

# Инвестиционная стратегия CBL AM

## Обзор и перспективы

Январь 2020

# Содержание обзора

## Мировая экономика

- Напряженность в мировой торговле с осени заметно уменьшилась. Новые экспортные заказы сигнализируют об ожидаемой стабилизации в мировой торговле в начале этого года.
- Центробанки продолжают оказывать сильную поддержку. Синхронное монетарное стимулирование ускорило оборот денежной массы и, согласно нашей гипотезе, совпало с разворотом в настроениях мировых производителей.
- Но «послевкусие» от прошлогодних стрессов сохранится и в этом году. Если верить историческим наблюдениям, низшая точка в замедлении роста инвестиций еще не пройдена. В мировом масштабе следующие несколько лет будут скудными на расходы госбюджетов.
- На данный момент очень трудно оценить негативное влияние коронавируса в Китае на мировую экономику. Эксперты прогнозируют, что он может замедлить рост ВВП Китая в первом полугодии на 1% (как в случае с SARS 17 лет назад), мировой ВВП – на 0.2-0.4%.

## Тенденции финансовых рынков

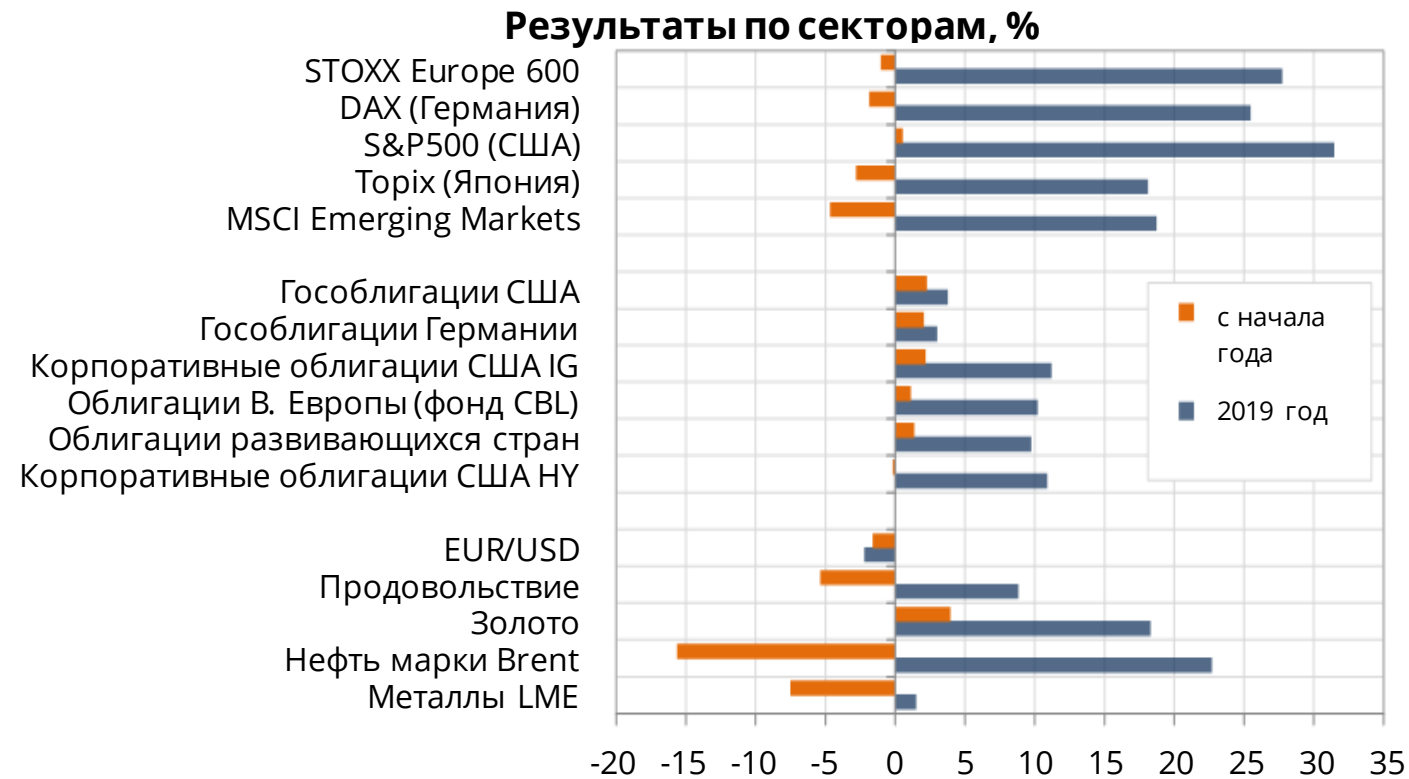
- Восстановление экономики лишает облигации поддержки продолжительного снижения эталонных процентных ставок. ФРС и ЕЦБ настроены на более длительную паузу, поэтому в обозримом будущем не ожидаем значительных изменений базовых ставок. Ничего не дешево, но при умеренной терпимости к риску облигации могут приносить доход.
- Потенциал фондового рынка не следует недооценивать, но сохраняем осторожность! При удачном стечении обстоятельств, рост индекса S&P 500 до 3600-3800 пунктов не станет ничем сверхъестественным. Однако наш базовый сценарий намного более скромный. Прогнозы роста прибыли уже очень амбициозны, а росту мировой экономики «угрожает» на данный момент необузданный вирус.

# Результаты финансовых рынков



Источник: Bloomberg

# Результаты финансовых рынков



Данные на 03.02.2020.  
Источник: Bloomberg

# Глобальная экономика

## Облака частично рассеялись

Напряженность в мировой торговле с осени заметно уменьшилась.

- «Первая фаза» торгового соглашения между США и Китаем уменьшает неопределенность, которая угнетала глобальную деловую активность в течение последних двух лет.
  - Новые экспортные заказы сигнализируют об ожидаемой стабилизации в мировой торговле в начале этого года (рис. 1).
- Но мы сомневаемся, что нынешнего перемирия достаточно, чтобы положить конец процессам «антиглобализации».
  - Импортные тарифы в США и Китае останутся выше, чем перед началом торгового конфликта.
  - Обещание Китая увеличить импорт товаров и услуг из США на 200 млрд. USD в течение двух лет, вероятно, негативно скажется на экспортерах из других стран, включая еврозону.

Центробанки оказывают сильную поддержку.

- Синхронное монетарное стимулирование ускорило оборот денежной массы и, согласно нашей гипотезе, совпало с разворотом в настроениях мировых производителей (рис. 2).
- Центробанки поставили дальнейшее изменение ставок на паузу, но их балансы продолжают расти.
  - Баланс ФРС с лета вырос более, чем на 400 млрд. USD, ФРС продолжит покупать короткие облигации хотя бы до 2 квартала. ЕЦБ будет тратить 20 млрд EUR/мес. на покупку облигаций.



Источник: Bloomberg, J.P.Morgan, Bloomberg Consensus, расчеты CBL AM  
\* США еврозона, Япония

# Глобальная экономика

## Для значительного ускорения не хватает «топлива»

«Послевкусие» от стрессов в этом году сохранится.

- Настроения западных производителей застряли в пессимизме.
  - Индексы деловой активности в США и еврозоне ниже отметки в 50 пунктов. Если верить историческим наблюдениям, низшая точка в замедлении роста инвестиций еще не пройдена.
- Структурные факторы (автоиндустрия, проблемы *Boeing*), очевидно, продолжают задерживать рост в первом полугодии.

В мировом масштабе следующие несколько лет будут скудными на расходы госбюджетов.

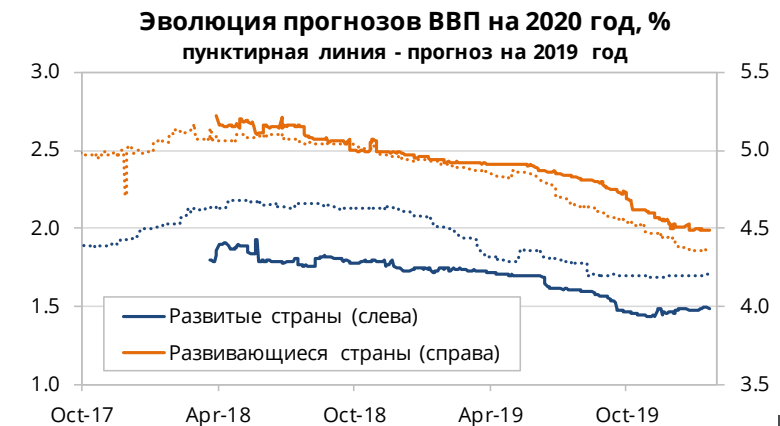
- Согласно нашим расчетам, «фискальный импульс» госбюджетов США, Китая и еврозоны будет близок к нулю (рис. 1).
- К тому же США и Китай с дефицитами госбюджета около 5% от ВВП остались практически без запасов фискальной амуниции.

Сдержанные прогнозы роста выглядят адекватно.

- Потребители продолжают выносить «тяжесть» замедления роста на своих плечах, уровни безработицы близки к минимумам.
- На данный момент очень трудно оценить негативное влияние коронавируса в Китае на мировую экономику.
  - Эксперты прогнозируют, что, продолжаясь 3-4 месяца, он может замедлить рост ВВП Китая в первом полугодии на 1% (как и SARS 17 лет назад), мировой ВВП – на 0.2-0.4%. Это не мало.



Источник: IMF, Европейская Комиссия, расчеты CBL AM  
прогноз ЕК для еврозоны, прогноз IMF для Китая и США



Источник: Bloomberg Consensus

# На финансовых рынках: нефть

## Много неизвестных (больше, чем обычно)

Повышение спроса сдерживается неиссякающим ростом предложения.

- Потребление нефти в развитых странах начало расти после продолжительной стагнации (рис. 1); в декабре рост составил 0.4% г/г. Спрос в развивающихся странах растет на 1.8% в год.
- В то же время добыча в США в январе достигла очередного рекордного уровня в 13 миллионов баррелей в день.
- «ОПЕК и друзья» снижают цели добычи, но эффект на цену ограничен, поскольку вблизи этих уровней добыча находилась практически весь 2019 год (рис. 2). Планируется, что новые условия будут в силе до марта.

### Известное неизвестное - геополитика.

- Эскалация американо-иранских отношений из-за ракетных обстрелов породила опасения о поставках нефти из региона.
  - Конфликт неожиданно притих, и из цен исчезла премия за геополитический риск. Любое ухудшение может её вернуть.
- Битва за влияние в Ливии пока снижает добычу страны на 1 мб./д.

### Неизвестное неизвестное - коронавирус.

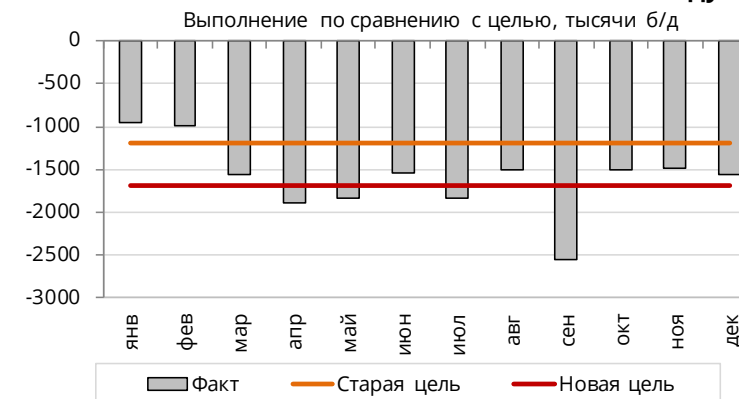
- По оценкам нефтяной промышленности, вирус может снизить рост спроса на нефть в этом году на одну пятую (1.2 мб./д.). По мере роста воздействия вируса на экономику, урон может увеличиться.

**Изменение спроса на нефть**  
в % к предыдущему году



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

**Выполнение соглашения ОПЕК+ в 2019 году**



Источник: Bloomberg, расчеты CBL

# На финансовых рынках: облигации

## Глобальная экспозиция с целью распределения риска

Восстановление экономики лишает облигации поддержки от снижения эталонных ставок.

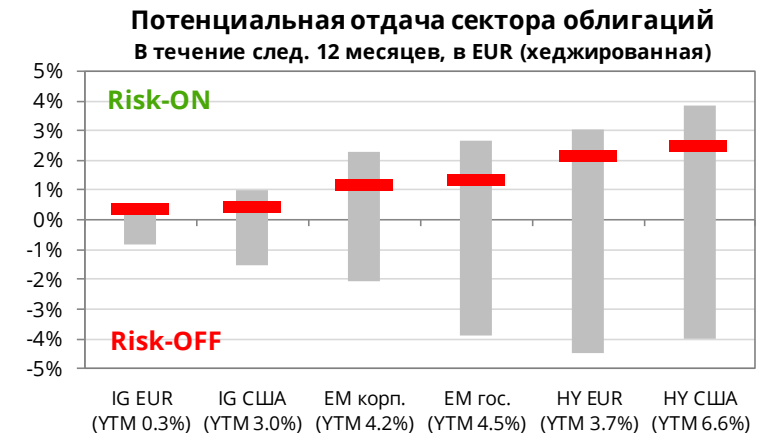
- Снижение премий за риск в конце года, особенно в наиболее рискованном сегменте, позволило закончить год на высокой ноте.
- ФРС и ЕЦБ настроены на более длительную паузу, поэтому в обозримом будущем не ожидаем значительных изменений базовых ставок. Влияние будет нейтральным.

Кредитное качество эмитентов настораживает.

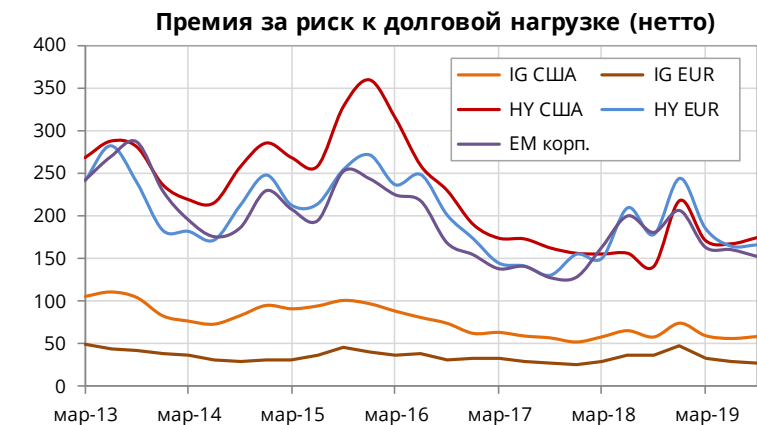
- В развитых странах компании с инвестиционным рейтингом увеличивают долговое бремя, благодаря дешевым ресурсам. Чистый долг к EBITDA на новом пике: в США 2.6x, в Европе 3.7x.
- Долговая нагрузка эмитентов развивающихся стран и *high yield* развитых стран стабилизировалась, но исторически высокая.
  - Долговая нагрузка USD и EUR HY ~2.5x; EM Corp ~1.8x.

Ничего не дешево, но при умеренной терпимости к риску облигации могут приносить доход (рис. 1).

- Компенсация за кредитный риск снизилась, но не достигла исторического минимума (рис. 2).
- Основная функция облигаций в портфеле (особенно высокого кредитного качества) – снижение общего риска портфеля путем поглощения колебаний цен на акции.



Источник: расчеты CBL AM, данные JPM



Источник: расчеты CBL AM, данные JPM и Thomson Reuters Eikon



# На финансовых рынках: акции

## Рекордные уровни при неоднозначном экономическом фоне

Осторожность к акциям оказалась излишней, но причины недавнего ралли, похоже, угадали точно.

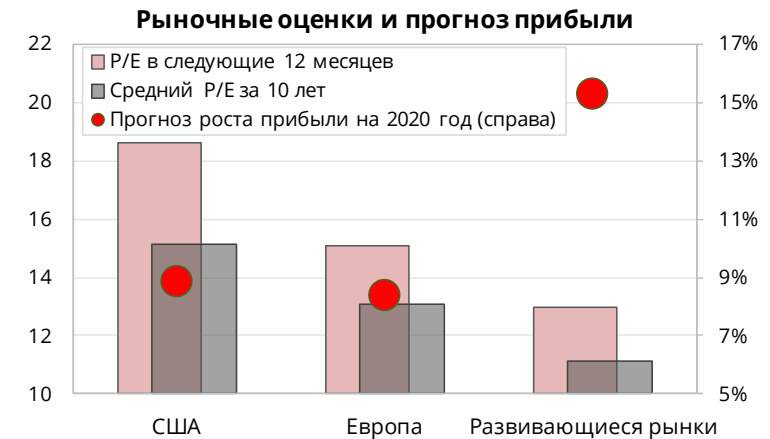
- Торговое перемирие: США и Китай подписывают соглашение.
- Признаки стабилизации мировых экономических показателей.
- «Don't fight the FED!» - с сентября Федеральное резервное управление увеличило свой баланс примерно на 400 миллиардов долларов.
- Вышеперечисленные события заставили инвесторов поддаться соблазну купить акции, так и не дождавшись коррекции.

Потенциал фондового рынка не следует недооценивать, но сохраняем осторожность!

- Несмотря на высокую стоимость акций США, при реализации прогнозов роста прибыли в 9-10% и низких безрисковых ставках, климат останется благоприятным для риска, рост индекса S&P 500 до 3600-3800 пунктов не будет сверхъестественным (модель CBL).
- Однако наш базовый сценарий намного более скромный.
  - Ралли акций в конце года прогнозирует быстрое улучшение глобальных показателей, которое еще предстоит увидеть (рис. 1)
  - Рост прибыли компаний зависит от экономического роста. Существующие прогнозы амбициозны (рис. 2), а ожидания экономического роста «находятся под угрозой» нового вируса.
- Европа и рынки стран EM привлекательнее США, судя по оценкам.



Источник: Bloomberg, JPMorgan



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](http://www.cbiam.lv)

**Дата составления обзора: 03.02.2020.**

### **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](http://www.bloomberg.com), [www.reuters.com](http://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](http://www.cblam.lv)**