

Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Ноябрь 2021

Содержание обзора

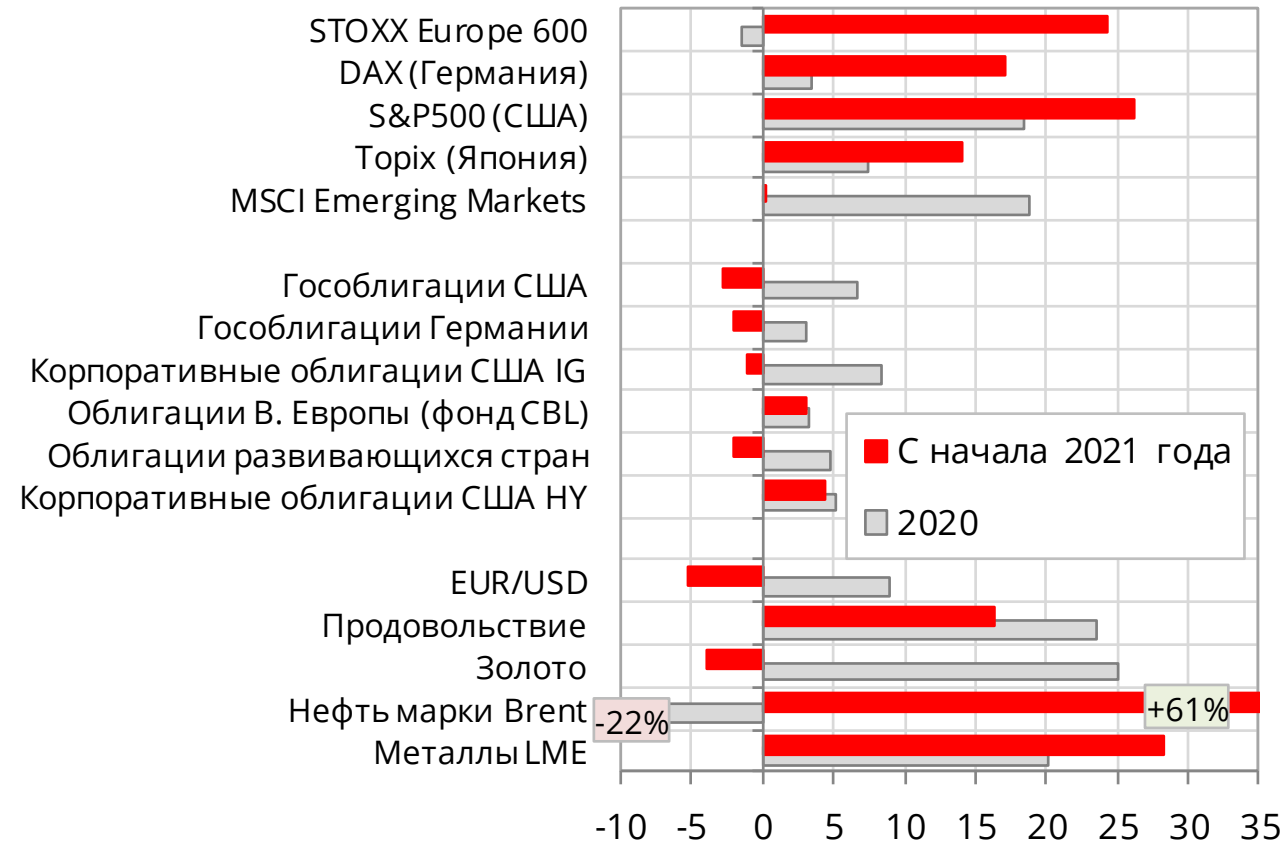
Мировая экономика

- Прогнозы становятся менее оптимистичными. Прогноз роста ВВП США на 2021 год снижен почти на 1 процентный пункт.
- Повсюду упоминаемые «проблемы предложения», по нашему мнению, ложная и неправильная риторика. Истоки проблемы в несбалансированном, «перекормленном» фискальными и монетарными стимулами потреблении. Предложение не поспевает за лихорадочными тратами.
- Рост цен на энергоресурсы может начать кусаться. Как бы мы не потребляли энергию, 85% производят из ископаемых ресурсов – нефти, газа, угля. С нынешними ценами мир платит за энергию 6% от ВВП – это много по историческим меркам.
- Инфляция набирает обороты. Рост производственных и потребительских цен на рекордных уровнях последних десятилетий.
- Инфляция – не последствие ковида и нехватки полупроводников, это побочный эффект от чрезмерных стимулов. ФРС и ЕЦБ отказываются это принимать, а правительства тратят, как во время кризиса, – это может привести к инфляционной спирали.

Тенденции финансовых рынков

- Беспрецедентный рост цен на природный газ, уголь и электричество ведет и к росту цен на нефть и увеличивает ее потребление. В то же время ОПЕК+ продолжает искусственно ограничивать предложение.
- Летом рост базовых ставок возобновился. Какими бы ФРС и ЕЦБ не были терпимыми к инфляции, давление на ставки, вероятно, сохранится.
- Сейчас макро данные уже не настолько положительные – должно последовать снижение прогнозов роста прибыли. В то же время, мягкая монетарная и фискальная политика не оставляют деньгам других вариантов кроме, как идти в акции.
- На данный момент инфляция не препятствует рентабельности компаний – по нашему мнению, цены наверх гонит спрос, а растущие издержки перекладываются на потребителей.

Результаты финансовых рынков, %



* Данные на 09.11.2021.
Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

Стремительное восстановление начало буксовать

Прогнозы становятся менее оптимистичными.

- Желание правительства Китая остудит рынок недвижимости (15% от ВВП) и проблемы девелоперов замедляют кредитный импульс.
- Согласно *Bloomberg Consensus*, с начала лета прогноз роста ВВП США на 2021 год снижен на 1 п.п. до 5.7%. Скорее всего примеру США последуют и до сих пор только растущие прогнозы Еврозоны.

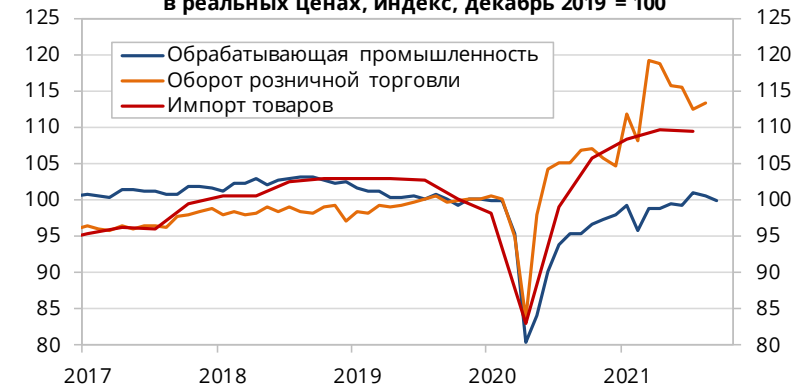
Всюду упоминаемые «проблемы предложения», по нашему мнению, ложная и неправильная риторика.

- Истоки проблемы в несбалансированном, «перекормленном» фискальными и монетарными стимулами потреблении. Предложение не поспевает за лихорадочными тратами. Особенно ярко это происходит в США (рис. 1), но и в Европе похоже.
 - Импорт в США и еврозоне, оборот розничной торговли (в нетто выражении) и экспорт Китая на исторических максимумах.
 - Производство в США и Европе вернулось на довирусные уровни.
 - Производство полупроводников в мире на рекордных уровнях.
 - Западные компании (включая перевозчиков и порты)купаются в деньгах – у большинства прибыли уже превысили уровни до пандемии.
 - Мировые выбросы CO2 вернулись на довирусные уровни.

Рост цен на энергоресурсы может начать кусаться.

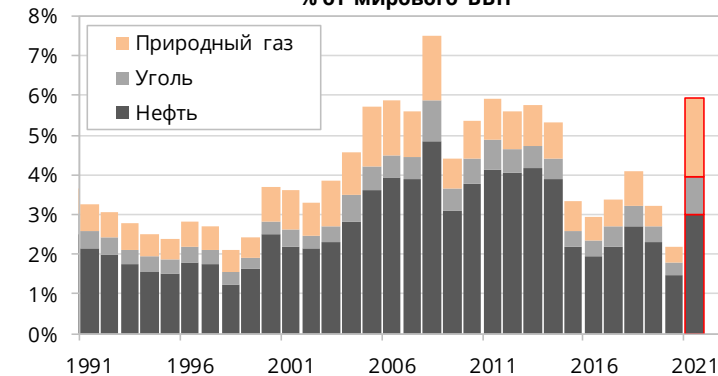
- Как бы мы не потребляли энергию, 85% производят из ископаемых ресурсов – нефти, газа, угля. С нынешними ценами мир платит за энергию 6% от ВВП – это много по историческим меркам (рис. 2).

Показатели экономической активности США
в реальных ценах, индекс, декабрь 2019 = 100



Источник: BEA, OECD, FRS, расчеты CBL AM

Затраты на ископаемые виды топлива
% от мирового ВВП



Нынешние затраты рассчитаны на основании средних spot цен в октябре и спрос в 2019 году, Источник: BP, Bloomberg, расчеты CBL AM

Глобальная экономика

Монетарная и фискальная политики угрожают стабильности цен

Инфляция продолжает набирать обороты.

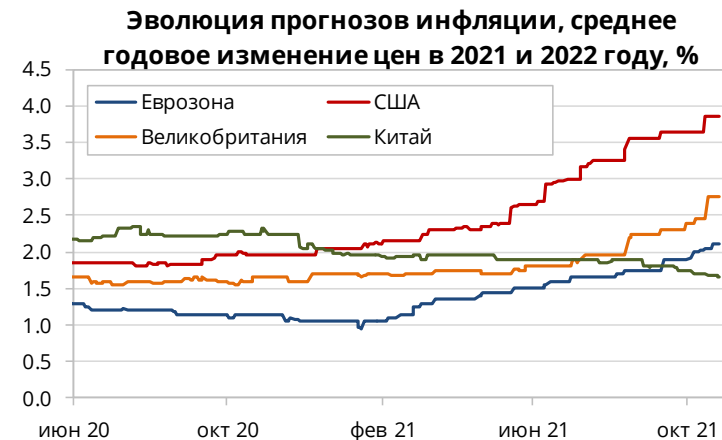
- Производственная инфляция в США и еврозоне превысила 10%, наивысшая за 40 лет. Потребительская – рекордная за 30 лет.
- Аналитики постоянно повышают прогнозы инфляции (рис. 1).
- Ускорение роста цен становится все более обширным.
- Рост цен на энергоресурсы будет долго просачиваться в инфляцию.
 - Особо волнует рост цен на газ и его влияние на цены на удобрения и их доступность – влияние на урожай и цены на продукты в следующем году.

Инфляция не последствие ковида и нехватки полупроводников, это результат чрезмерных стимулов.

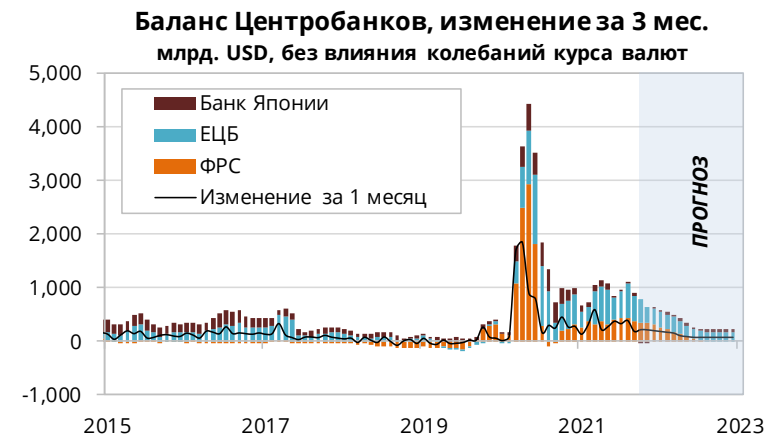
- Центральные банки все еще видят инфляцию, как кратковременную (слово «кратковременная», по мнению ФРС, не привязано к сроку).
- ЦБ во всем винят «предложение». Нужно наращивать мощности.
 - Стимулирование экономики коррелирует с ростом выбросов парниковых газов. Участие Центробанков в дискуссиях о климате – чистое двуличие.

Текущих мер мало, чтобы совладать с инфляцией.

- ФРС в ноябре объявила о постепенном уменьшении темпов «печатания» денег. ЕЦБ будет делать что-то похожее. Но!...
- До середины 2022 года они «напечатают» около 1.2 трлн USD! И процентные ставки не будут подняты (в еврозоне, очевидно, никогда – ради платежеспособности Южной Европы). Это не выглядит убедительным планом борьбы с многоголовым драконом инфляции.



Источник: Bloomberg Consensus



* предположения: ФРС будет уменьшать QE на 15 млрд. USD/мес. до июня 2022, ЕСВ РЕПР окончится в марте и АРР увеличат до 50 млрд EUR, Япония – среднее за 6 мес. Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

На финансовых рынках: нефть

Ограниченное предложение держит цены на высоком уровне

На спрос по-прежнему влияет вирус.

- Спрос на нефть продолжает восстанавливаться. Спрос в развивающихся странах уже вернулся к уровням до Covid-19, в развитых странах – на 5% ниже среднего показателя 2019 года.
- Несмотря на растущую глобальную вакцинацию и восстановление экономики, новые вспышки COVID-19 по-прежнему влияют на динамику цены на нефть (рис. 1).

Ажиотаж на глобальных товарных рынках положительно влияет на спрос.

- Беспрецедентный рост цен на природный газ, уголь и электричество ведет и к росту цен на нефть. Согласно МЭА, это увеличило спрос на нефть на около 0,5 млн баррелей в день.
- Ожидаемая суровая зима может усугубить ситуацию.

ОПЕК+ искусственно ограничивает предложение.

- Хотя ОПЕК + продолжает «увеличивать» добычу (на ~ 0,4 мб/д в месяц), глобальный дефицит остается на уровне около 2 мб/д.
- В результате такой «диеты» запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР вновь достигли уровней 2019 года (рис. 2).
 - Некоторые страны призывают к более быстрому росту добычи нефти, но картель ОПЕК, почувствовав денежный вкус политики ограниченности ресурсов, до сих пор не реагирует на эти пожелания.



Источник: Our World in Data, Bloomberg, расчеты CBL



Источник: EIA, Bloomberg, расчеты CBL

На финансовых рынках: облигации

В тени растущих базовых ставок

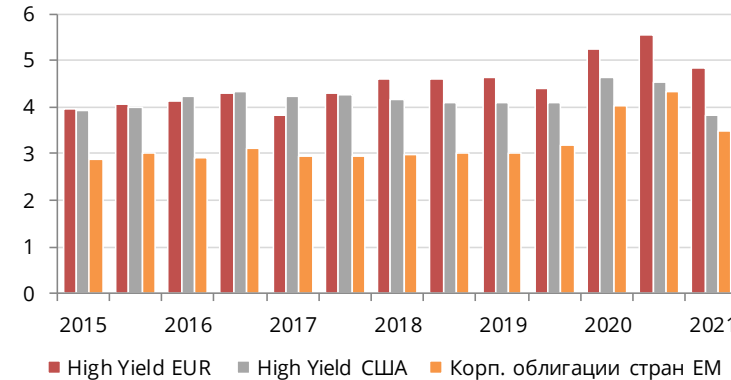
Летом рост базовых ставок возобновился. Какими бы ФРС и ЕЦБ не были терпимыми к инфляции, давление на ставки, вероятно, сохранится.

- Высококачественные облигации потеряли около 1% с момента публикации предыдущей Инвестиционной стратегии в июле, а также с начала года. Ближайшие месяцы вряд ли будут легче.
- Высокодоходным облигациям (HY) также некомфортно при росте базовых ставок, но им помогает более высокая купонная доходность, хотя поддержка от падения премии за риск исчезла.

Финансовые показатели компаний продолжают улучшаться, в том числе и в сегментах с высоким уровнем риска (High Yield).

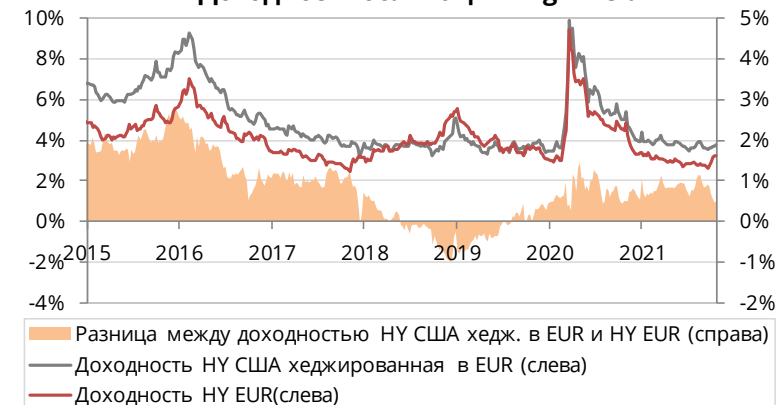
- Прибыль HY компаний в США (EBITDA) демонстрирует самый быстрый рост за последние годы. Это связано как с низкой базой, так и с быстрым восстановлением экономики. В европейском сегменте HY восстановление более скромное.
- Из-за роста прибылей долговая нагрузка компаний стремительно сокращается. В американском сегменте HY она уже немного ниже уровня до начала пандемии (рис. 1).
- По нашему мнению, наилучшее соотношение качества и ожидаемой доходности в сегменте HY в США (рис. 2).

Долговое бремя компаний (долг к EBITDA)



Источник: расчеты CBL AMi, данные Moody's и Bloomberg

Доходность облигаций High Yield



Источник: расчеты CBL AM, данные J.P.Morgan и Bloomberg

На финансовых рынках: акции

Отсутствие альтернатив продолжает направлять деньги в акции

Торможение экономики обычно охлаждает рынок.

- До середины года экономика США (и Европы) преподносили положительные сюрпризы, что совпадало с ростом прогнозов прибыли компаний, создавая фундаментальную базу для роста акций.
 - Сезон отчетности компаний США за 3-ий квартал был не менее успешным, чем предыдущие – прибыль 82% компаний превзошла ожидания.
- Сейчас макро данные уже не настолько положительные – должно последовать снижение прогнозов роста прибыли (рис. 1).
 - Есть что снижать, до рецессии прибыли еще далеко – аналитики ожидают рост прибыли компаний США и Европы в 2022 году почти на 9%.

Пока что акции успешно игнорируют встречный ветер.

- Проблемы китайских девелоперов через потенциальное замедление экономики Китая и роста спроса могут затормозить и страны Запада, но в сентябре это вызвало лишь небольшие колебания котировок.
- Рынки не считают проблемой январский потолок госдолга США..

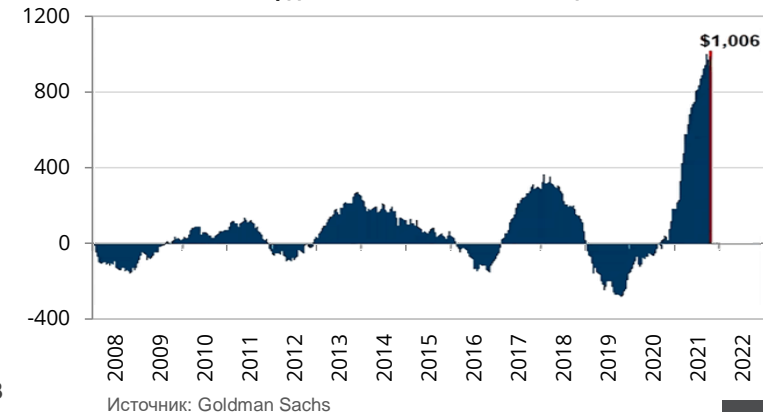
Мягкая монетарная и фискальная политика не оставляют деньгам других вариантов кроме акций.

- Пока инфляция не препятствует рентабельности – цены вверх гонит спрос, а растущие издержки перекадываются на потребителей.
- Риторика ФРС и ЕЦБ трактуется инвесторами однозначно. В течение 12 месяцев фонды акций получили приток средств на 1 трлн долларов – абсолютный исторический рекорд. Процесс продолжается. Пока что.

Пересмотр прогнозов прибыли*
и макро пульс США



Поток средств в мировые фонды акций
млрд. USD в течение 12 месяцев



Авторы обзор

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 отдела УКП
Ilja.Lusis@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Управляющий портфелями
Reinis.Gerasimovs@cbl.lv

Янис Иккертс

Управляющий портфелями
Janis.Ikkerts@cbl.lv

Обслуживание клиентов

Кристапс Урпенс

Управляющий продажами CBL AM
Kristaps.Urpens@cbl.lv

Агнесе Звайгзните

Руководительница дирекции УЧК Банка Цитаделе
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: 09.11.2021.

Оговорка обязательств

Этот обзор носит исключительно информационный характер, и его нельзя расценивать 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