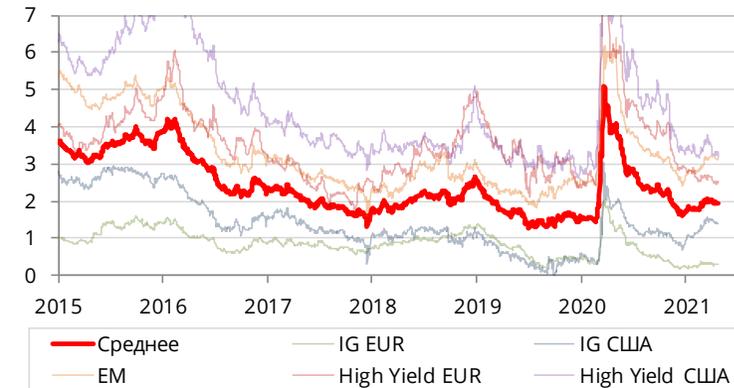
Начало 2021 года на рынке облигаций прошло под аккомпанемент роста эталонных ставок в USD.

- С одной стороны, это стало причиной негативного результата в сегментах IG США (-3%) и долларовых облигаций EM (-1%).
- С другой стороны, потенциальная отдача облигаций, деноминированных в долларах США, увеличилась. Для инвесторов, чья базовая валюта - евро, хеджируемая доходность поднялась выше средних значений за пять лет (рис. 1).
 - Ожидаемая разница в доходности (хеджированной в евро) между облигациями США и Европы в сегменте HY значительно увеличилась.
 - Облигации развивающихся стран в USD тоже приносят прибыль.

HY облигации развитых стран продолжают приносить прибыль из-за более коротких сроков погашения и снижения премий за риск.

- Кредитное качество эмитентов в сегменте HY в развитых странах улучшилось. Выручка выросла, а долговая нагрузка перестала расти, хоть и остается высокой.
 - Наибольшие улучшения произошли в показателях ликвидности (рис. 2), особенно у компаний сегмента HY в США. Среди других особо рискованных облигаций сегмент США сегодня также более привлекателен из-за относительно более высокой доходности.

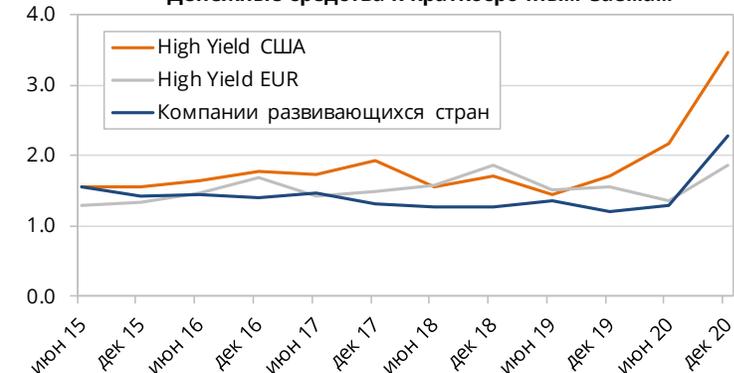
Доходность сегментов облигаций (EUR hedged)



Источник: расчеты CBL AM, данные JP Morgan

Ликвидность компаний

Денежные средства к краткосрочным займам



Источник: расчеты CBL AM, данные Moody's

На финансовых рынках: акции Только в одном направлении

Падение облигаций не смогло сдержать рост акций.

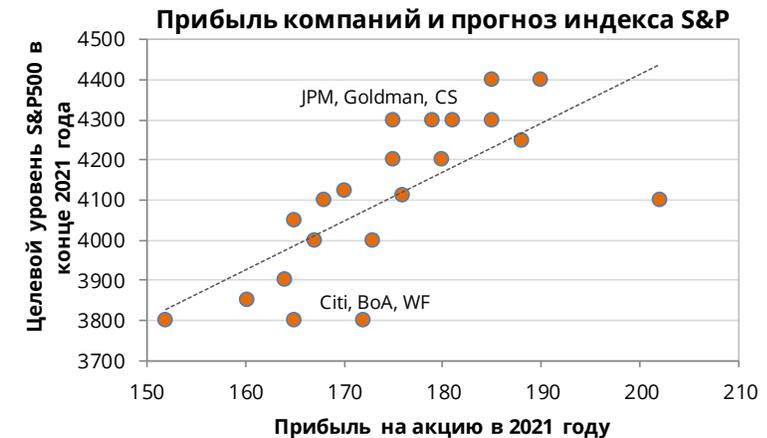
- Рост доходности эталонных облигаций в первые месяцы года лишь на короткое время замедлил стремительный рост мирового рынка акций. Напомним, что низкие процентные ставки считались одним из оправданий высокой оценки акций в прошлом году.

Основой оптимизма рынка является постоянные улучшения экономических перспектив США.

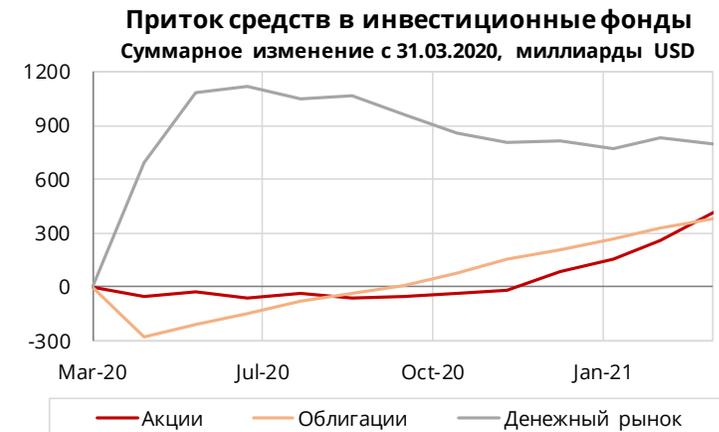
- Повышение прогнозов роста ВВП США коррелирует с улучшением корпоративных прибылей.
 - С начала года аналитики повысили прогнозы прибыли в США на 7% на 2021 год и на 5% на 2022 год, в Европе – на 5% и 3%
- Согласно опросам экспертов, прибыль компаний по-прежнему является решающим фактором для прогнозирования ожидаемой динамики фондового рынка (рис. 1).
- Рост прибыли в США, особенно в технологическом секторе, может замедлиться из-за предстоящей налоговой реформы Байдена.
 - По оценкам Goldman Sachs, повышение налогов может сократить прибыль корпораций США почти на 10% в 2022 году.

В системе по-прежнему переизбыток денег.

- В последние месяцы вырос приток средств в фонды акций (рис. 2).
- Рекордно высокие денежные резервы компаний начали поступать в систему, компании выкупают свои акции и выплачивают дивиденды.



Источник: опрос Bloomberg (начало апреля 2021 года)



Источник: EPFR, Bloomberg, расчеты CBL AM

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 клиентскими портфелями

Илья Лусис, руководитель ОУКП

Ilja.Lusis@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Янис Иккертс

Janis.Ikkerts@cbl.lv

Обслуживание клиентов

Кристапс Урпенс

Kristaps.Urpens@cbl.lv

Агнесе Звайгзните

Agnese.Zvaigznite@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: 10.05.2021.

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