

Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Август 2020

Содержание обзора

Мировая экономика

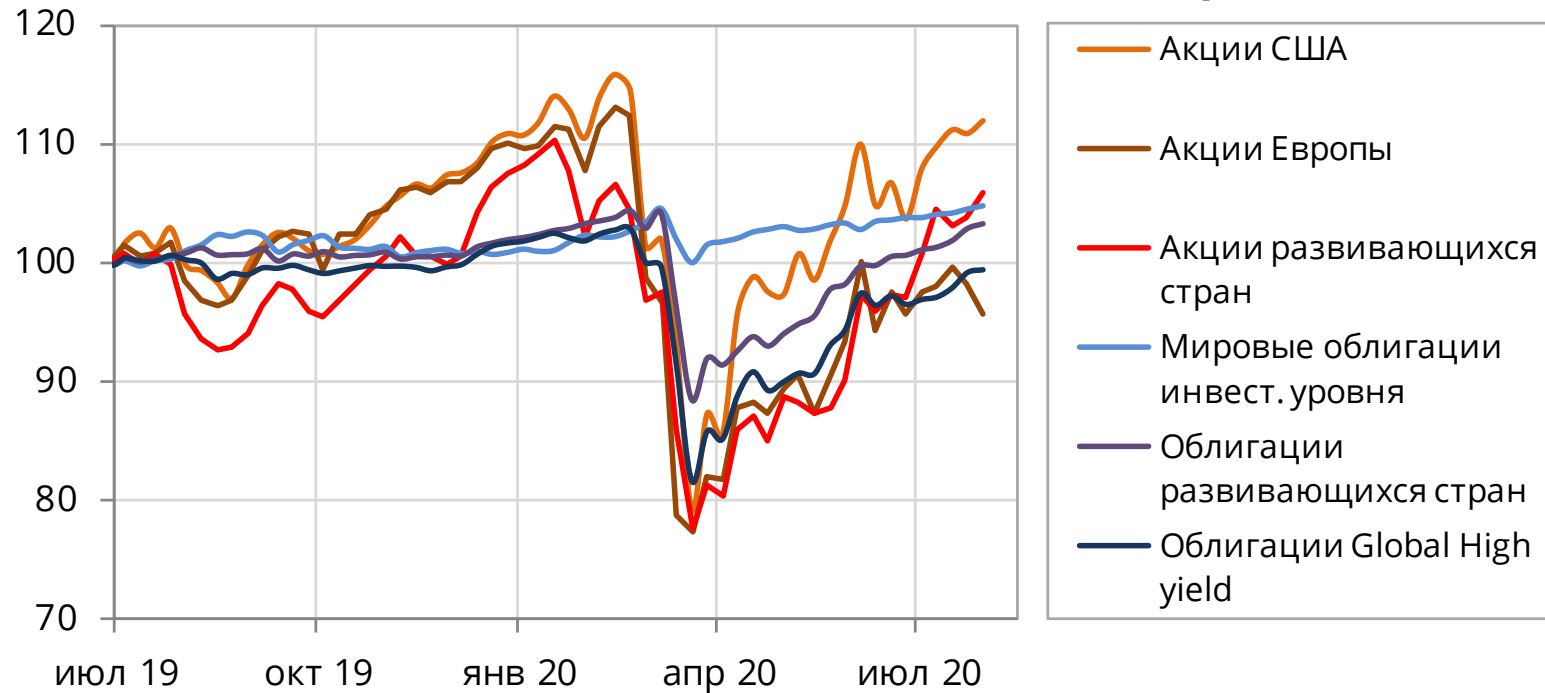
- Ослабление ограничений способствовало быстрому росту активности в мировой экономике. Стремительно изменился экономический климат – теперь в потоке новостей преобладают позитивные сюрпризы.
- Из-за шума, создаваемого волатильными экономическими данными, трудно оценить «большую картину». По нашему мнению, как только волны успокоятся, увидим, что в бассейне осталось меньше воды.
- Согласно расчетам МВФ, фискальная помощь для преодоления последствий COVID-19 в сумме достигнет 11 трлн. USD.
- Растущее долговое бремя означает более низкий потолок процентных ставок – даже в хорошие времена потенциал роста эталонных ставок становится очень ограниченным.
- Публика волнуется, как все это в будущем отразится на инфляции. Мы считаем, что не без основания.

Тенденции финансовых рынков

- Без революции в борьбе с вирусом, динамику цен на нефть видим направленную вниз .
- В разгаре COVID кризиса центральные банки применили беспрецедентный арсенал для поддержки рынка корпоративных облигаций. Наибольшее положительное влияние заметно именно в сегменте бумаг с инвестиционным рейтингом.
- Вернувшийся интерес к риску и рост цен привел к частичной потере облигациями своей оценочной привлекательности.
- Акции и другие рискованные активы гонит вверх мощный энергетический коктейль: триллионное стимулирование, признаки V-образного восстановления в потоке данных, и близко не такой плохая, как ожидалось, финансовая отчетность компаний.
- Но! Советуем сохранять осторожность. Высокие оценочные уровни акций делают их уязвимыми к негативным сюрпризам (со стороны вируса, макро или политики). В прогнозы прибыли заложено быстрое V-образное восстановление, и даже если оно произойдет, дальнейший потенциал роста акций кажется ограниченным.

Результаты финансовых рынков

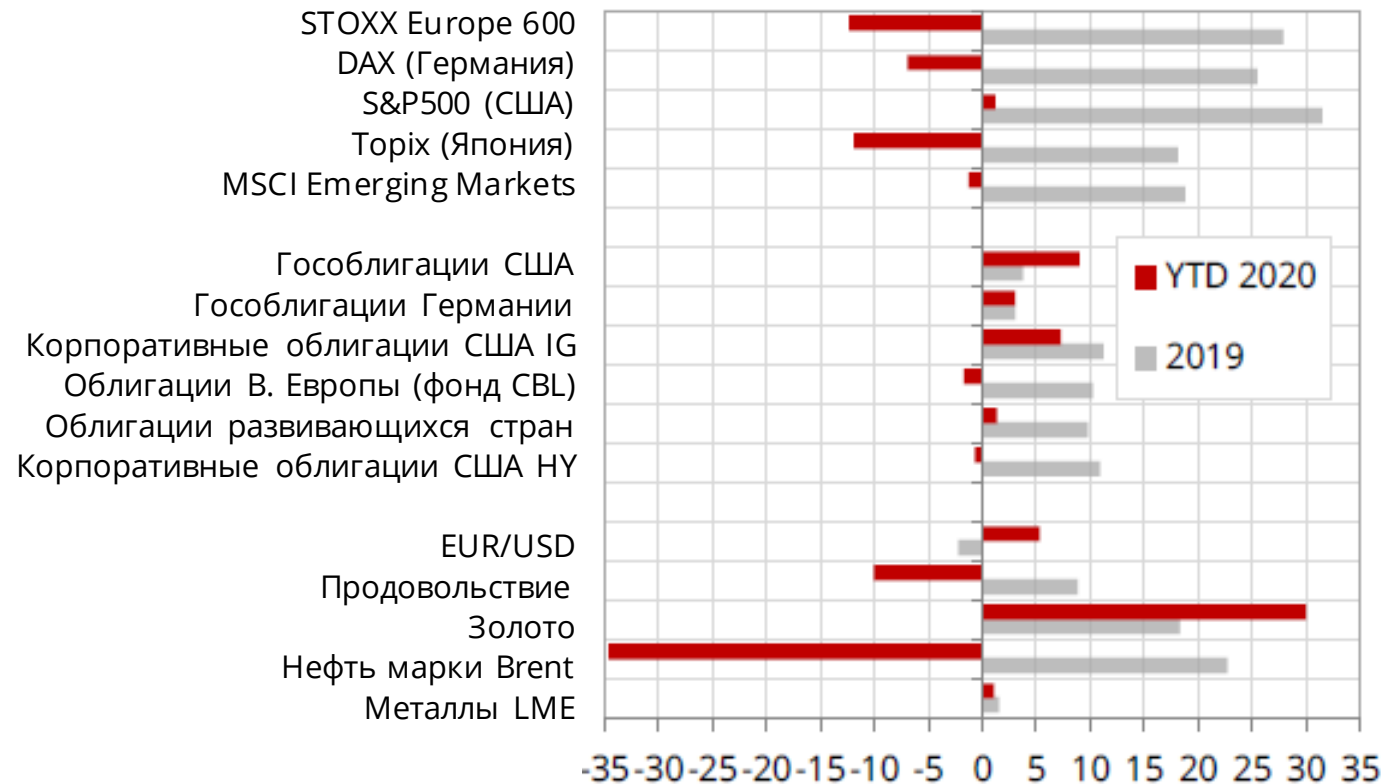
Динамика важнейших сегментов рынка



Источник: Bloomberg
Данные на 31.07.2020

Результаты финансовых рынков

Результаты по секторам в этом году* (и в 2019), %



Данные на 31.07.2020.

Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

Вирус спутал все карты

Ослабление ограничений способствовало быстрому росту активности в мировой экономике.

- Достигнув минимума в апреле, индексы деловой активности показали V-образное движение в США и в еврозоне (рис. 1).
- Стремительно изменился экономический климат – теперь в потоке новостей преобладают позитивные сюрпризы.

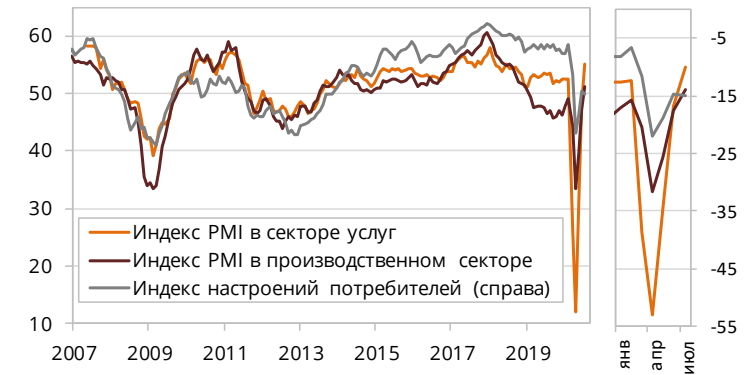
Из-за шума трудно оценить «большую картину».

- Объемы производства все еще на 10-20% ниже, чем перед вирусом. Восстановлению розничной торговли и рынка недвижимости США, очевидно, помогают отложенные покупки.
 - Пока без внимания остался факт, что с начала пандемии в США вдвое выросли просроченные платежи по ипотекам...
- Мировой эпидемиологический фон все ещё ухудшается (из-за США и больших развивающихся стран). С этой темой в новостях успешно конкурируют обещания новой вакцины.

По нашему мнению, как только волны успокоятся, увидим, что в бассейне осталось меньше воды.

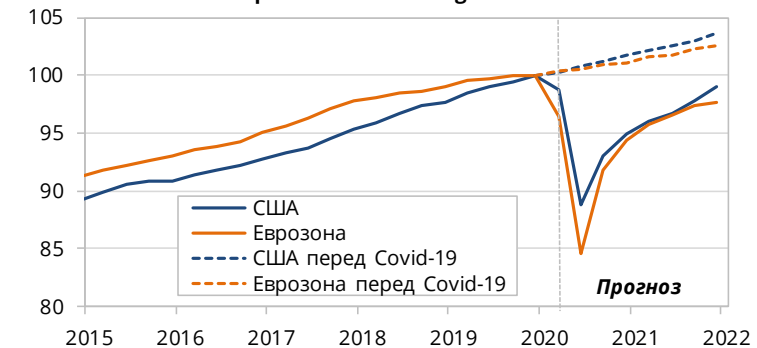
- Высокая безработица и нехватка инвестиций замедлят рост, для восстановления таких отраслей, как туризм, потребуются годы.
- Прогнозируют, что мировая экономика достигнет довирусных уровней в 2021 году. Но даже если так, за два года накопятся «потерянные доходы» почти на 15% от годового ВВП (рис. 2).

Индексы настроений в еврозоне



Источник: Bloomberg

Траектория реального ВВП
Индекс (4 квартал 2019=100) и медианные годовые прогнозы Bloomberg Consensus



Источник: Bloomberg Consensus (новейший прогноз и на конец 2019 года), расчеты CBL AM

Глобальная экономика

Фискальная и монетарная политика открыто «взялись за руки»

Массивные фискальные стимулы заметно отразятся на уровнях госдолга стран (рис. 1).

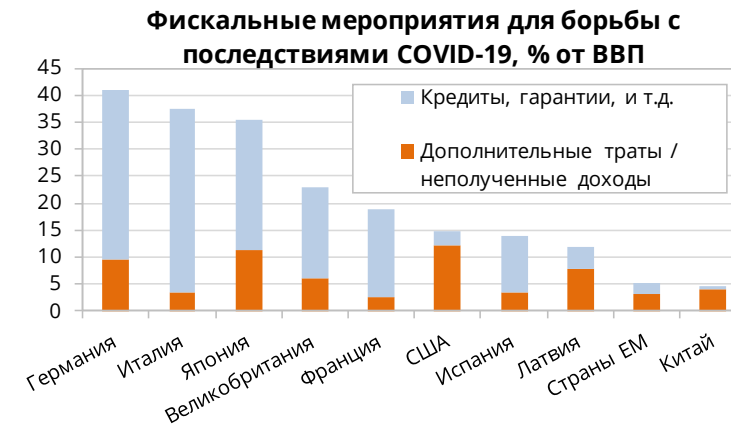
- Согласно расчетам МВФ, фискальная помощь для преодоления последствий COVID-19 в сумме достигнет 11 трлн. долларов.
 - Госдолг США в 2020 году вырастет с 109% до 140% от ВВП. США планируют увеличить свою 3 трлн. программу помощи.
 - Объемы долга вырастут и в еврозоне и развивающихся странах.

Центробанки помогают финансировать дефициты.

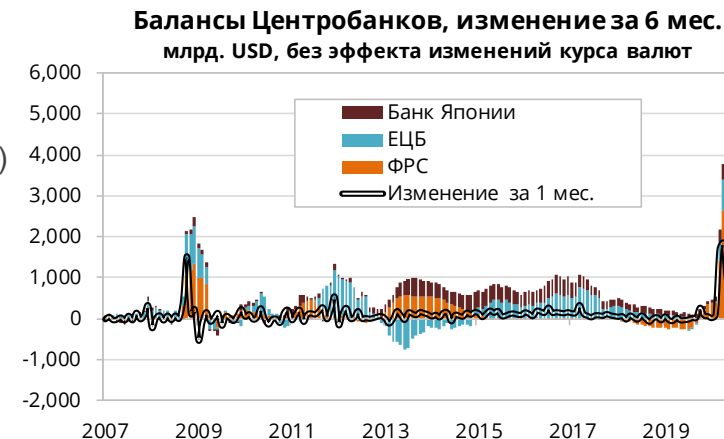
- С начала этого года крупнейшие Центробанки увеличили свои балансы более чем на 5 трлн. USD. После уменьшения первого стресса, темпы печатания денег замедлились (рис. 2), но монетарные политики останутся стимулирующими ещё долго.
 - Повышение ставки в США снято с повестки дня. ФРС продолжит покупать госбумаги США и MBS на сумму 120 млрд USD/мес.
 - ЕЦБ увеличил объемы QE в связи с пандемией до 1.35 трлн. EUR, продолжит и ранее запущенную QE программу (20 млрд EUR/мес.)
- Растущее долговое бремя означает более низкий потолок процентных ставок – даже в хорошие времена потенциал роста эталонных ставок становится очень ограниченным.

Публика волнуется, как это в будущем отразится на инфляции. Мы считаем, что не без основания.

- Но финансовые рынки (судя по ценам на защищенные от инфляции госбумаги) рисков не видят, по крайней мере пока.



Источник: IMF Fiscal Monitor June 2020, IMF Policy Monitor



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

На финансовых рынках: нефть

Структурное давление вниз

После обвала цены опять нормализовались.

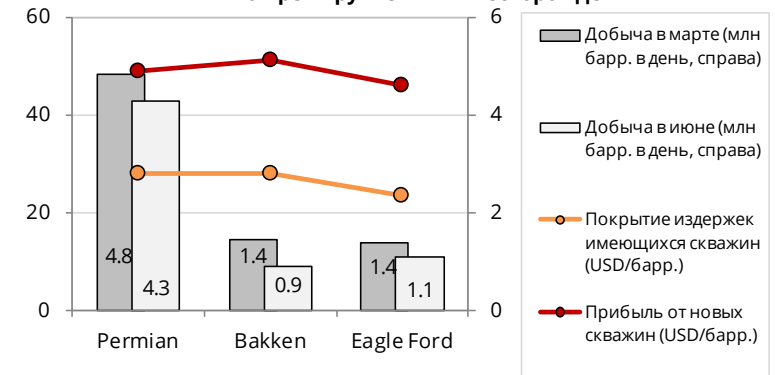
- К концу июня спрос немного превысил предложение, но все еще находится на 11% ниже, чем год назад.
- ОПЕК & Co планируют с августа увеличить майские ограничения по добычи на ~2 млн. баррелей в день.
- Рост цен на рынке частично вернет сланцевую нефть США (1. гр.).
 - При закреплении цены нефти выше \$40/барр., скорее всего, увидим возобновление бурения новых скважин, а не близкое к параличу состояние, как сейчас. Восстановление цены позволяет компаниям хеджироваться от падений, ранее угрожавших деятельности.
- Давление на цены также усилят высокие уровни запасов.

Спрос будет определяться тем, когда мир вернется к привычному порядку, и вернется ли вообще.

- Восстановление потребления будет напрямую зависеть от мировой эпидемиологической обстановки и динамике ограничений.
 - Объем произведенного в США топлива (не включая авиатранспорт) в разгар пандемии сократился вдвое (2. график), вследствие падения мобильности населения.
 - В ключевых мировых экономиках (США, Европа, Китай) около 50-70% потребления нефти приходится на транспорт.

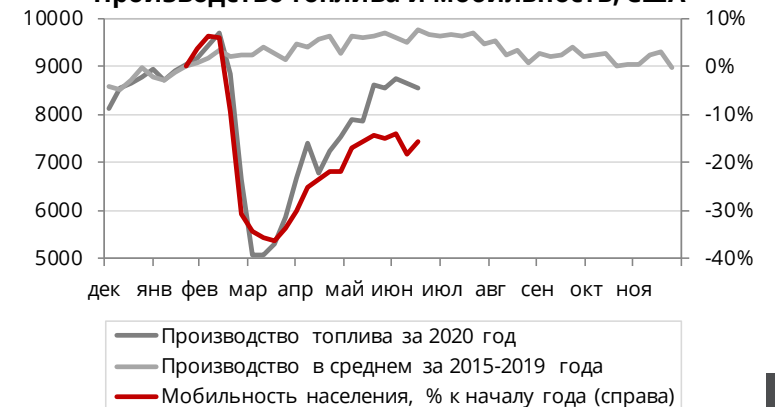
Без революции в борьбе с вирусом, динамику цен на нефть, скорее, видим направленную вниз.

Необходимые цены нефти для сланца США
На трех крупнейших месторождениях



Источник: Dallas Fed, Bloomberg, расчеты CBL AM

Производство топлива и мобильность, США



Источник: Google, Bloomberg, расчеты CBL AM

На финансовых рынках: облигации

Риски остаются, но привлекательность снижается

В этом году уровень долга резко вырос, поскольку компании спешат увеличить буфер ликвидности.

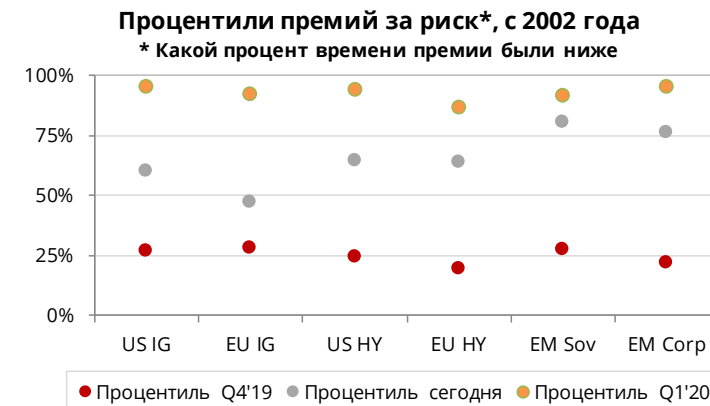
- На фоне роста долгов уменьшались и доходы, в результате чего отношение чистый долг / EBITDA увеличилось во всех сегментах и во всех регионах. Наивысшая точка, на наш взгляд, еще впереди.
- Абсолютная долговая нагрузка высока по обе стороны океана, но компании США сейчас выглядят лучше чем эмитенты Европы (как в инвестиционной, так и в спекулятивной категориях рейтингов).

ФРС и ЕЦБ щедро поддерживают и компании.

- В разгар кризиса COVID центральные банки (ЦБ) предоставили беспрецедентный арсенал поддержки рынку корпоративных облигаций. Наибольшее положительное влияние наблюдается в сегменте инвестиционного рейтинга.

Поддержка ЦБ и возобновление интереса к риску сделали оценки менее привлекательными.

- В марте премия за риск приблизилась к рекордам 2008 года, но с тех пор сузилась, и оценки больше уже не дешевые (1. график).
- Облигации компаний США выглядят лучше с точки зрения премий.
 - С падением ключевых процентных ставок по долларам страхование валютных рисков в паре EUR/USD стало дешевым. Это повысило привлекательность бумаг США в сегменте HY (2. график).
- Премии за риск по облигациям развивающихся стран также остаются на высоком уровне.



Источник: расчеты CBL AM, данные JPM



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM, данные JPM

На финансовых рынках: акции

Волна стимулов возвращает индексы к рекордным уровням

Рост акций подпитывает энергетический коктейль.

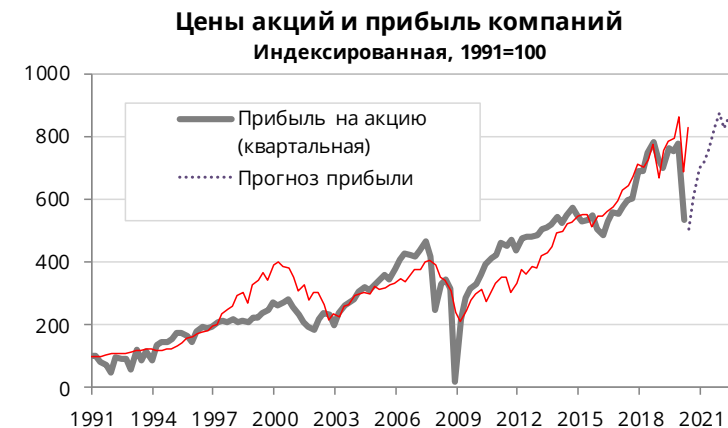
- Поддержка ЦБ и правительств в триллионы долларов наполняет ликвидностью финансовые рынки и бюджеты домашних хозяйств.
 - Денежная масса как компонент долгосрочной оценки рынка акций сменила ВВП. По новой модели акции перестают быть дорогими (1. гр.).
 - Наблюдения показывают, что активность частных инвесторов (частично финансируемых за счет госпособий) поддерживает рынок США и других стран. На наш взгляд, можно с уверенностью сказать, что есть ажиотаж.
 - Неограниченные стимулы - это страх инфляции, а акции вполне могут служить страховкой от обесценивания денег.
- Хотя вирус сильно ударил по экономике, макроданые стали приятно удивлять, сначала в США, а теперь и в Еврозоне.
- Финансовые отчеты за 2 кв. на удивление хороши. Вместо падения прибыли на 50–60%, к середине сезона падение составляет «лишь» 25–35%. В США 84% компаний превзошли прогнозы.

Но (важное "но"!) - рекомендуем не увлекаться.

- Акции дорогие. Высокие оценки делают их неустойчивыми к негативным сюрпризам (вирус, макроэкономика или политика).
 - Циклические сектора дорогие из-за впечатляющего падения прибыли.
 - Дорого оценены также компании, которые меньше пострадали или даже выиграли от пандемии, например, технологические гиганты США.
- Прогнозы прибыли подразумевают быстрое V-образное восстановление, опережающее прогнозы ВВП. Даже если (на наш взгляд, слишком амбициозные) прогнозы сбудутся, потенциал роста акций окажется ограниченным (2. график).



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

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

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 Републикас, 2а. Интернет: www.cbiam.lv

Дата составления обзора: 31.07.2020.

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