

Инвестиционная стратегия CBL AM

Обзор и перспективы

Июль 2019

Содержание обзора

■ **Мировая экономика**

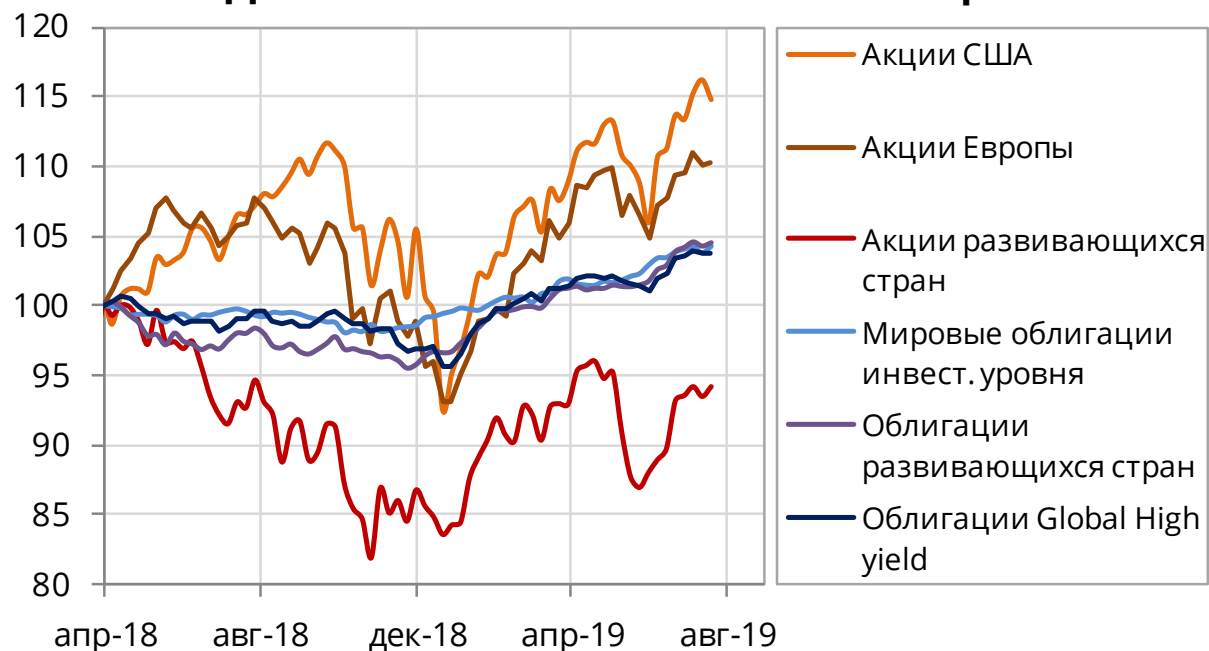
- Слабость в мировой торговле и производстве продолжает угнетать макро климат.
- Продолжается пересмотр прогнозов роста ВВП как в развивающихся, так и в развитых странах.
- В то же время монетарная «оттепель» продолжается. Намеки на понижение ставок ФРС и ЕЦБ и другую монетарную поддержку появляются не только в ценах на фьючерсы, но и в риторике Центробанков.
- Есть подозрение, что ФРС постепенно «заражается» мнением президента США Трампа, что «монетарный тормоз» в политике ФРС по сути не нужен.

■ **Тенденции финансовых рынков**

- Пока нефти помогает напряженность в Ормузском проливе. Считаем, что без этого цена обречена на дальнейшее снижение.
- Риторика центральных банков и спекуляции по поводу процентных ставок стали основной движущей силой рынков.
- Потенциал отдачи облигаций не безграничен. Считаем, что генерировать отдачу в ближайшее время будут купоны, прирост капитала - в меньшей степени.
- Влияние центральных банков на рыночные настроения нельзя недооценивать. В то же время, принцип «чем хуже экономике, тем ниже ставки и лучше рынкам» не может работать долгосрочно. Сохраняем осторожность!

Результаты финансовых рынков

Динамика важнейших сегментов рынка

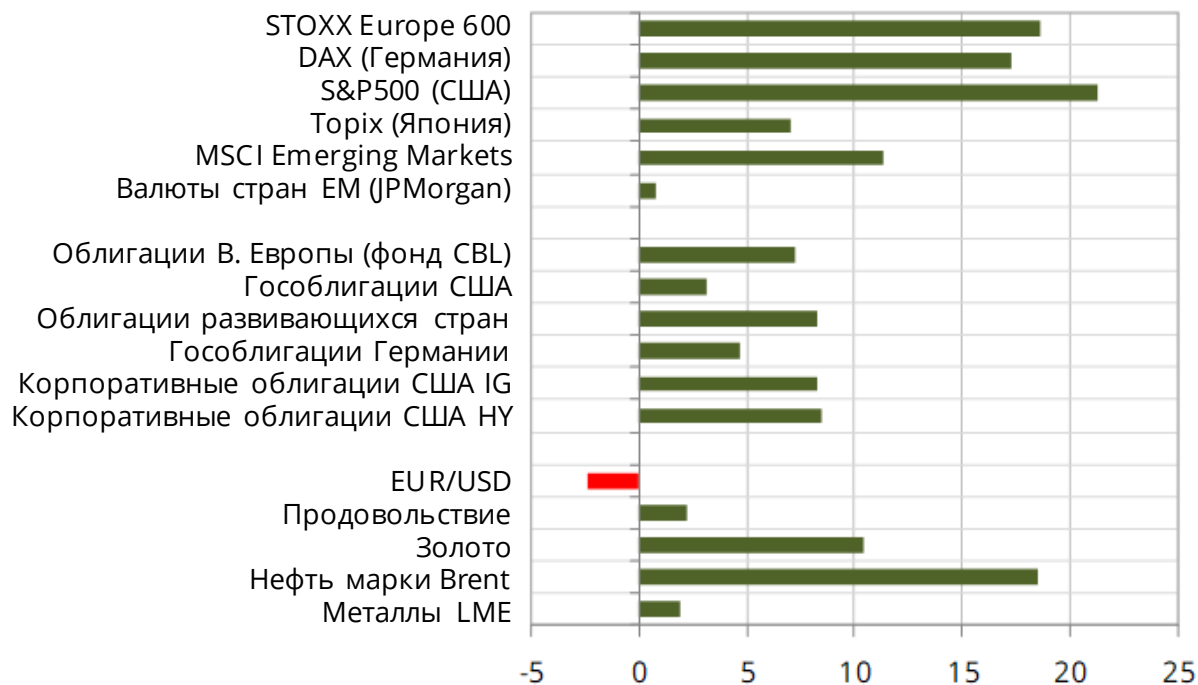


Источник: Bloomberg, данные на 19.07.2019

Результаты финансовых рынков

Результаты по секторам в 2019 году

(данные на 25.07.19)



Источник: Bloomberg

Глобальная экономика

Мировая промышленность в зоне рецессии

■ Слабость в мировой торговле и производстве продолжает угнетать макро климат.

- Мировой производственный индекс PMI упал ниже отметки 50 пунктов и сигнализирует о рецессии в секторе.
 - Производители в еврозоне впадают в еще более глубокий пессимизм, ухудшаются настроения и в США (рис. 1).
- На спад в секторе указывают и показатели активности – в США рост производства близок к нулю, в Европе объемы в годовом исчислении падают на 0.6%, в Германии на 3-4%.

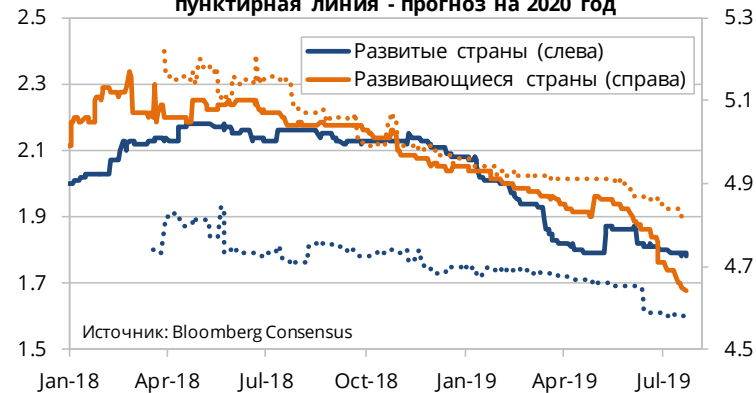
■ Продолжается пересмотр прогнозов роста ВВП в развивающихся и в развитых странах (рис. 2).

- *Bloomberg Consensus* в следующем году ожидает замедление роста ВВП США до 1.8% с прогнозируемых 2.5% в 2019 году.
 - На схожий сценарий указывают и показатели настроений – падает оптимизм потребителей, нехватка новых заказов «обещает» стагнацию инвестиций.
- В еврозоне ожидается медленный рост в этом и следующем году – на 1.1% и 1.3% соответственно.
 - По нашему мнению, остается место для позитивных сюрпризов – стабилизация настроений в секторе услуг и сильный рынок труда амортизируют спад в производстве.
 - Но производство составляет 15.5% от ВВП еврозоны (21% в Германии), и долгий спад в секторе повышает общие риски.

Индексы деловой активности в производственном секторе



Эволюция прогнозов ВВП на 2019 год, %
пунктирная линия - прогноз на 2020 год



Глобальная экономика

Монетарная «оттепель» продолжается

■ С конца 2018 года курс монетарной политики поменялся на 180 градусов.

- В декабре ФРС прогнозировала постепенное повышение ставок, сейчас практически гарантировано снижение ставок уже на заседании в июле. Рынок ожидает понижение 3х25 базисных пунктов в течение 12 месяцев (рис. 1).
- И ЕЦБ почти пообещал вернуться к снижению ставок, не исключая и другие меры стимулирования. Рынок ожидает снижения ставки на 10-20 базисных пункта уже в этом году.

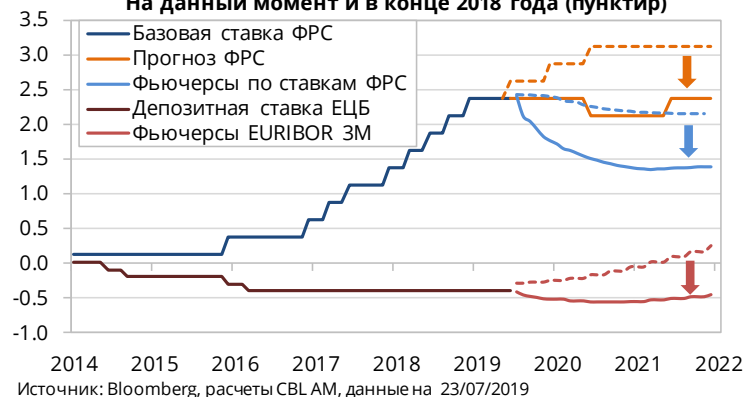
■ В ставках происходят структурные изменения.

- ФРС стала смотреть более глобально при оценке рисков. Здоровая экономика США не помеха для стимулирования.
- Есть подозрение, что ФРС «заражается» мнением президента США Трампа, что «монетарный тормоз» ФРС (опережающее повышение ставок, и т.д.) по сути не нужен.

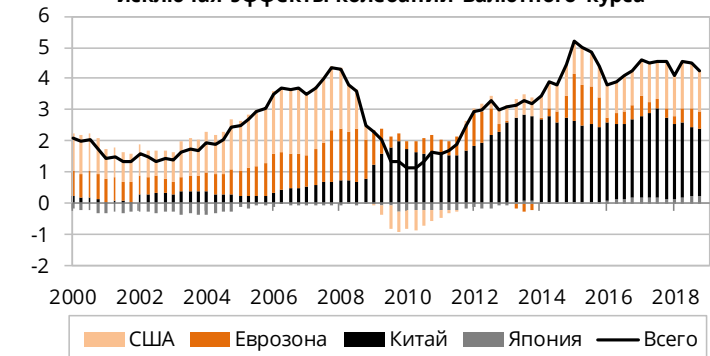
■ С помощью низких ставок надеются реанимировать мировой кредитный импульс.

- После 2008 года Китай перенял «эстафету» наращивания массы мирового долга. Сейчас он кажется уставшим (рис. 2).
- В еврозоне объемы частного долга к ВВП не растут давно, в США долговое бремя перестало расти с середины 2017 года. Это совпало со сдерживающей монетарной политикой США.

Эволюция прогнозов по ставкам ФРС и ЕЦБ
На данный момент и в конце 2018 года (пунктир)



Изменение частного долга, за год, трлн USD
исключая эффекты колебаний валютного курса *



*нефинансовые компания и домохозяйства

На финансовых рынках: нефть

Непривлекательна макроэкономически и структурно

■ В предыдущем обзоре нам точно удалось предсказать сроки и причины конца роста.

- Обусловленное слабостью промышленности замедление мировой экономики продолжается, отрицательно влияя и на спрос на нефть (рис. 1).
 - В первой половине 2019 года потребление в развитых странах снизилось на 1%, в развивающихся – выросло на 2%. Рост спроса – самый низкий со времен кризиса.
- Слабость подтверждается сезонно нетипичным ростом запасов в США.

■ ОПЕК & Co продолжает бороться с «ветряными мельницами» (ростом добычи в США).

- ОПЕК с единомышленниками продлил ограничения добычи до марта 2020 года, поддерживая рынок. Но есть участники недовольные «переделом» рынка в пользу США.
- Добыча в США превысила 12 млн. баррелей в день. Согласно опросам, добытчиков США устраивает цена выше 50 USD/bbl. Значит, производство будет расти (рис. 2).

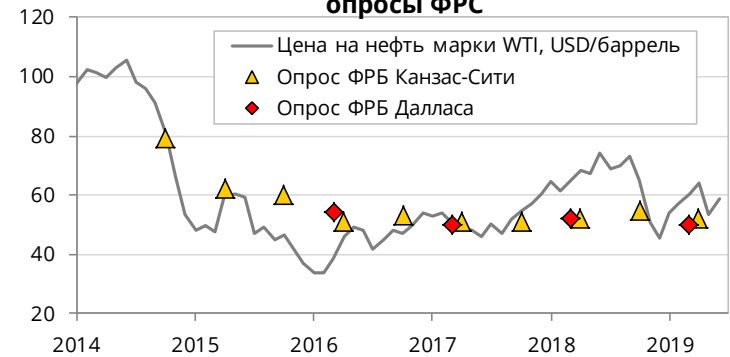
■ Пока нефти помогает напряженность в Ормузском проливе. Считаем, что без этого цена обречена на дальнейшее снижение.

Активность производителей и спрос на нефть



Источник: Bloomberg, JPM, расчеты CBL AM

"Необходимая" цена на нефть для рентабельности новых проектов в США, опросы ФРС



Источник: Bloomberg, Федеральные резервные банки Далласа и Канзас-Сити

На финансовых рынках: облигации

Плати больше, получай меньше

■ В течение 2019 года все факторы без исключения «дули в паруса» облигаций.

- Первое полугодие стало одним из самых лучших периодов для вложения в облигации за последние годы
- Уверенный рост обеспечили как изменение премий за риск, так и снижение базовых ставок (рис. 1).

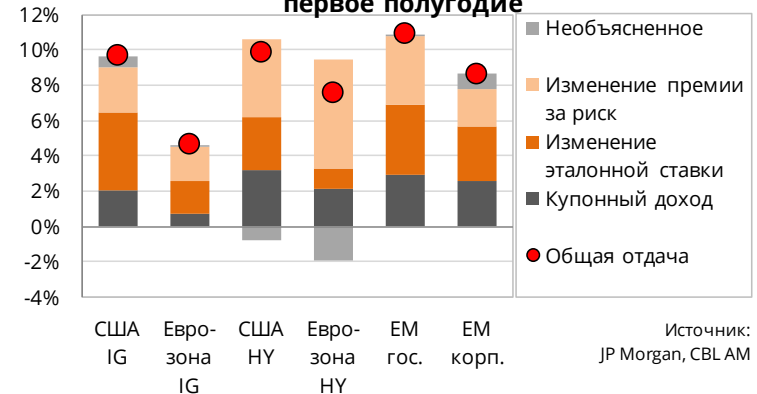
■ Потенциал отдачи облигаций не безграничен и относительно «предсказуем».

- Считаем, что генерировать отдачу в ближайшее время будут купоны, прирост капитала - в меньшей степени.

■ По мере возвращения оценок на высокие уровни, относительный потенциал видим в высокодоходном (*High yield*) сегменте еврозоны (рис.2)

- Технические факторы в пользу *High yield* еврозоны.
 - Объёмы эмиссий HY Европы самые низкие за последние годы. Ожидаемые объёмы незначительны.
 - Осенью поддержку могут оказать стимулы ЕЦБ.
- Технические факторы благоприятны для корпоративных бумаг EM. Деньги текут в сектор, прогнозы объёмов нетто эмиссий на оставшуюся часть года негативны.

Составляющие отдачи секторов облигаций, первое полугодие



Премии за риск 5-летних облигаций с рейтингом BB, базисные пункты



На финансовых рынках: акции

Рынки акций с привкусом монетарного допинга на языке

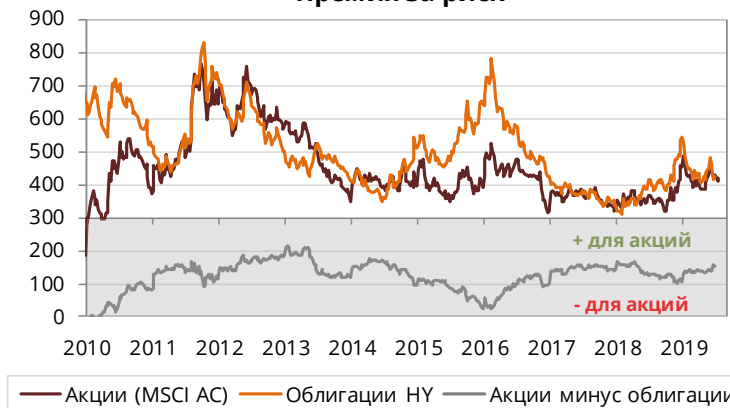
Риторика центральных банков и спекуляции по поводу процентных ставок стали основной движущей силой рынков.

- Догма «Don't fight the FED / ECB» по-прежнему гонит рынки США и Европы вверх. Рынок даже не нуждается в новостях – достаточно повторения уже сказанного.
- В июне, без появления новых «твитов» Трампа, фактор торговых войн полностью потерял актуальность.

Фундамент для роста рискованных активов не крепкий. Сохраняем осторожность!

- Влияние центральных банков на рыночные настроения нельзя недооценивать. Низкие ставки повышают привлекательность акций. Акции интересны по сравнению с высокодоходными облигациями (рис. 1).
- Принцип «чем хуже экономике, тем ниже ставки и лучше рынкам» не может работать долгосрочно.
 - Макро процессы замедляются, рост производства остановился – это повод для монетарной поддержки.
 - В долгосрочной перспективе рынком движет рост прибыли компаний (рис. 2), который в свою очередь зависит от роста ВВП. Наши модели указывают, что рост прибыли в США и в Европе может отстать от прогнозов.

Премия за риск



Источник: JPM, MSCI, расчеты CBL AM, Bloomberg

Динамика акций США и прибыль на акцию



Источник: Bloomberg

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

Управление клиентскими портфелями

Зигурдс Вайкулис

Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

Евгений Кравченко

Jevgenijs.Kravcenko@cbl.lv

Илья Лусис

Ilja.Lusis@cbl.lv

Иво Айлис

Ivo.Ailis@cbl.lv

Рейнис Герасимовс

Reinis.Gerasimovs@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.cblam.lv

Дата составления обзора: 25.07.2019.

Оговорка обязательств

Информация, содержащаяся в данном обзоре, носит исключительно информационный характер и не должна 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. Мнения, содержащиеся в данном обзоре, отражают мнение авторов на момент публикации и могут быть изменены без 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