

# **Инвестиционная стратегия CBL AM**

## **Обзор и перспективы**

**Май 2019**

# Содержание обзора

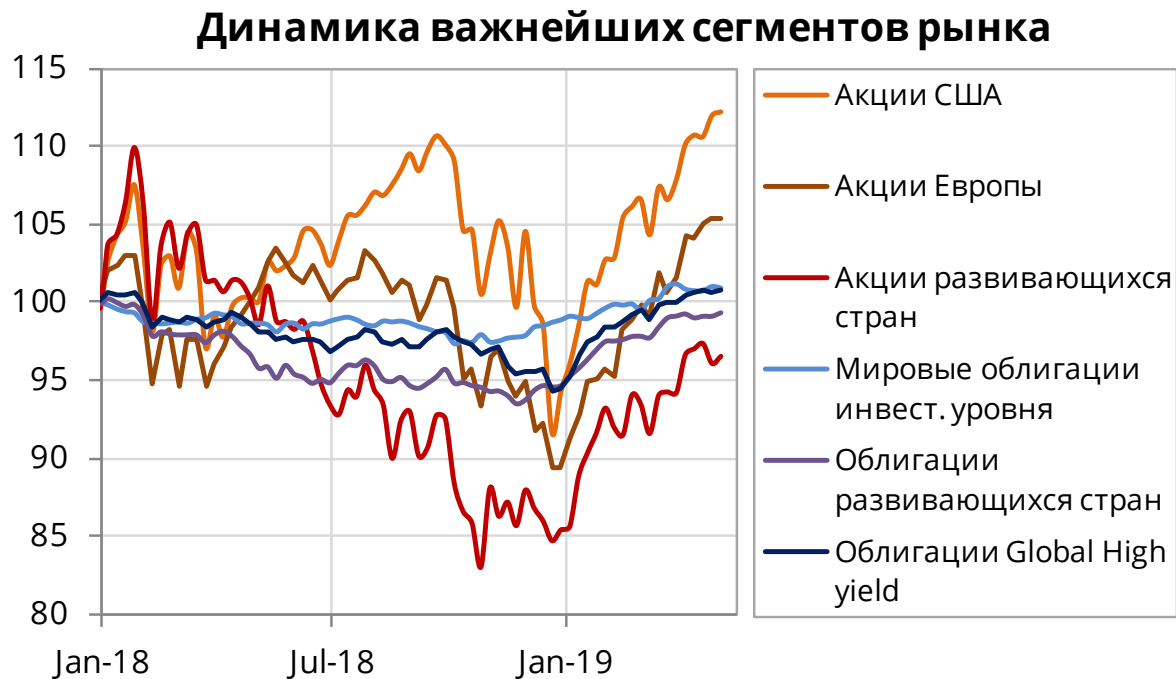
## ■ **Мировая экономика**

- Макро пульс в мировом масштабе слабый, в большинстве стран прогнозы роста экономики продолжают снижаться.
- США, где преобладает внутреннее потребление, сравнительно более защищены. Настроения потребителей и показатели рынка труда остаются сильными.
- Слабо на общем фоне выглядит Германия – спад усугубляют проблемы в автопроме, объемы продукции падают; индекс настроений производителей говорит о рисках рецессии.
- ФРС США сигнализирует о паузе в цикле роста ставок, или даже о его завершении. ЕЦБ сворачивает ужесточение монетарной политики, даже не начав.

## ■ **Тенденции финансовых рынков**

- Неубедительный макроэкономический фон, на наш взгляд, будет препятствовать дальнейшему росту цен на нефть.
- Во многих сегментах облигаций оценочные показатели опять дорогие. Независимо от сегмента, облигации в EUR все ещё оценены более привлекательно, чем бумаги в USD.
- Рынки акций демонстрируют одно из ярчайших ралли за последние десятилетия. В основе достижений этого года лежит чрезмерное падение в конце прошлого.
- Рынки акций уже «заложили в цену» оптимистический сценарий развития мировой экономики, что, по нашему мнению, несколько беспечно, учитывая все более слабый макро пульс.

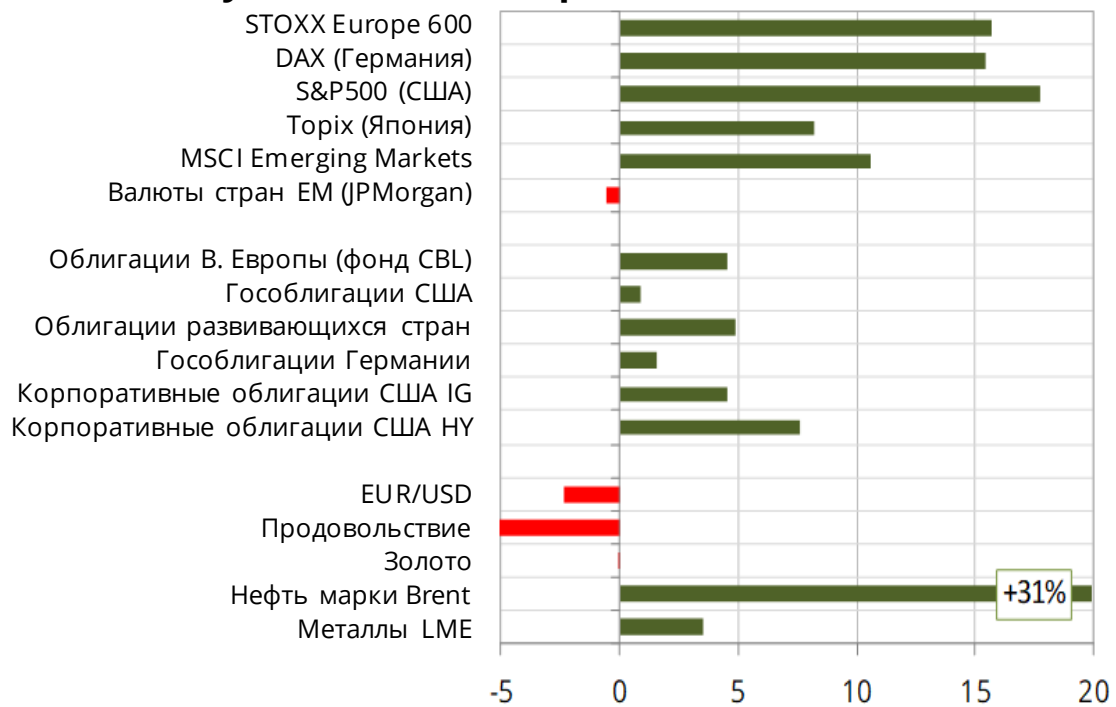
# Результаты финансовых рынков



Источник: Bloomberg, данные на 03.05.2019.

# Результаты финансовых рынков

## Результаты по секторам в 2019 (на 07.05.19)

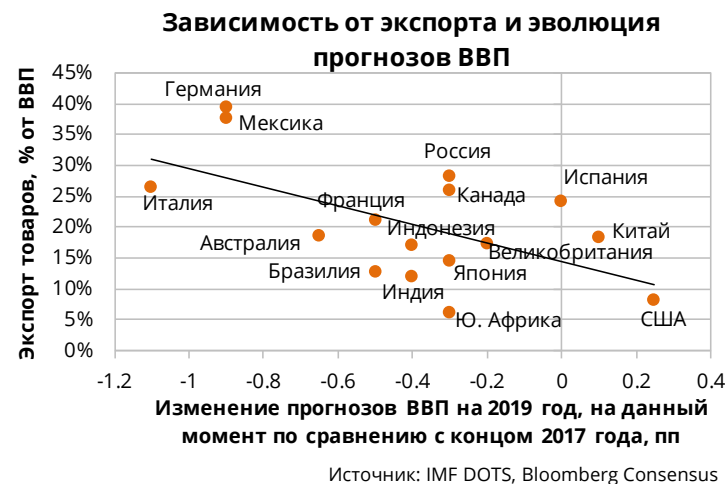


Источник: Bloomberg

# Глобальная экономика

## «Миникризис глобализации»

- **Макро пульс в мировом масштабе слабый, в большинстве стран прогнозы ВВП идут вниз.**
  - «Усталость» производственного сектора становится более явной и в США (рис. 1). В США промышленность растет благодаря нефтяному сектору, рост обрабатывающей промышленности упал до 1% по сравнению с 2-3% ранее.
  - Слабо на общем фоне выглядит Германия – спад усугубляют проблемы в автопроме, объемы продукции падают; индекс настроений производителей говорит о рисках рецессии.
  - В Китае индексы настроений растут благодаря стимулам. Но улучшения скромные, особенно, среди производителей.
  
- **«Миникризис глобализации» - под давлением страны с открытой экономикой (рис. 2).**
  - США, где преобладает внутреннее потребление, сравнительно более защищены. Настроения потребителей и показатели рынка труда остаются сильными.
    - В этом году Bloomberg Consensus ожидает рост ВВП США на 2.4%, в 2020 году – замедление темпов роста до 1.9%.
  - В еврозоне прогноз роста ВВП на 2019 год понижен до 1.1%, в следующем году ожидают рост ВВП на 1.4%.
    - По нашему мнению, без специфических помех ВВП может расти и быстрее – с потенциальной скоростью 1.5-2.0%.



# Глобальная экономика

## Центробанки занимают оборонительные позиции

### ■ ФРС США сигнализирует о паузе в цикле роста ставок, или даже о его завершении.

- На заседании в марте представители ФРС еще раз заметно понизили свои прогнозы по процентным ставкам (рис. 1)
  - В этом цикле планируется еще одно повышение (2020 год). Участники рынка ждут уменьшения ставок уже в этом году.
  - По нашему мнению, правда где-то посередине.
- ФРС закончит сокращать баланс уже в октябре этого года. До 20 млрд. USD в месяц от погашения MBS будут реинвестированы в госбумаги США, снова финансируя госбюджет.
- Менее сдерживающая монетарная политика США начала помогать рынку недвижимости, улучшается активность.

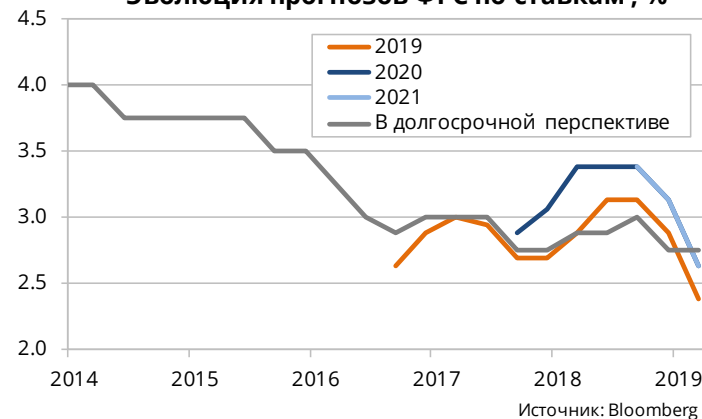
### ■ ЕЦБ сворачивает ужесточение монетарной политики, даже не начав.

- ЕЦБ отказывается от планов повысить ставки в этом году. Рынок «отодвинул» прогнозы роста ставок до 2021 (рис. 2).
- Объявили и о программе дешевых кредитов для банков.

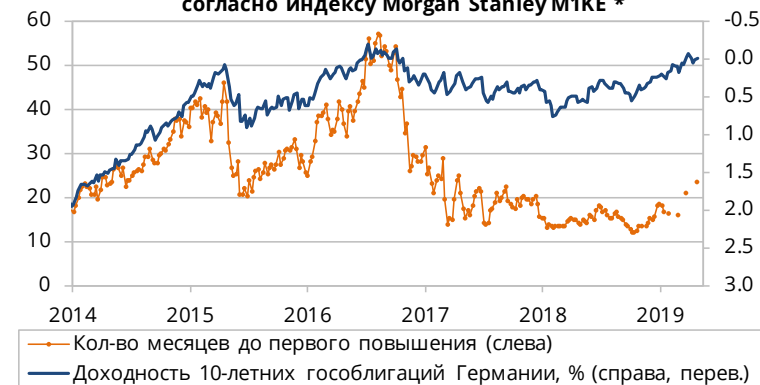
### ■ У Германии в рукаве припрятан козырь – возможности фискального стимулирования.

- Прогноз профицита бюджета на этот год около 1% от ВВП.

Эволюция прогнозов ФРС по ставкам, %



Первое повышение ставок в еврозоне согласно индексу Morgan Stanley M1KE \*



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM  
\* с 2019 года рассчитан на базе кривой OIS

# Обзор финансовых рынков: нефть

## Дальнейший потенциал роста, кажется, исчерпан

### ■ Картель и геополитика подталкивает цены на нефть вверх.

- Соглашение стран ОПЕК+ об очередном сокращении добычи, начиная с января, вновь дало результат. Текущие уровни цен устраивают ведущих производителей (рис. 1).
  - Пересмотр текущих квот может произойти в июне.
- США усиливает давление на Иран, отменив исключения санкций для некоторых импортеров иранской нефти. Недостачу компенсируют США, Саудовская Аравия и ОАЭ.
  - Иран вновь угрожает заблокировать Ормузский пролив – важный путь для мировой поставки нефти.

### ■ Цена на нефть дорогая, риск падения велик.

- Неубедительный макроэкономический фон, на наш взгляд, будет препятствовать дальнейшему росту.
  - В годовом выражении спрос в развитых странах не увеличивается уже многие месяцы. Спрос со стороны развивающихся стран вырос в марте на 1.6% в год.
- Сектор сланцевой нефти США показывает сильный рост. Данные по числу скважин свидетельствуют о сохранении добычи около 1,5 мб/д в ближайшие месяцы (рис. 2).
  - По завершении строительства новых нефтепроводов, частично облегчится возможность поставок нефти США.

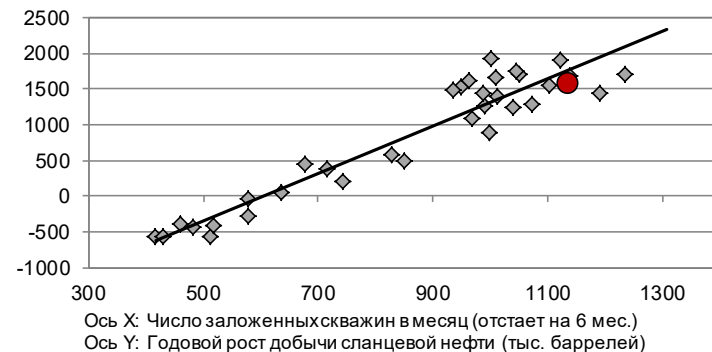
Желаемая\* цена нефти для стран добытчиков на Ближнем Востоке

\* чтобы сбалансировать бюджет в 2019, Топ5 стран



Источник : IMF, Bloomberg, расчеты CBL AM

Добыча сланцевой нефти в США  
В период с 2016 года по март 2019 года

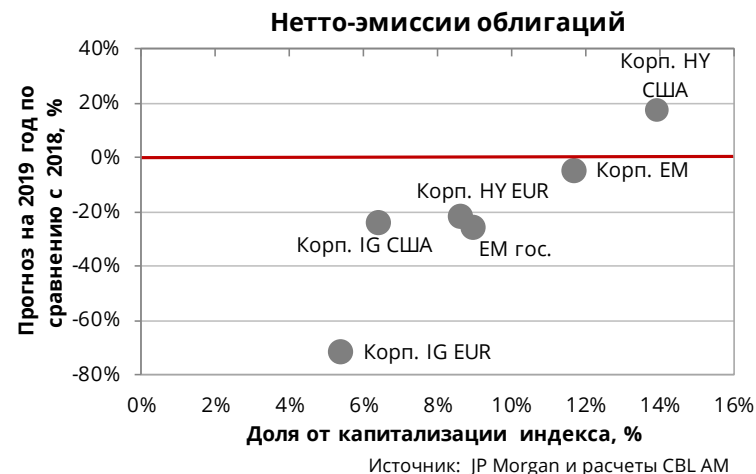
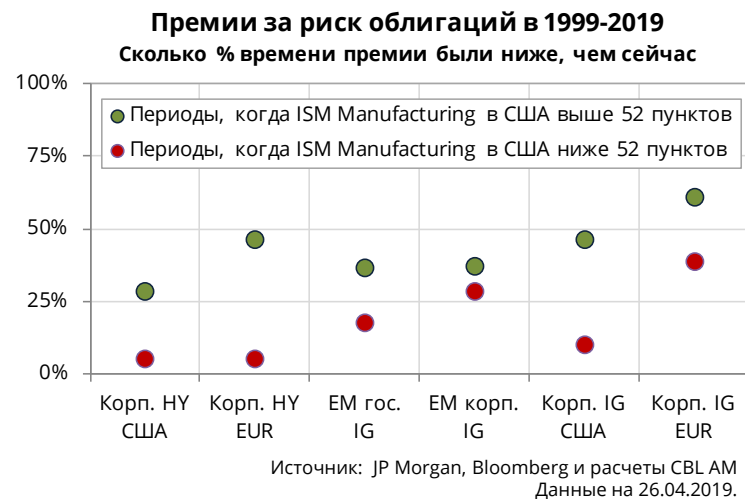


Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

# Обзор финансовых рынков: облигации

## Кредитные риски – неизменны, оценки – менее интересны

- **Ценовое ралли «съело» большую часть щедрых премий за риск, доступных в январе.**
  - Во многих сегментах облигаций оценочные показатели опять дорогие (рис. 1). Мало кто готов к сценарию стагнации в США (когда ISM Manufacturing меньше 52).
  - Независимо от сегмента, облигации в EUR исторически все ещё оценены более привлекательно, чем бумаги в USD.
  - Самый дорогой и наименее привлекательный в настоящее время – это сегмент *High Yield США*.
- **Кредитное качество эмитентов улучшается в США и развивающихся странах, но не в Европе.**
  - Рентабельность компаний США на наивысших уровнях с начала 2008 года, долговое бремя сравнительно низкое и ожидается снижение количества банкротств в этом году.
  - Кредитные рейтинги развивающихся стран улучшаются и долговое бремя компаний продолжает снижаться.
  - В Европе прибыль стагнирует. Долговое бремя и кол-во банкротств растёт, но их абсолютный уровень низкий.
- **Ожидаемое падение нетто объёма эмиссий – поддерживающий фактор для цен (рис. 2).**





# Обзор финансовых рынков: акции

## Потенциал начинает иссякать

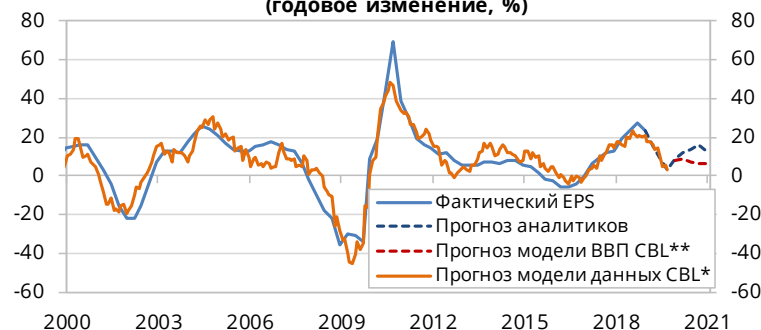
- **Рынки акций демонстрируют одно из ярчайших ралли за последние десятилетия.**
  - Что низко падает, то высоко растет – в основе достижений этого года лежит чрезмерное падение в конце прошлого.
  - Есть и фундаментальные причины – заметный разворот в монетарном курсе США, еврозоны и других центральных банков, надежда на прогресс в торговых переговорах США и Китая, китайское экономическое стимулирование.
- **По мере роста цен, потенциал отдачи акций на следующие 3-6 месяцев резко снижается.**
  - Оценки опять стали «дорогими», особенно в США (рис. 1).
  - Рынки акций уже «заложили в цену» оптимистический сценарий развития мировой экономики, что, по нашему мнению, несколько беспечно, учитывая все более слабый макро пульс.
    - Прогнозы продолжают ухудшаться. С начала года скорость роста прибыли в США и Европе пересмотрена вниз на 3-4%, в развивающихся рынках – на 7%.
    - Наша модель показывает, что прогнозы прибыли компаний индекса S&P500 все еще оптимистичны (рис.2).
  - Торговое соглашение между США и Китаем существует лишь на уровне разговоров. Возможны неожиданности.

Дороговизна / дешевизна индексов акций  
Исторические перцентили P/B, P/EBITDA, P/S, P/E



Источник: Bloomberg, расчеты CBL AM

Прогноз EPS для индекса S&P500  
(годовое изменение, %)



\* расчеты основаны на настроениях потребителей, индексе ISM Composite, условиях кредитования, индексе USD REER и данных об обратном выкупе акций;  $R^2 = 0.84$   
\*\* расчеты основаны на прогнозах ВВП и инфляции Bloomberg Consensus

Источник : Bloomberg, расчеты и предположения CBL AM

## Авторы обзора

---

### **Зигурдс Вайкулис**

Руководитель отдела управления портфелями  
Zigurds.Vaikulis@cbl.lv

### **Игорь Лахтадырь**

Управляющий портфелями  
Igor.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

---

### **Агнесе Звайгзните**

Agnese.Zvaigznite@citadele.lv

### **Александр Ручковский**

Aleksandrs.Ruckovskis@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 банка Citadele по адресу: Рига, площадь**  
**Републикас, 2а. Интернет: [www.cblam.lv](http://www.cblam.lv)**

**Дата составления обзора: 07.05.2019.**

## **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](http://www.bloomberg.com), [www.reuters.com](http://www.reuters.com), другие СМИ, биржа, центральный банк и статистическое бюро, а также информацию 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 банка Citadele по адресу: Рига, площадь Републикас, 2а. Интернет: [www.cblam.lv](http://www.cblam.lv)**