

# Инвестиционный обзор SEB

По-осеннему яркие перспективы финансовых рынков

КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ОБЗОРА



Сентябрь 2014 года

## Краткий обзор состояния мировой экономики

Мировая экономика продолжает расти, однако разными темпами в разных регионах, сохраняется и геополитическая напряженность. Торговый конфликт между Россией и США/Европейским союзом еще не оказал глубокого негативного влияния на мировую экономическую обстановку. Монетарная политика развитых стран остается стимулирующей, фискальная политика после недавних мер экономии наконец переходит в нейтральное положение. Сохраняется низкая инфляция, но в новых обстоятельствах: во многих странах Европы сохраняются риски дефляции, рост цен в США постепенно ускоряется. В ближайшие пару лет рост развивающихся стран в целом может ускориться, и его возглавят развивающиеся страны Азии. Опасность эскалации геополитических рисков и худшие, чем ожидалось, экономические условия в еврозоне - крупнейшие риски падения, а основной шанс на рост зависит от того, сможет ли США обеспечить неожиданно мощный толчок мировой экономике.

Рост мировой экономики постепенно набирает темп. Как и в 2013 году, рост мирового ВВП в этом году ожидается на уровне 3,5 %, а в 2015 и 2016 годах прогнозируется повышение почти до 4 %. Развивающиеся страны сохраняют наибольший темп роста - на 4,5-5,0 % в 2014-2016 годах, однако разрыв между развитыми и развивающимися странами в 2014 и 2015 годах сократится, поскольку темп роста развивающихся стран увеличится до 2 и 2,5 % соответственно. Разрыв снова несколько расширится в 2016 году с небольшим замедлением темпа роста развивающихся стран на фоне существенного замедления роста развитых.

## Экономика США разогревается после холодного начала 2014 года

Резкое снижение экономической активности в США в первом квартале нынешнего года было обусловлено временными факторами, в основном неблагоприятной зимней погодой.

Рост во втором квартале вернулся к годовому прогнозу в размере 4,2 %, и ранние показатели свидетельствуют о сохранении темпа роста экономики в оставшиеся месяцы 2014 года. Мы ожидаем, что рост ВВП США в этом году составит лишь немногим более 2 %, в 2015 году - 3,5 %, а в 2016 году - свыше 3 %. В перспективе показатель инфляции, возможно, вырастет, но поворот будет довольно мягким. Усиление экономики убедит Федеральную резервную систему (ФРС) прекратить стимулирующие закупки облигаций в октябре нынешнего года и начать повышать основные процентные ставки в апреле 2015 года свыше сегодняшних 0-0,25 %.

## Экономика еврозоны замедляется

После слабого начала года еврозона сбавила темп. Во втором квартале ВВП не изменился, итальянская и германская экономики сократились. Возможно, в падении виноваты нарушения торговли с Россией, последовавшие за неожиданно хорошим ростом в начале года. Согласно нашим прогнозам, ВВП валютного союза в этом году вырастет более чем на 0,5 %, в 2015 году свыше 1 %, и в 2016 году - на 1,5 %. Возможность постепенного ускорения роста большей частью связана с расширением стимулирующих мероприятий Европейского центрального банка (ЕЦБ). Помимо мероприятий, начатых в июне, ЕЦБ по нашим предположениям начнет масштабную программу по закупке облигаций к весне 2015 года. Риски дефляции сохраняются, однако мы считаем, что еврозона в целом сможет избежать этой опасности.

## Ускоряется рост экономики развивающихся стран Азии

Развивающиеся экономики Азии ускоряют темп роста благодаря экспорту в развитые страны и стимулирующей монетарной политике. Стабильный рост количества рабочих мест тоже оказывает благотворное воздействие на внутренний рынок многих стран. Рост ВВП прогнозируется почти на 7 % в 2014-2015 годах и немного медленнее в 2016 году. В регионе сохраняется низкое

давление инфляции, за исключением Индии и Индонезии. Во многих странах еще есть возможности продолжения стимулирующей монетарной политики. До следующего года ужесточение монетарной политики не ожидается. Рост экономики Китая в первой половине года оказался на удивление высоким, что свидетельствует о том, что экономика хорошо справляется с сокращением в отрасли строительства благодаря сильному экспорту и целенаправленным мерам по стимулированию экономики. Сейчас мы прогнозируем осторожное замедление от быстрого темпа этого года на уровне 7,5 % до приблизительно 7 % в 2016 году. В Индии сейчас возлагаются большие надежды на экономическую политику нового правительства. Несмотря на риск разочарований, связанных с экономическими реформами, мы все еще прогнозируем, что рост ВВП может увеличиться с 5 % в 2014 году до приблизительно 6 % в следующем и в 2016 году.

## Экономика Латинской Америки в состоянии борьбы

Латинская Америка борется с макроэкономическими проблемами, такими, как слабый рост, высокая инфляция и большой дефицит текущего счета. После достижения роста в 3,5 % в первом десятилетии нового века, рост ВВП Бразилии замедлился до менее 1 % в 2014 году. Выборы президента, которые состоятся в октябре, могут открыть путь необходимым структурным реформам, но ни один из основных кандидатов не имеет четкого плана реформ. Аргентина страдает от высокой инфляции и технического дефолта, который еще больше ухудшает ее экономическое положение. Макроэкономическая ситуация намного лучше в Мексике и Чили. Мы ожидаем, что рост ВВП в регионе в этом году составит 1,5 %, в 2015 году - около 2 %, а в 2016 году - 2,5-3,0 %.

## Над Восточной Европой забрезжил свет

Геополитический конфликт в восточной части Украины, скорее всего, будет долгосрочным. Чтобы вынудить Россию демилитаризовать данный регион, ЕС и США постепенно ужесточают свои санкции. Россия ответила блокированием импорта приблизительно 10 % продовольствия на один год. Эти меры имеют довольно слабый эффект, однако повышают неопределенность относительно уже слабого экономического положения России и вызывают рост инфляции в стране. В то же время Украина в глубокой рецессии, прогнозируется сокращение ВВП на 6 % в этом году и последующая стагнация.

Ситуация и прогнозы намного лучше для центральной, а также южной части Восточной Европы. Польская, чешская и венгерская экономика все еще процветают. Страны Балтии наиболее пострадали от российско-украинского конфликта из-за большого объема торговли с Россией. Усиление региональной неопределенности нарушает планы трат капитала в Балтии. Российские ограничения на импорт продуктов питания наиболее серьезно затронут Литву, а больше всего пострадает Эстония из-за масштабного экспорта и сильных экономических связей с Финляндией, страдающей от рецессии. Однако существуют и положительные силы роста в виде частного потребления и выгодного времени для строительства, а также предстоящих инвестиций в инфраструктуру.

## Тема

### Непрерывность фондового рынка и цикличные подъемы

Цикличные подъемы экономики, которые сейчас наблюдаются в США и многих других частях мира, начались летом 2009 года, то есть более 20 кварталов назад. Некоторые экономисты и аналитики считают, что это слишком длинный период, и опасаются, что обратный поворот к рецессии или внезапному спаду уже близок. Другие уверены, что история подтверждает их мнение, что нынешний экономический рост может какое-то время сохраниться. Чья позиция наиболее обоснована?

Посмотрев в макроэкономическое "зеркало заднего вида", направленное на экономику США (для которой имеются качественные статистические экономические данные), можно заметить, что с конца 1950 годов до конца 2007 года в США наблюдалось восемь периодов, характеризующихся

экономическим подъемом и ростом фондового рынка. Их средняя продолжительность составляла 20 кварталов или пять лет. Поэтому все, кто опасается, что нынешний подъем экономики и фондового рынка уже на краю пропасти, может обосновать свое мнение историческими данными. Однако длительность периодов расцвета существенно различается. Самый короткий продлился всего три квартала, самый долгий - 35 кварталов. Но это статистика. С фундаментальной точки зрения, основные факторы, которые обычно прерывали экономический подъем и нарушали "бычий" рынок акций, а также рынок других рискованных активов, были следующими: 1) Быстрый рост и хорошее использование мощностей, что влечет за собой ускорение роста издержек и цен. Центральные банки в этом случае повышают свои основные процентные ставки, растет доходность облигаций, ведущие компании стремятся уменьшить запасы непроданных товаров и капиталовложения, домашние хозяйства сохраняют потребление. 2) Резкие скачки цен на сырье, в особенности на нефть, которые ухудшают покупательную способность в импортирующих нефть странах, что приводит к высокой инфляции и дефициту текущего счета, в результате чего основные процентные ставки повышаются и растет доходность облигаций. 3) Лопание спекуляционных

пузырей, которое приводит к резкому снижению цен на финансовые активы и недвижимость, в результате чего возникает риск общего снижения цен в реальной экономике (дефляции). Правительства, домохозяйства и компании в этом случае вынуждены увеличивать свои накопления и уменьшать задолженность, за чем следует глубокая рецессия.

Текущие анализы SEB описывают основной сценарий, который отражает довольно низкий риск того, что фондовый рынок и циклический подъем, который начался весной и летом 2009 года, будет прерван каким-либо из вышеуказанных факторов. Вместо этого SEB предполагает, что этот подъем может еще какое-то время сохраниться. Продолжительность такого подъема можно определить по типу монетарной политики на ближайшее время. Перед центральными банками возникает сложная задача определить стратегию выхода, которая предотвращает резкую остановку экономики и появление новых финансовых пузырей. Однако такое балансирование, скорее всего, не подвергнется серьезной проверке до окончания 2016 года (подробнее читайте в полной версии Инвестиционного обзора SEB за сентябрь 2014 года).

### **Ожидаемый риск и доходность по классам активов в ближайшие 12 месяцев**

Наши ожидания риска и доходности взяты из Обзора рынка жилья SEB. Эти ожидания охватывают ближайшие 12 месяцев. Прогноз о перспективах акционерного капитала относится к мировому рынку акций. Прогноз перспектив инвестиций с фиксированным доходом относится к корзине, наполовину состоящей из долговых обязательств инвестиционного класса и высокодоходных корпоративных долговых обязательств (средний срок погашения – 5,5 лет). Прогноз о хедж-фондах относится к индексу HFRX Market Neutral Index, который придерживается нейтральной рыночной стратегии. Прогноз перспектив рынка недвижимости относится к рынку недвижимости (EPRA), а прогноз перспектив **сырьевого** рынка относится к корзине, образуемой категориями энергетики (33 %), промышленных металлов (19 %), сельскохозяйственной продукции (36 %) и драгоценных металлов (13 %). Прогноз рискованного капитала относится к крупнейшим мировым компаниям рискованного капитала, которые включены в индексы LPX Total Return и MSCI AC World LOC. В отношении валют прогноз относится к центральной валютной паре EUR/USD.

Класс активов	Ожидания в следующие 12 месяцев		Обоснование
	Прибыль	Риск	
<b>Акции</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	Непрерывная стабилизация экономики и действия центральных банков способствуют притоку капитала к акциям. Глядя вперед, можно утверждать, что более радужные перспективы экономики и глобальный рост окажут положительное влияние на доходы компаний. Мы придерживаемся долгосрочного позитивного прогноза относительно акций, с концентрацией на Европе и Азии.
<b>Ценные бумаги с фиксированным доходом</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,6%</b>	Центральные банки снизили доходность облигаций с помощью основных процентных ставок и количественного смягчения. В долгосрочной перспективе это решение нестабильно. Вскоре мы увидим корректировку процентных ставок и доходности, но не до прежних высот. Доходность государственных облигаций европейских стран рекордно низкая, однако предполагая, что ожидания инфляции в Европе возрастут в 2015 году, а ФРС в этот период начнет повышать основные процентные ставки, доходность государственных облигаций возрастет как в Европе, так и в США. Разница в доходности между корпоративными облигациями инвестиционного уровня и государственными облигациями находится на рекордно низком уровне, поэтому сейчас дальнейший рост цен инвестиционных корпоративных облигаций маловероятен, и лучшее время для облигаций инвестиционного уровня и спекулятивных облигаций в этом цикле процентных ставок уже позади. Высокодоходные корпоративные облигации снова немного более привлекательны в краткосрочной перспективе после июльского снижения цен.
- Государственные облигации	1,5%	2,4%	
- Корпоративные облигации инвестиционного уровня	4,6%	4,6%	
- Спекулятивные корпоративные облигации			
<b>Хедж-фонды</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,3%</b>	Хедж-фонды, которые в некоторой степени принимают на себя рыночный риск, сейчас переживают хороший период. Мы уже довольно долгое время делаем позитивный прогноз в отношении событийных стратегий, и основание для этого все еще сохраняется. Событийные стратегии извлекают выгоду из корпоративных транзакций, а также слияний и поглощений, при этом данный процесс усиливается как в США, так и в Европе.
<b>Недвижимость</b>	<b>5%</b>	<b>12%</b>	Рынок инвестиционных фондов недвижимости (REIT) в 2014 году обеспечивал необычайно хорошую доходность. Этому способствовал фундаментальный рот и сокращение доходности государственных облигаций. Несмотря на четкую негативную корреляцию, повышение процентных ставок и доходности не будет представлять угрозы, пока продолжается экономический рост.
<b>Рисковый капитал</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	В перспективе доходность государственных облигаций будет повышаться, однако если это будет происходить одновременно с улучшением экономического роста и доходов, у рискованного капитала сохраняется хороший потенциал прибыльности.
<b>Сырьевые товары</b>	<b>-1,5%</b>	<b>13%</b>	Резкие изменения цен в секторе сырьевых товаров не ожидаются. Усиление предложения и ослабление спроса на рынке нефти по сравнению с прогнозируемым на фоне продолжения рекордно высокого производства в Саудовской Аравии привело к снижению цен в первом полугодии. Прогнозируемая нами цена нефти на следующий год может составить 100 долларов США за баррель (BRENT). Мы ожидаем, что эмбарго Индонезии на никелевую руду еще немного поднимет цены. Низкие цены на алюминий, сохранявшиеся в течение длительного периода, привели к закрытию производств и росту цен. Существенные изменения цен на драгоценные металлы в следующем году не ожидаются. Однако высокий спрос на автомобили, работающие на бензине, в сочетании с геополитической напряженностью способствовал росту цен на палладий – драгоценный металл, который, по нашему мнению, обладает наивысшим потенциалом.
<b>Валюты</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	Сочетание благоприятных экономических условий и перспектива того, что ФРС начнет ужесточать монетарную политику весной 2015 года наделяет доллар США преимуществом перед евро. Наш прогноз (на 12 месяцев вперед) относительно центральной валютной пары EUR/USD составляет 1,27 (-3,5 %).

### Перспективы по регионам

Регион	Прогноз	Обоснование
<b>Весь мир</b>	<b>1 2 3 4 5 6 7</b>	Мировые акции будут продолжать пользоваться поддержкой положительных макроэкономических показателей и усиленного роста, что постепенно приведет к повышению доходов компаний. Более высокое соотношение цены и дохода и более высокие цены акций потребуют пересмотра прогнозов доходов в сторону повышения и улучшения доходов. Мы усматриваем ранние признаки этого в ежеквартальных отчетах о доходах.
<b>США</b>	<b>1 2 3 4 5 6 7</b>	Макроэкономические данные продолжают улучшаться, однако хороший рост доходов и урезание расходов компаниями уже создали сильный рынок в долгосрочной перспективе. Оценки высоки, что ограничивает потенциал.
<b>Европа</b>	<b>1 2 3 4 5 6 7</b>	После безрезультатного лета на европейских фондовых рынках мы видим возможность сюрпризов в сторону повышения. Менеджеры по закупкам еврозоны настроены оптимистично, фискальная политика обеспечивает дополнительную поддержку. Оценки фондовых рынков и рост корпоративных доходов выглядят привлекательными по сравнению с США. Компании сейчас экономичны и конкурентоспособны, им идет на пользу ослабление валют.
<b>Азия/развивающиеся рынки</b>	<b>1 2 3 4 5 6 7</b>	Усиление роста мировой экономики благоприятно скажется на развивающихся рынках. Низкие оценки и сильный рост долгосрочных доходов привлекательны. Положительные макроэкономические показатели и прогнозы доходов на фоне уменьшения политической нестабильности обеспечат устойчивость. Мы отдаем предпочтение Азии, включая и Китай.
<b>Япония</b>	<b>1 2 3 4 5 6 7</b>	Прогнозы доходов высоки, доходы корректируются в сторону увеличения, но с низких уровней. Слабая иена обеспечила необходимую поддержку. Результаты японского фондового рынка будут зависеть от того, будут ли внедрены фискальные стимулирующие меры.

\*Шкала перспектив от 1 до 7 отражает нашу текущую оценку конкретного региона. Уровень 4 – нейтральная, 1 – очень отрицательная, 7 – очень положительная оценка. Уровни постоянно меняются на основании нашего тактического обзора перспектив и поэтому могут отличаться от долгосрочного прогноза по региону.

Источник: 4:SEB Investment Outlook, September 2014

## Пояснение терминологии

Использованный термин	Объяснение
Дефляция	Общее снижение цен на товары и услуги. Дефляцию может вызвать сокращение притока денег, в том числе путем сокращения бюджетных или частных расходов. В отличие от инфляции дефляция имеет побочный эффект в виде роста безработицы, обусловленного снижением спроса в экономике, что может привести к экономической депрессии. Центральные банки предпринимают попытки остановить как сильную дефляцию, так и сильную инфляцию, стараясь удержать падение цен.
Валовой внутренний продукт (ВВП)	Денежная стоимость всех готовых товаров и услуг, произведенных в пределах страны за указанный период, но обычно ВВП рассчитывается за год. В него входит все частное и публичное потребление, правительственные расходы, инвестиции и экспорт за вычетом импорта на определенной территории.
Стратегии хедж-фондов	Событийная стратегия – стратегия, которой придерживаются менеджеры хедж-фондов, и которая пытается с выгодой использовать такие события, как слияния, поглощения и реструктуризация, способные повлечь за собой краткосрочный пересмотр цен акций компании. Стратегия следования за трендом (например, товарные торговые советники, СТА) – это инвестиционная стратегия, основанная больше на техническом анализе рыночных цен, чем на основных сильных сторонах компаний. На финансовых рынках трейдеры и инвесторы, придерживающиеся стратегии следования за трендом, считают, что цены со временем приобретают тенденцию к росту или падению. Они пытаются использовать данные рыночные тенденции, наблюдая за текущим направлением и используя его, чтобы принять решение, покупать или продавать.
Облигации инвестиционного уровня, спекулятивные облигации	Облигации инвестиционного уровня – облигации (государственные или корпоративные) с кредитным рейтингом, указывающим на сравнительно низкий риск дефолта. Спекулятивные облигации – облигации (государственные или корпоративные) с кредитным рейтингом, указывающим на сравнительно более высокий риск дефолта по сравнению с облигациями инвестиционной категории. Из-за повышенного риска дефолта по данным облигациям выплачивается больше дохода, чем по облигациям инвестиционной категории. Два основных крупных кредитных агентства – Standard & Poor's (S&P) и Moody's используют разные обозначения, которые состоят из заглавных и строчных букв А и В для обозначения рейтинга кредитного качества ценной бумаги. Обозначения S&P AAA и AA (высокое кредитное качество) и А и BBB (среднее кредитное качество) считаются инвестиционной категорией. Кредитный рейтинг облигаций с обозначениями BB, B, CCC и др. считается низким кредитным качеством и такие облигации обычно называются высокодоходными или бросовыми.
Соотношение цены и дохода	Оценочный показатель соотношения текущей цены акций компании по сравнению с доходом на акцию. Например, если компания продает акции по 43 евро, а доход за последние 12 месяцев составил 1,95 евро на акцию, соотношение цены и дохода акционерного капитала составляет 22,05 (43/1,95). В целом более высокое соотношение цены и дохода означает, что инвесторы ожидают роста дохода в будущем по сравнению с компаниями с более низким соотношением. Обычно более полезно сравнивать соотношения цены и дохода одной компании с другими компаниями из той же отрасли с рынком в целом или с собственными историческими показателями компании.
Purchasing Индексы менеджеров по закупкам (PMI)	Индикатор экономического здоровья производственного сектора. Индексы менеджеров по закупкам опираются на пять основных показателей: новые заказы, уровень запасов, производство, поставки и рабочая среда. PMI выше 50 отражает расширение производственного сектора по сравнению с предыдущим месяцем. Значение ниже 50 означает сокращение, а 50 указывает на отсутствие изменений.
Инвестиционный фонд недвижимости (REIT)	Ценная бумага, которая продается как акция на крупных фондовых биржах и инвестирует в недвижимость напрямую, посредством приобретения в собственность или ипотеки. REIT недвижимости инвестирует в недвижимость и приобретает ее (поэтому отвечает за недвижимость или ценность своих активов в недвижимости). Фонд получает свои доходы в основном в виде платы за аренду недвижимости. Ипотечный REIT осуществляет инвестиции и владеет недвижимостью. Эти REIT выдают займы владельцам недвижимости или покупают существующие ипотеки или обеспеченные ипотекой ценные бумаги. Их доходы в основном генерируются в виде процентов, которые они зарабатывают за ипотечные займы. Гибридные REIT объединяют в себе инвестиционные стратегии REIT недвижимости и ипотечных REIT, одновременно инвестируя в недвижимость и ипотеки.
Обзор SEB	Экономические прогнозы, подготовленные экономистами, стратегами и аналитиками банка SEB.
Инвестиционный обзор SEB	Публичное издание, подготовленное экономистами, стратегами и аналитиками банка SEB. Инвестиционный обзор предоставляет читателям углубленное исследование инвестиционного климата и перспективы развития семи классов активов. Кроме того, он содержит рекомендации относительно текущих рисков и возможностей в инвестировании. С полным текстом отчета можно ознакомиться на <a href="http://www.sebgroup.com">www.sebgroup.com</a>
Сворачивание мер ФРС США	Это выражение описывает решение Федеральной резервной системы США (Центробанка США) сократить объемы покупки долговых обязательств (количественного облегчения). Количественное облегчение – это монетарная политика центрального банка, иногда используемая для увеличения притока денег путем покупки государственных или других ценных бумаг на рынке. Количественное облегчение увеличивает приток денег путем накачивания финансовых учреждений капиталом, способствуя увеличению кредитования и ликвидности.
Прибыль	Доход на инвестицию. Означает проценты или дивиденды, полученные по ценным бумагам, и обычно выражается в процентах годовых на основании стоимости инвестиций, ее текущей рыночной стоимости или номинальной стоимости.

Вышеуказанная информация предоставлена только в справочных целях. Информация не является инвестиционной консультацией или предложением приобрести какой-либо продукт или услугу. Ни сам материал, ни описанные в нем продукты не предназначены для распространения или продажи на территории Соединенных Штатов Америки или среди постоянных жителей Соединенных Штатов Америки, так называемых резидентов США, и любое такое распространение может быть незаконным. SEB не несет ответственности за инвестиционные решения, принятые на основании вышеизложенной информации. Информация составлена на основе данных, полученных из источников, которые SEB считает надежными. SEB не отвечает за полноту или точность информации, а также за любые убытки, которые могут возникнуть в результате использования такой информации. Инвестиции в акции, фонды и другие ценные бумаги зависят от возможностей и рисков. Рыночная стоимость инвестиций может расти или падать. В некоторых случаях убытки могут превышать первоначальную сумму инвестиции. Если инвестиции осуществляются на иностранных рынках, ваша прибыль может зависеть от колебаний курсов валют.



Размер прибыли, достигнутый описанными инвестиционными продуктами и финансовыми индексами в предыдущие или будущие периоды, не является обещанием или указанием величины прибыли в будущие периоды.

Прежде чем принять инвестиционное решение, советуем тщательно проанализировать финансовые, юридические, нормативные, бухгалтерские и налоговые вопросы, связанные с инвестированием в фонд, и оценить все риски, которые связаны с инвестицией, а также соответствием и пригодностью инвестиции. В случае необходимости более подробные объяснения можно запросить у консультанта SEB, а в вопросах налогообложения следует обратиться к специалисту в соответствующей области. Общая информация об инвестициях, а также о ценных бумагах размещена на интернет-странице SEB по адресу: <https://www.seb.lt>

The logo for SEB, consisting of the letters 'S', 'E', and 'B' in a bold, white, sans-serif font, each separated by a vertical white line. The logo is centered within a solid green square background.

SEB