

Перспективы экономики и рынков

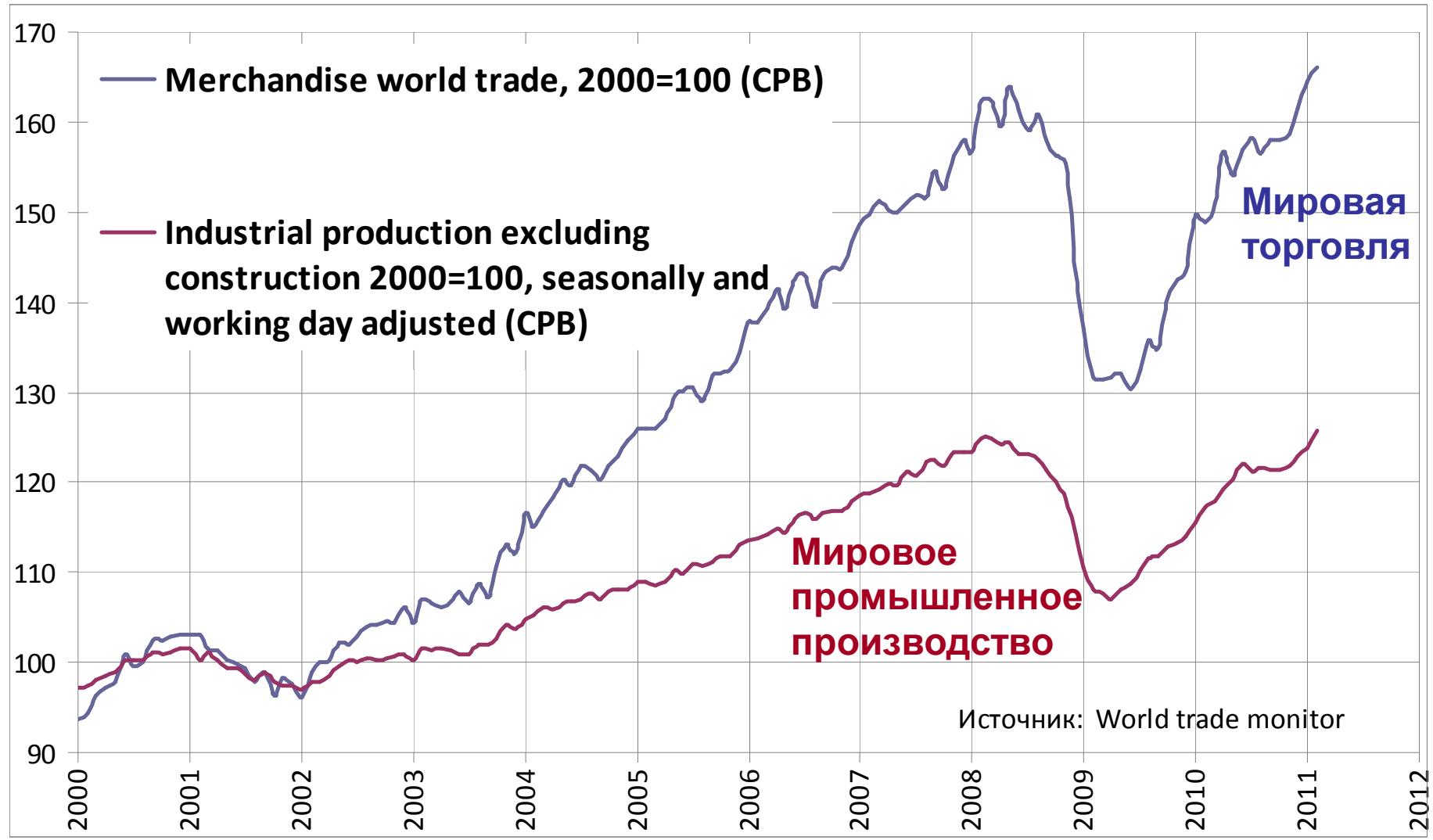
Тимофеев Д. В.

Преподаватель ПФ НИУ-ВШЭ

Аналитик УК «Парма-Менеджмент»

15 апреля 2011

V-образная траектория



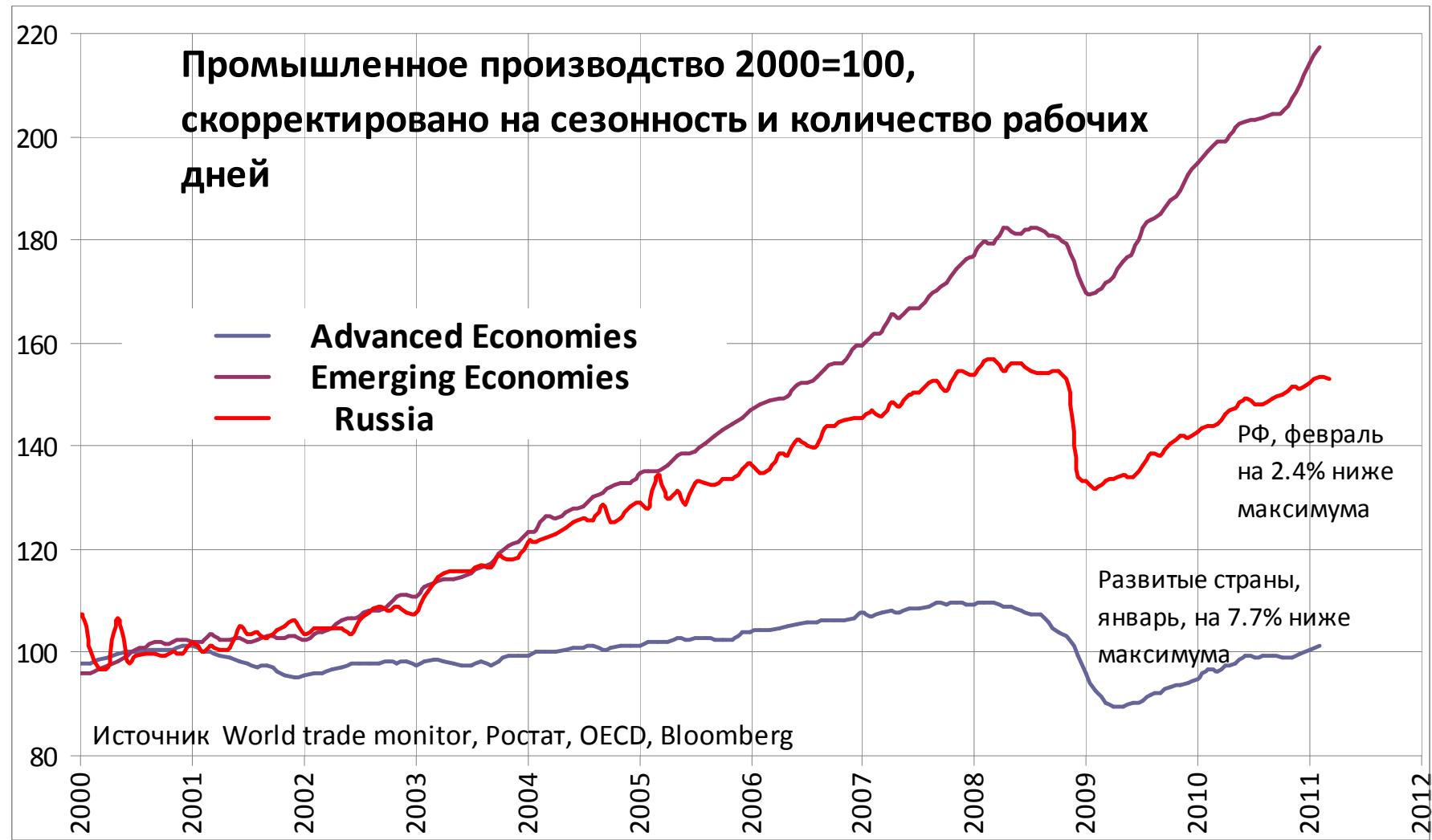
Опросы промышленности РФ: 4 ½ летний максимум

PMI обрабатывающих отраслей России банка HSBC

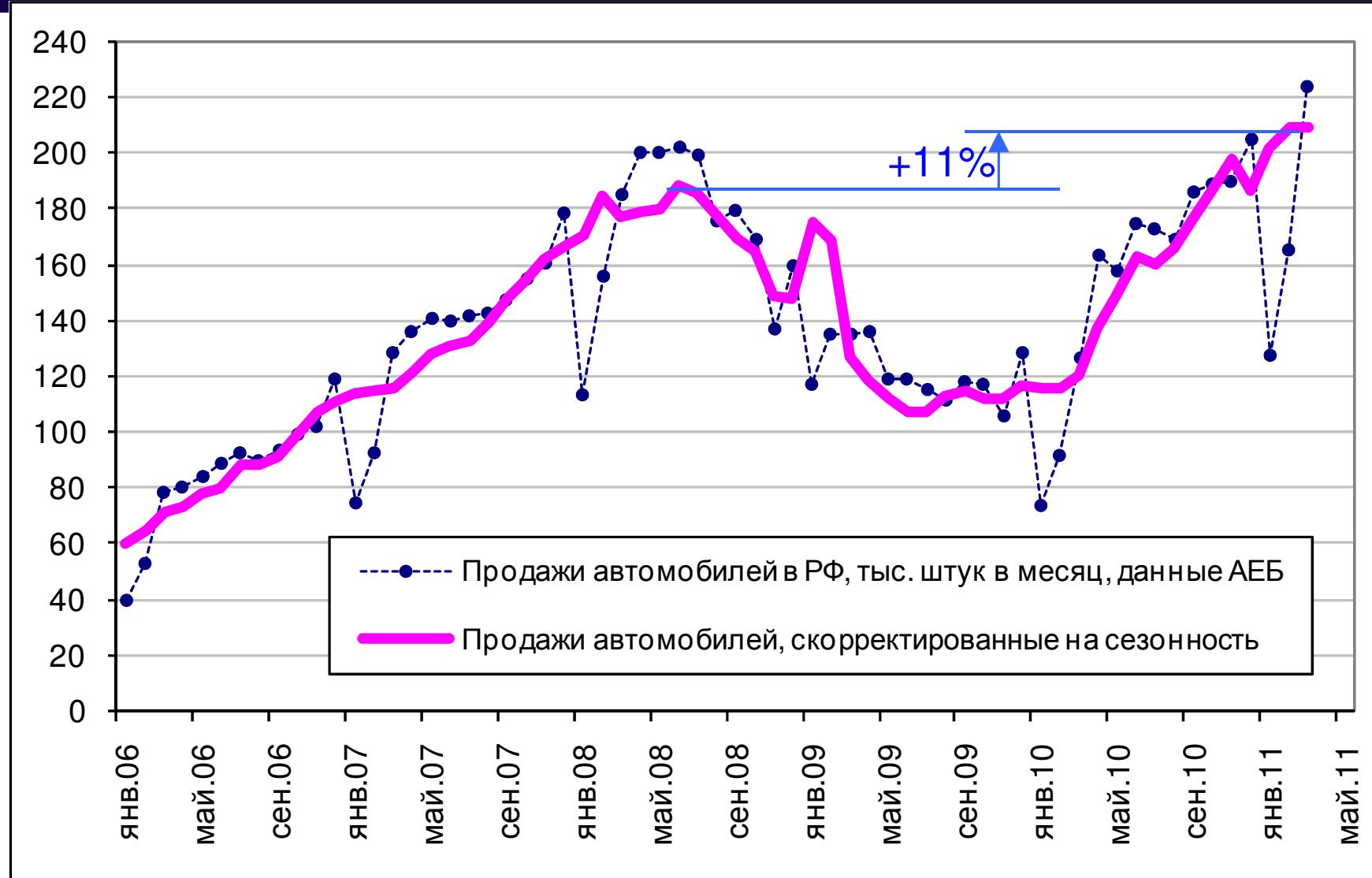


Данные: markiteconomics.com

Разные траектории



Продажи новых авто в РФ



Финал кризиса

- ❖ Экономика мира движется по траектории V.
- ❖ Разговоры про о L, W, U забыты
- ❖ Развивающиеся экономики лишь «икнули»
- ❖ Развитые страны будут дозагружать простаивающие мощности
- ❖ Российский ВВП растет 4-5%

- ❖ Кризис преодолен?

Когда следующий кризис?

- ❖ Кто говорит, что знает – либо шарлатан, либо ... Мессия
- ❖ Доктор может сказать, что инфаркт вероятен, но не может предсказать точное время удара
- ❖ В ближайшие годы кризис подобного масштаба маловероятен
- ❖ Может, 10 лет, а может, 30...

Угрозы экономике



Видимая угроза: долги периферийной Европы

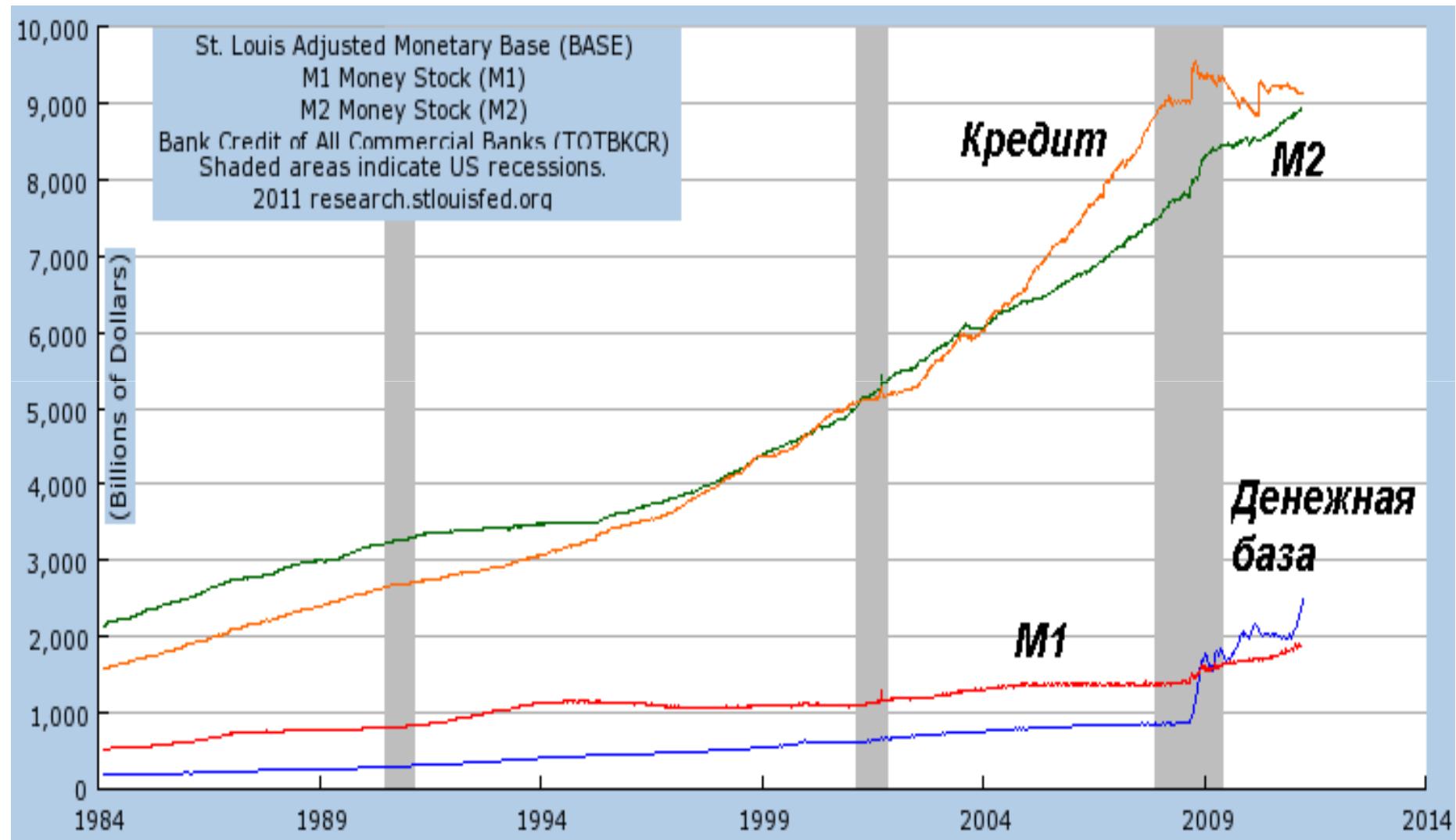
- Не проблема, если не затронет финансовую систему



Гипотетические угрозы: монетарные ошибки, падение метеорита, война, нашествие мутантов

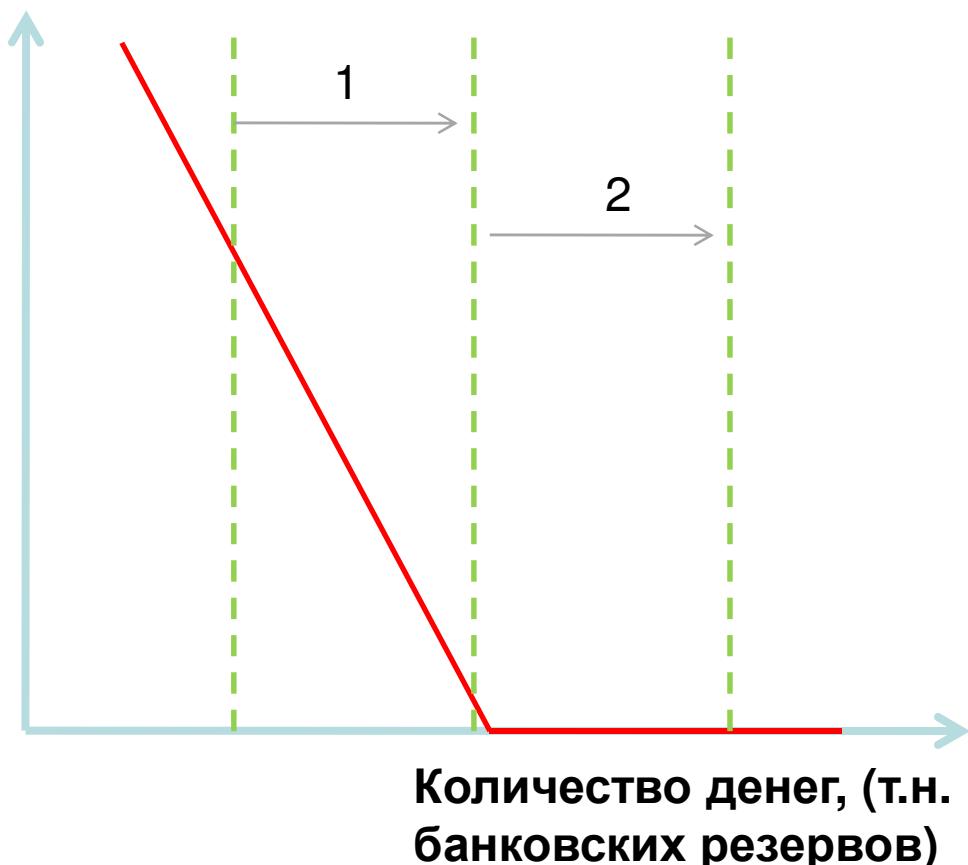
- Если можете угадать подобные события

США печатают доллары... Какие доллары?



QE-2: зачем печатают

Ставка процента



Логика: предложение денег -> ставка -> инвестиционная активность -> рост ВВП

- «Ловушка ликвидности» - ниже нуля ставка не падает
- Если на нуле Центробанк может умыть руки?
- Нет, можно попробовать напечатать еще

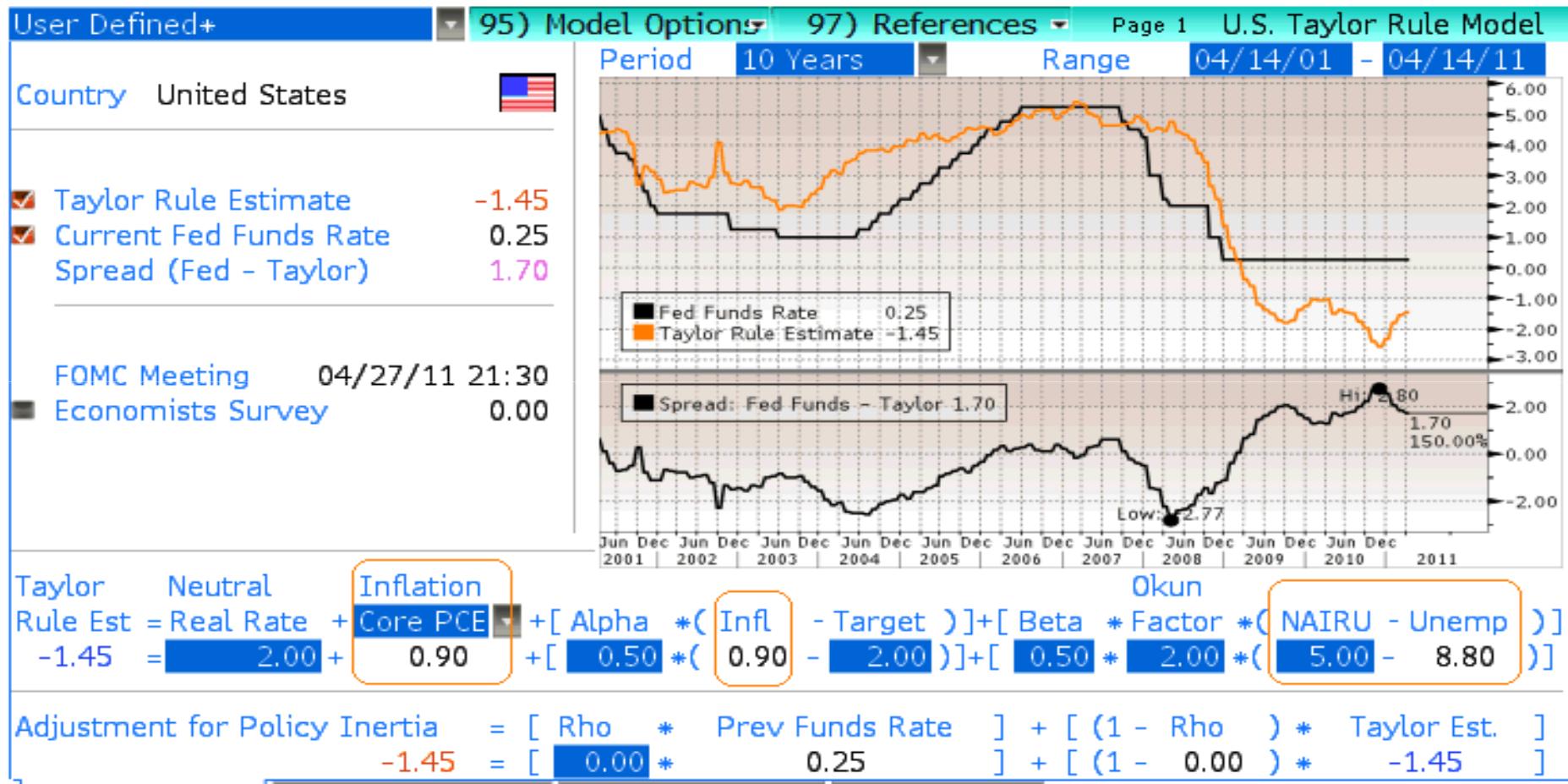
Цели ФРС: безработица и инфляция



Правило Тейлора

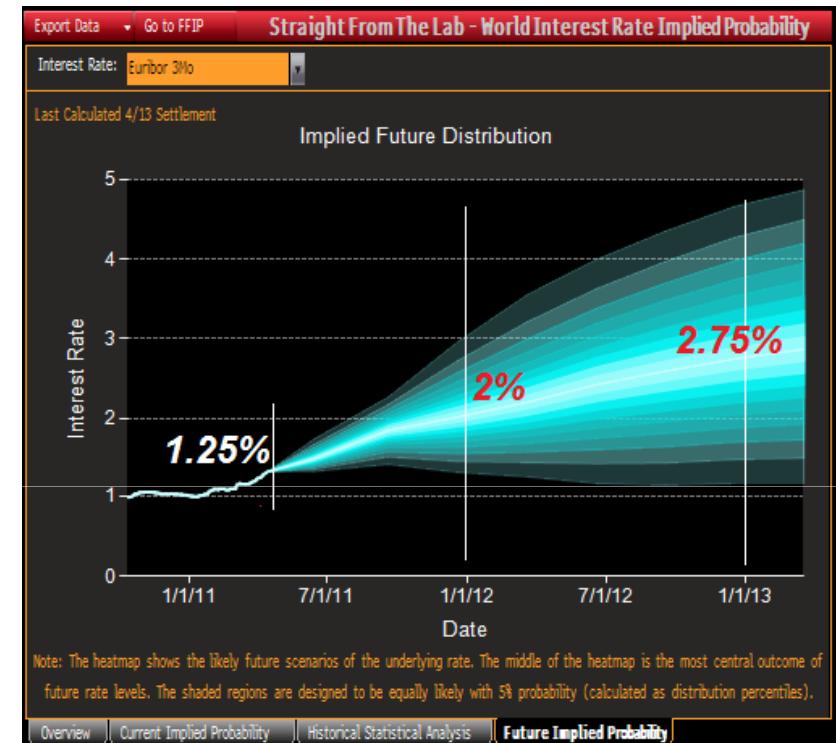
<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

EquityTAYL



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.
 SN 157580 GMT+5:00 H819-1215-3 14-Apr-2011 14:45:40

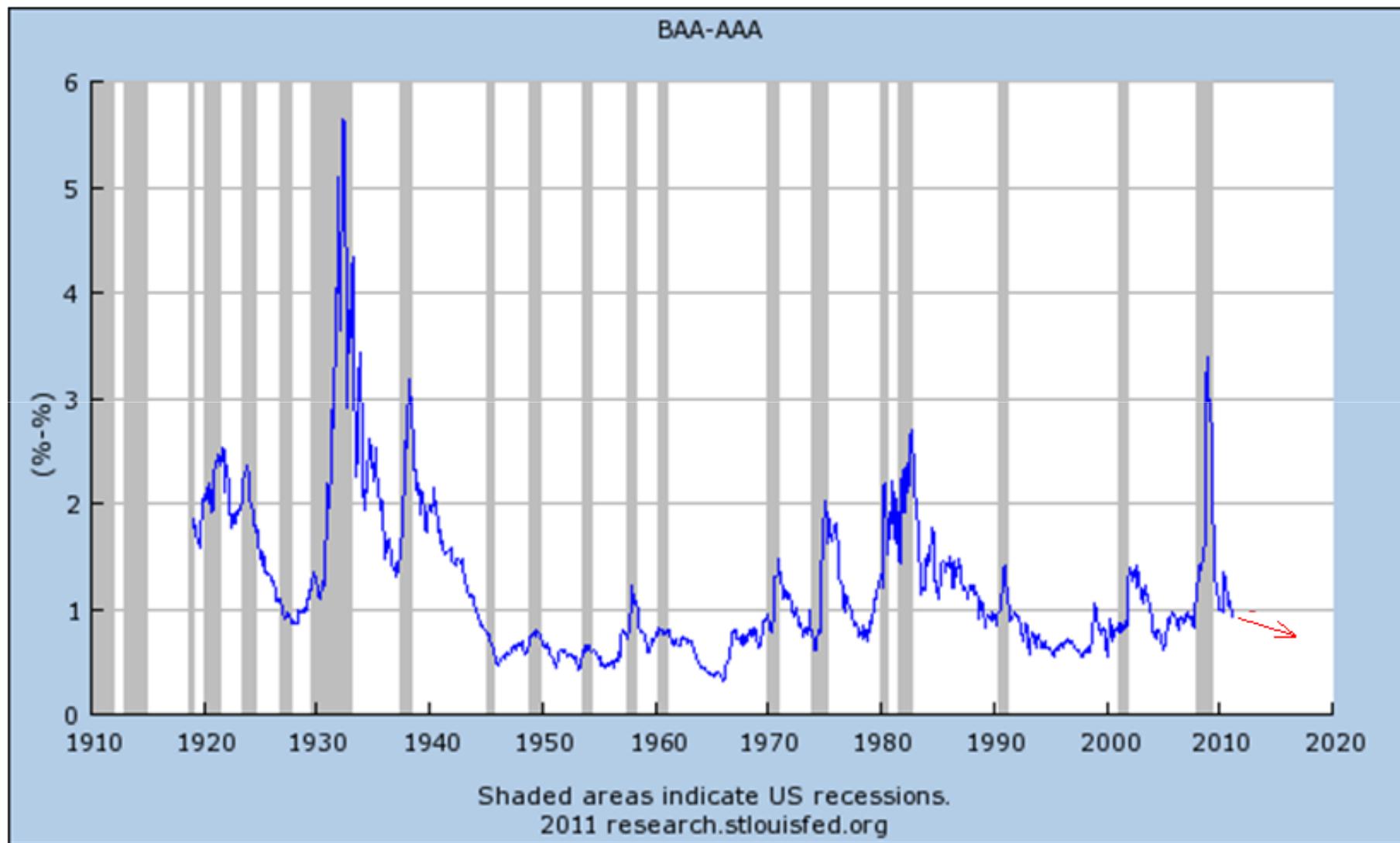
ЕЦБ повышает ставки



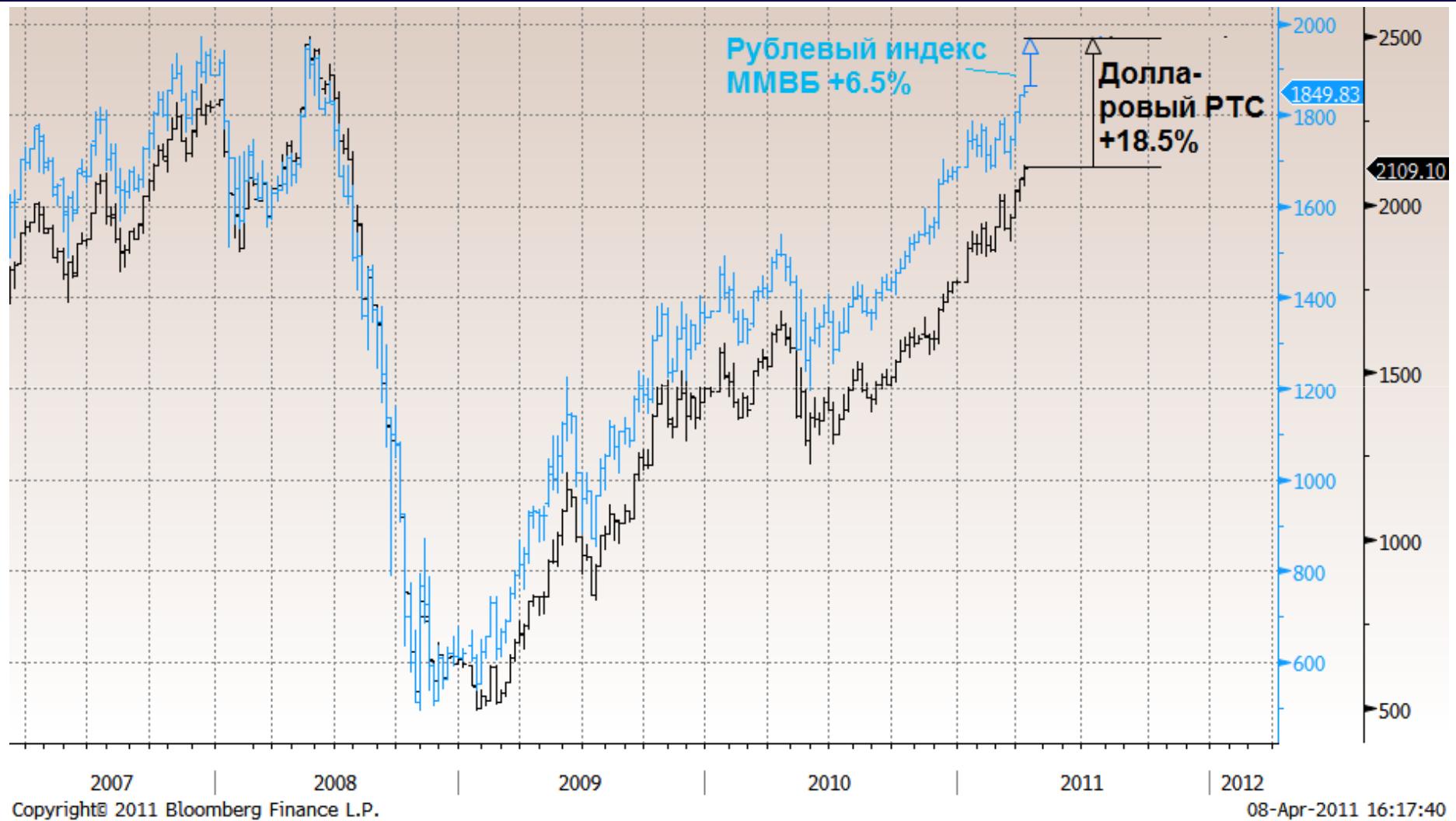
Безработица Евросоюза:

Франция 9.6%, Италия 8.5%, Испания 20%,
Греция 14.2%, Ирландия 14.7%, Португалия 11%

Рисковые спреды: индикатор страха



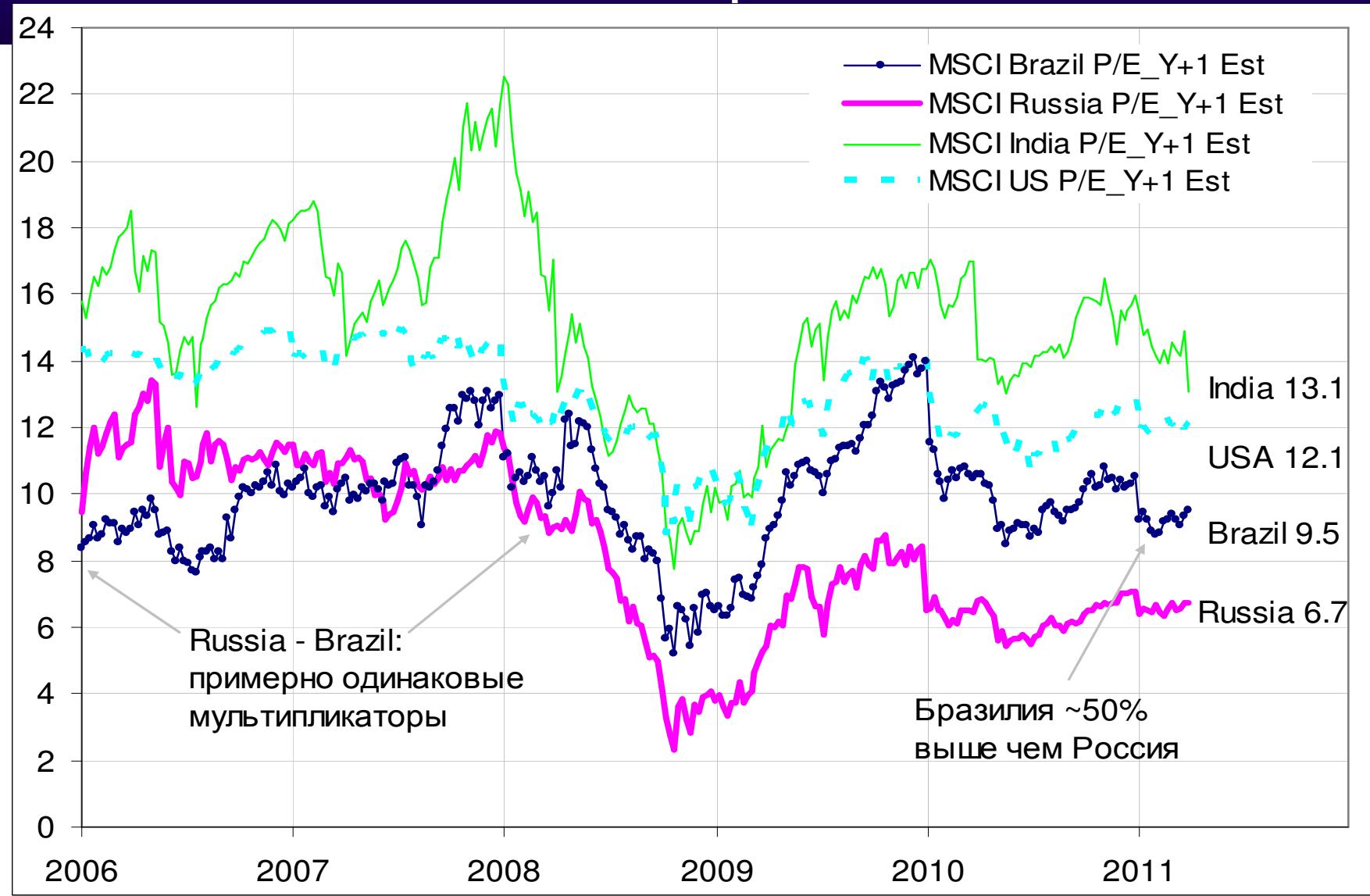
Осталось до максимума



Акции дороги (+6.5% до макс.)

- Максимум индекса ММВБ 1970.5 (12-дек-07)
- С этой точки цены выросли на 39.3% (мар-11)
- Эквивалентный уровень ММВБ 2745 п. до него рasti 48.5%
- Уровни сопротивления только *техническим аналитикам* оперирующим *рублевыми графиками*.
- На рынке акций РФ доминируют иностранцы, им не важен индекс ММВБ.

Российские акции: отстаем?



Российский p/e₂₀₁₁ =6.7

- ❖ Единственные страны с таким низким мультипликатором: Пакистан и Румыния
- ❖ Развивающиеся рынки ~10-13 по p/e, что на 50%+ выше
- ❖ Это «рыночная ошибка» и классический случай «покупай пока дешево»?
- ❖ Если нет, тогда почему Россия должна торговаться так дешево?

Аргументы против «покупать»

Зависимость от нефти	Норвегия? Великобритания или Дания? Нефть это не «проклятье», а может быть благословлением
Коррупция, бюрократия	Бразилия находится чуть ниже, чем Россия на рэнкинге “Doing business” Всемирного банка
Медленный рост экономики	Тогда зашортите США и купите Китай... Рост ВВП не имеет устойчивой корреляции с доходностью акций
Политический риск	Революции и национализации в России не просматриваются

Газпром, прибыль 2012 ≈ \$40 bn. ~ #1 в мире.

<HELP> for explanation.

Equity SCRE

<Menu> to edit screening criteria

95) Output ▾ 96) Actions ▾ 97) Rank Results 500 securities

Equity Screening

Top 500 Global Companies by Market Cap

	Add Column		Ticker	Short Name	Last Px	Market Cap ↑	Est P/E Nxt Yr	BEST P/B:Q	Assets - 1 Yr Growth	Debt/Cap LF	YTD Tot Ret	52wk High Chg Pct	Dvd Est Yld	Fields
1)	XOM	US	EQUON MOBIL CORP		84.87	420.84B	10.07	2.78	29.65	8.95%	16.68%	-4.02%	2.19%	
2)	857	HK	PETROCHINA CO-H		12.04	329.78B	10.85	N.A.	14.22	18.78%	18.50%	-0.99%	3.85%	
3)	AAPL	US	APPLE INC		341.19	314.33B	12.88	5.35	60.85	0.00%	5.78%	-5.57%	0.00%	
4)	601398	CH	IND & COMM BK-A		4.50	255.01B	6.72	N.A.	14.20	60.15%	6.13%	-9.32%	5.00%	
5)	BLT	LN	BHP BILLITON PLC		2532.00	251.72B	8.38	N.A.	20.50	21.87%	0.44%	-5.10%	2.31%	
6)	PETR4	BZ	PETROBRAS-PREF		28.61	251.56B	9.12	1.31	50.45	27.54%	5.40%	-21.07%	2.84%	
7)	BHP	AU	BHP BILLITON LTD		47.47	251.41B	10.06	N.A.	20.50	21.87%	5.94%	-1.57%	1.96%	
8)	939	HK	CHINA CONST BA-H		7.52	239.91B	8.20	2.16	12.33	55.10%	7.89%	-8.48%	4.29%	
9)	RDSA	LN	ROYAL DUTCH SH-A		2287.00	232.16B	8.00	1.50	10.40	22.84%	8.22%	-0.20%	4.58%	
10)	GE	US	GENERAL ELECTRIC		20.53	218.00B	12.60	1.74	-3.92	76.81%	13.01%	-6.05%	2.72%	
11)	CVX	US	CHEVRON CORP		108.23	217.27B	8.87	1.99	12.24	9.78%	19.49%	-1.21%	2.79%	
12)	MSFT	US	MICROSOFT CORP		25.55	214.68B	9.24	4.33	12.44	16.63%	-7.91%	-19.32%	2.44%	
13)	BRK/A	US	BERKSHIRE HATH-A	124653.00	205.50B	16.91	1.28	25.28	26.44%	3.49%	-4.64%	0.00%		
14)	IBM	US	IBM		164.25	200.31B	11.34	8.73	4.06	55.26%	12.36%	-2.06%	1.63%	
15)	NESN	VX	NESTLE SA-REG		53.10	199.17B	14.46	N.A.	0.65	24.31%	-3.01%	-7.12%	3.68%	
16)	GAZP	RM	GAZPROM		238.00	199.17B	4.93	N.A.	7.26	17.13%	22.92%	-0.14%	1.67%	
17)	941	HK	CHINA MOBILE		73.65	190.10B	9.96	N.A.	14.72	5.59%	-4.60%	-13.15%	4.34%	
18)	GOOG	US	GOOGLE INC-CL A		587.68	189.37B	14.69	3.81	42.85	6.97%	-1.06%	-7.96%	0.00%	
19)	HSBA	LN	HSBC HLDGS PLC		647.60	184.92B	9.19	1.39	3.82	65.13%	0.66%	-11.41%	4.18%	
20)	JPM	US	JPMORGAN CHASE		46.34	184.60B	8.29	1.04	4.21	81.42%	9.95%	-4.16%	1.48%	

Analyze Stats: Min Max Avg Std Dev More... Grouping None Zoom 100% ▾

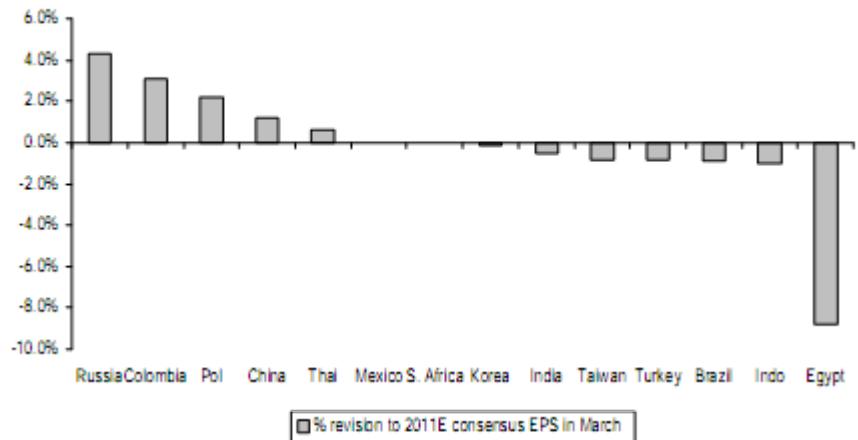
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000

Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.

SN 157580 H835-1215-2 05-Apr-2011 09:06:19

Пересмотр ожиданий

Figure 1: 2011E consensus EPS revisions in the month of March



Source: IBES, Credit Suisse estimates



Аналитики
активно
пересматривают
прогнозы

Рост котировок
подкреплен
«положительным
сюрпризом»
(на нефти)

Консенсус: нефть >\$100/баррель

<HELP> for explanation.

Index **CPF**

Right click on summary data or analyst estimates for historical price graph

95) Chart		96) Contributors	97) Histogram	98) Download	Page 1/3	Commodity Price Forecast			
ICE Brent				As Of	04/15/11	Ticker	Type	Actual	
						2011	2012	2013	2014
			Median		103.00	105.00	105.00	105.00	
			Mean		100.50	102.14	103.25	108.52	
			Bloomberg Wgt Avg		106.66	105.58	106.46	109.36	
			High		121.00	120.00	125.00	130.00	
			Low		71.80	72.00	78.00	90.00	
			Current Fwd		116.92	116.34	111.32	107.77	
	Firm	33 Analyst(s)	As Of		2011	2012	2013	2014	
1)	Standard Bank PLC	J. Zhang	04/07/11		110.00	115.00			
2)	RBC Capital Markets	G. Pardy	04/05/11		106.00	112.00			
3)	Commerzbank AG	E. Weinberg	04/04/11		103.00	92.00			
4)	Raiffeisen Bank International AG	H. Loacker	03/30/11		103.00	102.00	110.00		
5)	Deutsche Bank AG	A. Sieminski	03/30/11		117.50	117.50	120.00	122.50	
6)	HSH Nordbank AG	S. Diek	03/28/11		105.00	115.00			
7)	Barclays PLC	B. Comdty	03/24/11		112.00	105.00	125.00	130.00	
8)	Societe Generale	M. Wittner	03/21/11		109.50	110.00	114.00	118.00	
9)	Credit Suisse Group AG	J. Azria	03/18/11		106.51	100.50			
10)	Toronto-Dominion Bank/Toronto	B. Melek	03/14/11		104.00	105.00	105.00	105.00	
11)	Macquarie Capital USA Inc	J. Stuart	03/14/11		117.00	120.00	119.00		
12)	Toronto-Dominion Bank/Toronto	D. Bouckhout	03/14/11		104.00	105.00	105.00	105.00	

41) Quarterly Forecast 42) Yearly Forecast

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2011 Bloomberg Finance L.P.
SN 157580 GMT+5:00 H819-1215-1 15-Apr-2011 08:25:40

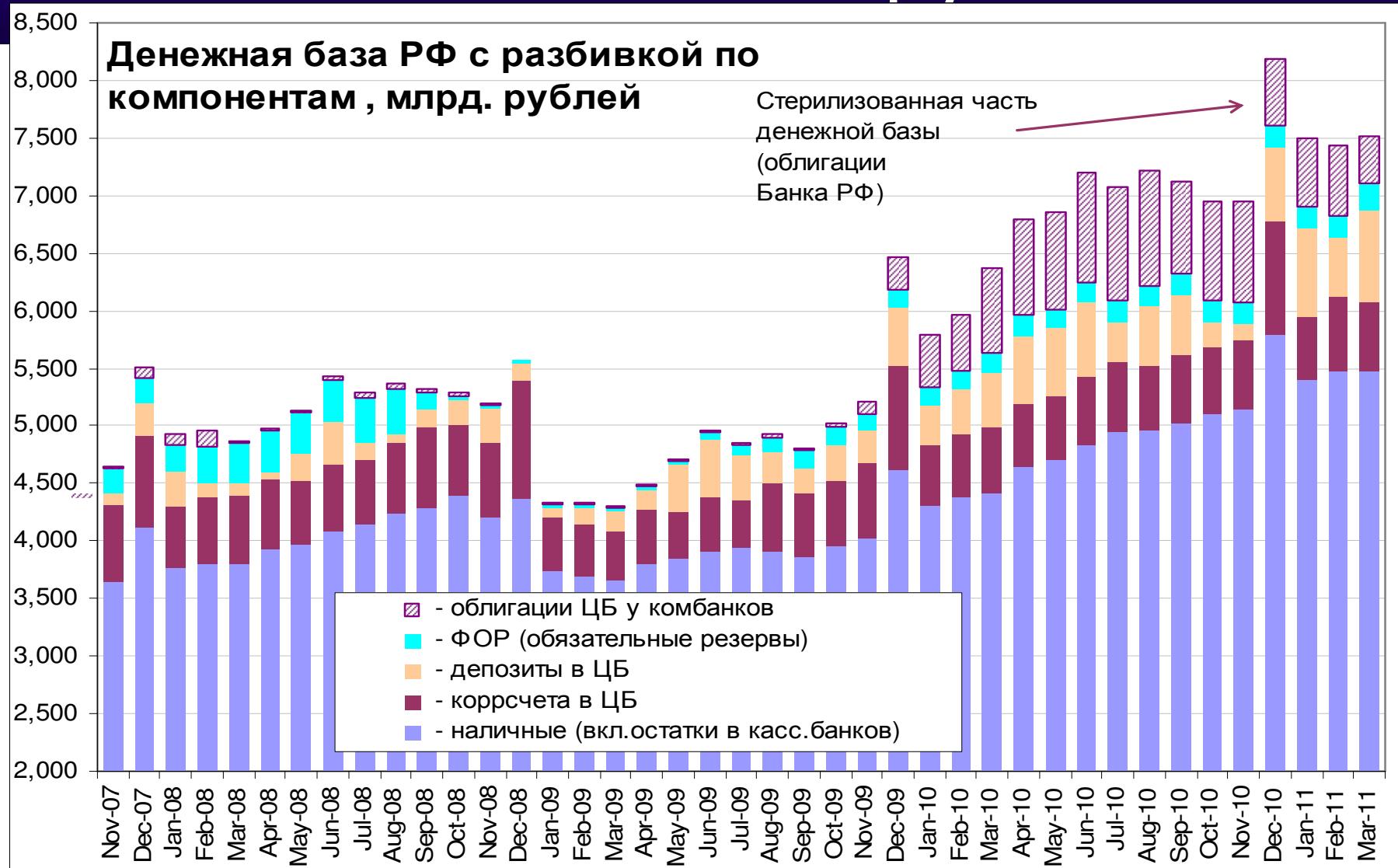
Смена моды



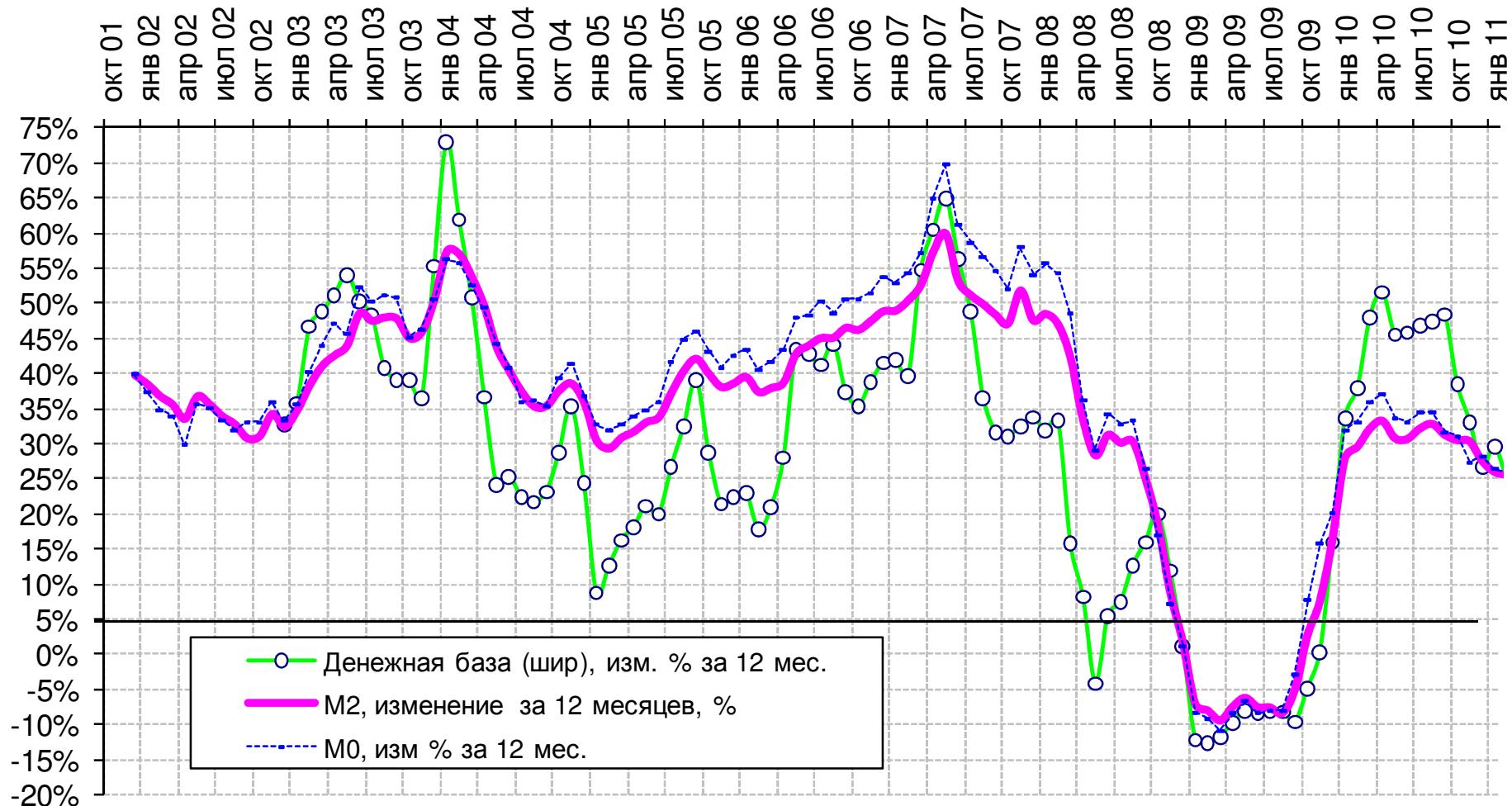
Цель по индексу ММВБ на 2012год – 2853 п. +54%

Акция	Вес	Цена, руб	Справедл.2012	Потенциал	Комментарий
Газпром	15.9	241	518	115%	ДДП
ЛУКОЙЛ	14.9	2052	3280	60%	ДДП
Сбербанк	12.7	108	173	60%	P/E_2012=12
Норникель	9.8	7644	9555	25%	P/E_2012=10
Роснефть	5.9	268	351	31%	P/E_2012=12
Новатэк	5.1	388	416	7%	P/E_2012=15
Сургутнефтегаз	3.6	31	49	57%	По аналог. с ЛУКОЙлом
МТС	3.5	261	368	41%	P/E_2012=10
Татнефть	3.5	194.0	268.6	38%	P/E_2012=9
Северсталь	3.2	563.5	688.1	22%	P/E_2012=10 + Нортголд
Русгидро	2.4	1.47	2.85	94%	Условн.ДДП
Уралкалий	2.4	245.2	330	35%	Условн.ДДП
Полюс-золото	2.4	1722	1757	2%	P/E_2012=15
ВТБ	2.2	0.099	0.124	26%	P/BV=1.9
НЛМК	1.7	121.0	112.60	-7%	P/E_2012=12
ФСК	1.7	0.40	0.70	75%	ДДП
Сургутнефтегаз-пр.	1.3	17.3	27.2	57%	По аналог. с ЛУКОЙлом
Полиметалл	1.3	593	613	3%	P/E_2012=15
МРСК-Холдинг	1.1	4.64	7.73	67%	P/E_2012=9
Сбербанк-пр.	0.9	74.3	118.9	60%	P/E_2012=12
Транснефть-пр.	0.9	45899	73000	59%	ДДП
ММК	0.7	30.4	33.1	9%	P/E_2012=10
ИнтерРАО	0.5	0.0	0.064	56%	Условная оценка
Распадская	0.5	196	230	18%	P/E_2012=10
Газромнефть	0.5	148	255	72%	P/E_2012=10
Уралсвязьинформ	0.3	1.65	2.73	65%	Сравнит.оц. объед.RTKM
Мосэнерго	0.3	3.03	2.75	-9%	P/E_2012=10
Ростелеком	0.3	173	226	30%	Сравнит.оц. объед.RTKM
Аэрофлот	0.3	73.0	97.4	33%	P/E_2012=10
ОГК-3	0.3	1.3	3.5	160%	EV/мощность=\$500/кВт

Как “печатают” рубли..



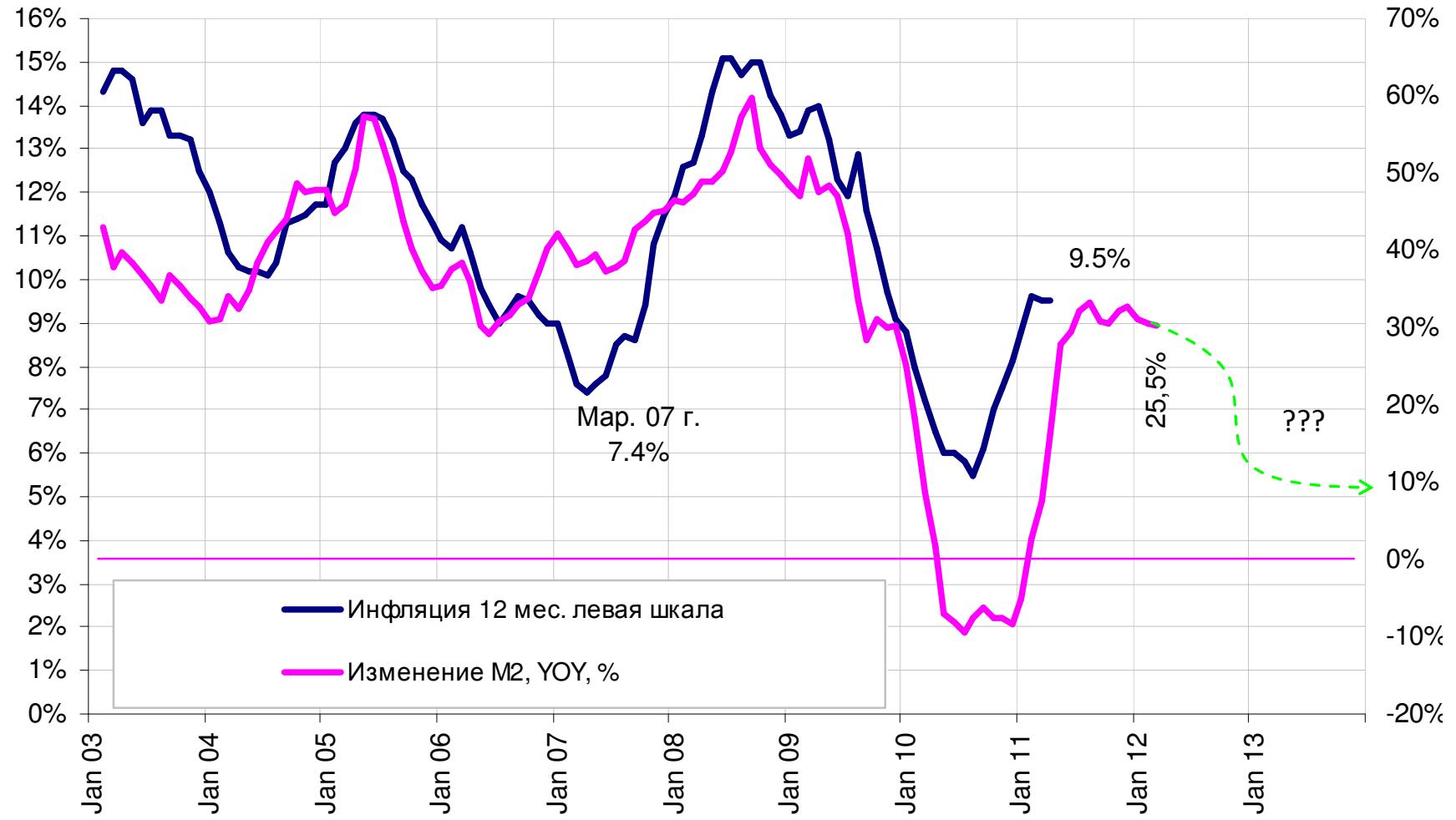
Денежная база, M0, M2 синхронны



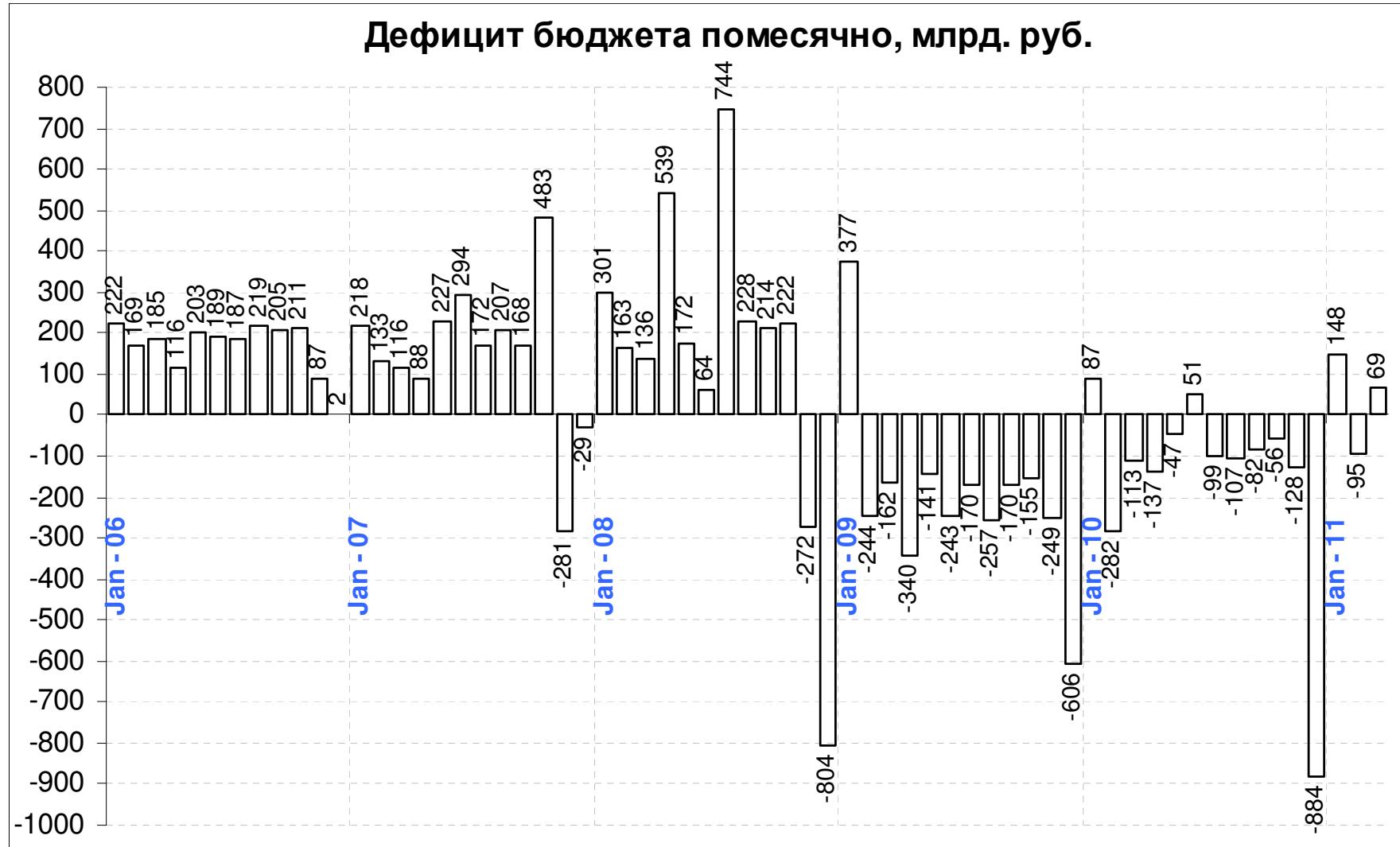
В отличие от США...

Инфляция в РФ

Сравнение 12-ти мес. темпов изменения агрегатов М2 и инфляции
Данные по М2 сдвинуты на 14 месяцев вперед



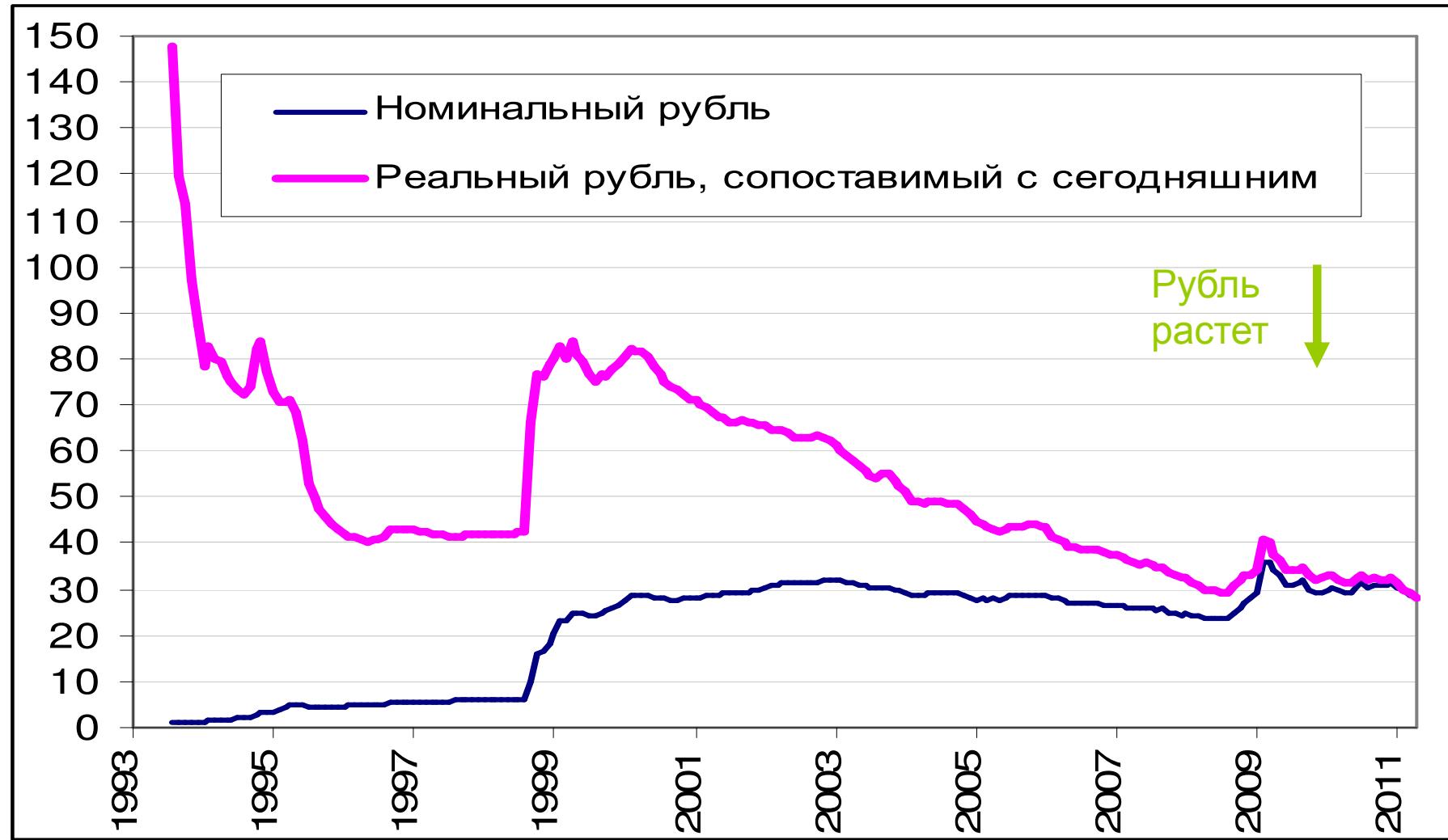
Два+ года дефицита закончились



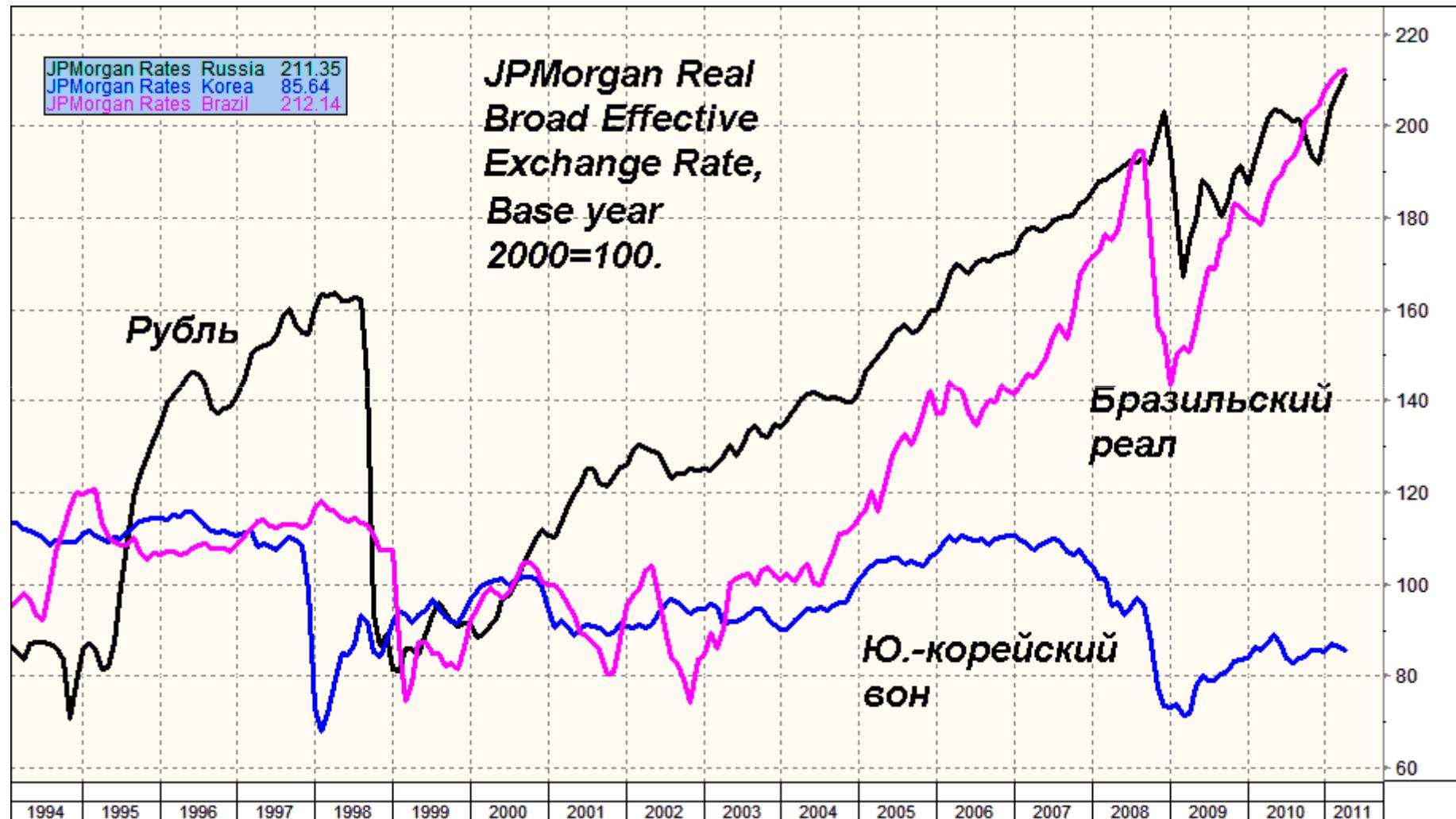
23 руб/\$ в 2008

- Рублевые цены с авг.08 по мар.2011 выросли на 27%
- Долларовая инфляция 1.9% (цены падали в конце 2008)
- $23 \text{ руб.}/\$ * (1+27\%)/(1+1.9\%) = 28.66$
- Текущий курс 28.06 руб./\$
- Курс рубля СЕЙЧАС на максимуме!

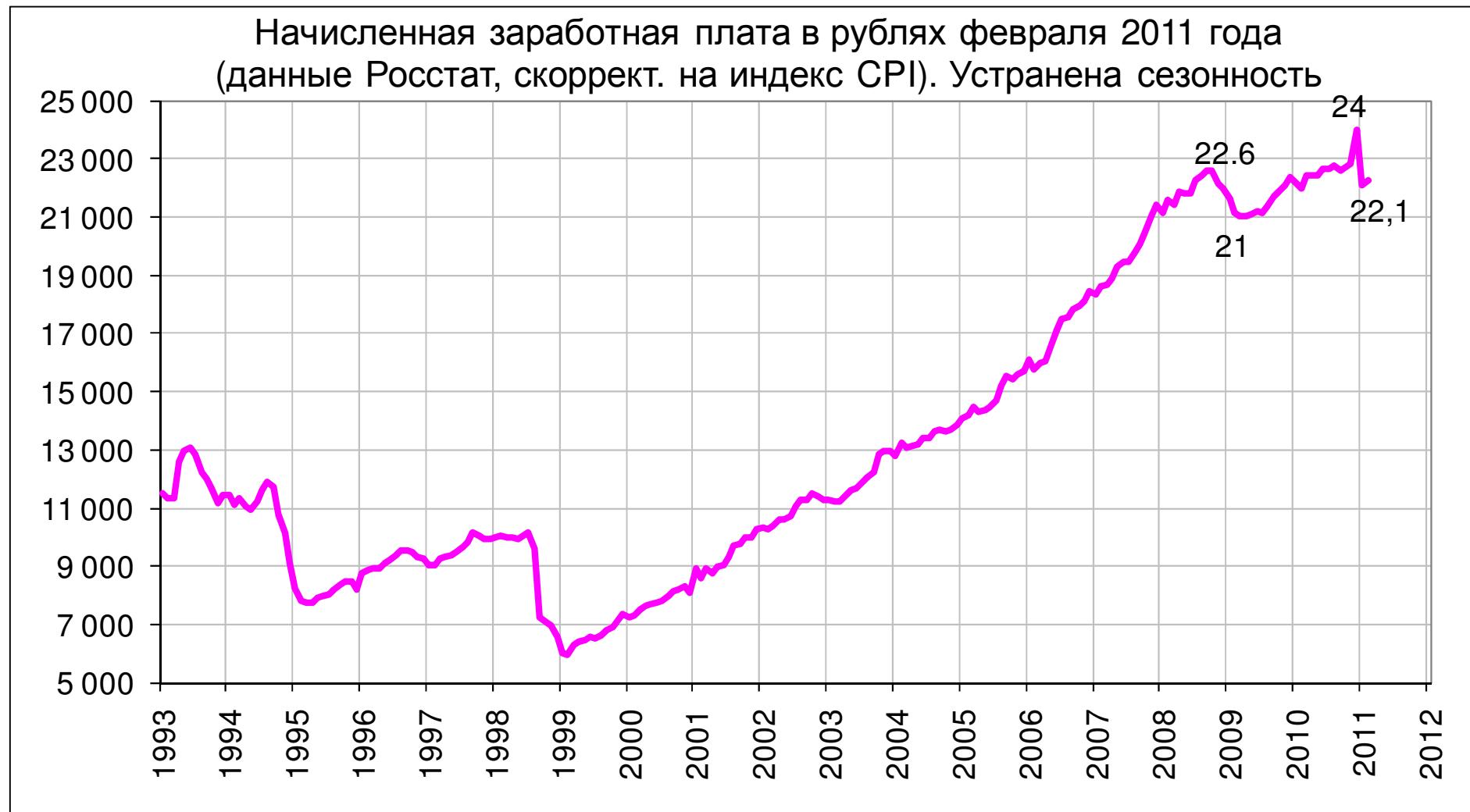
Рубль реальный и номинальный



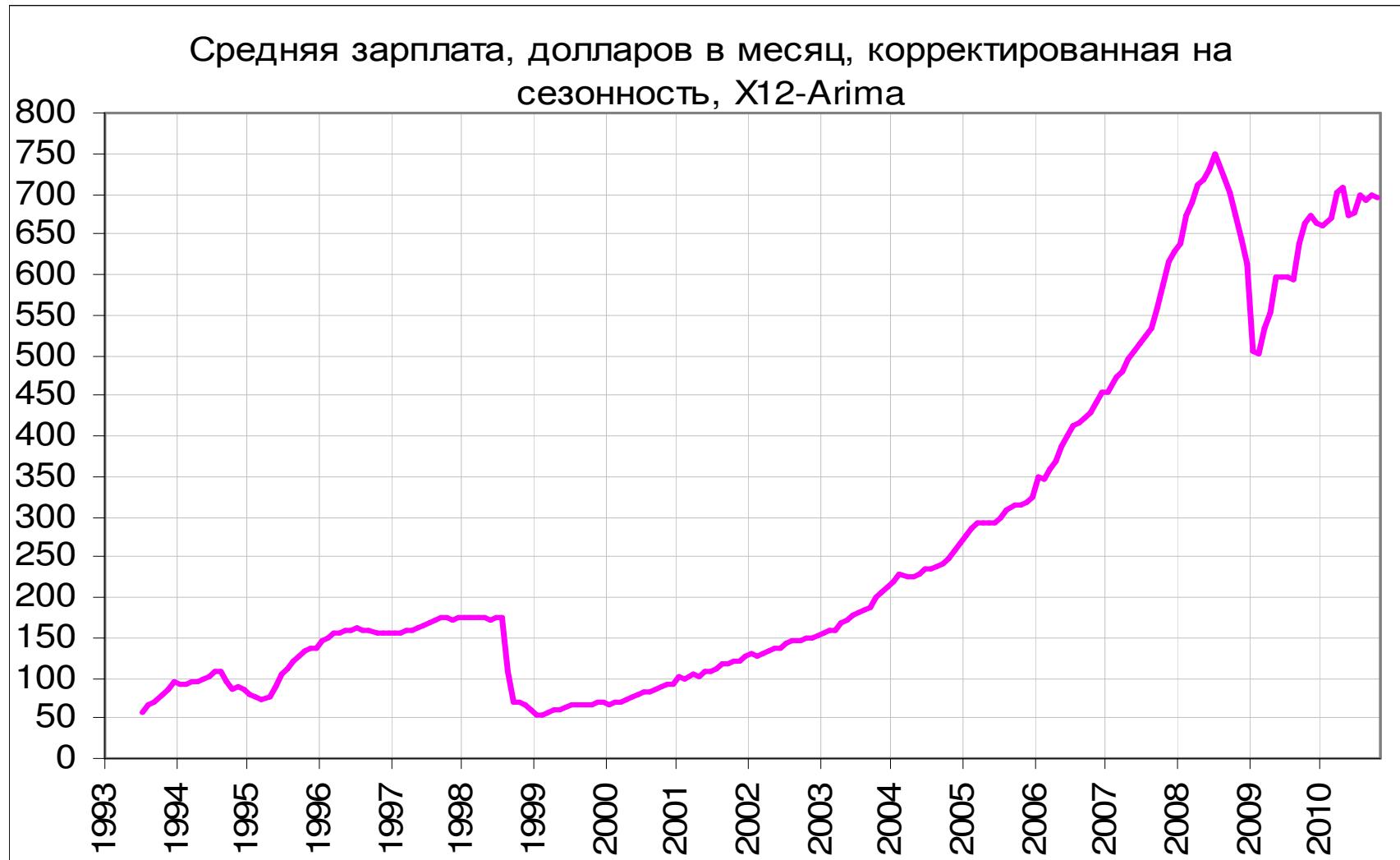
Рубль дорогой? А реал?



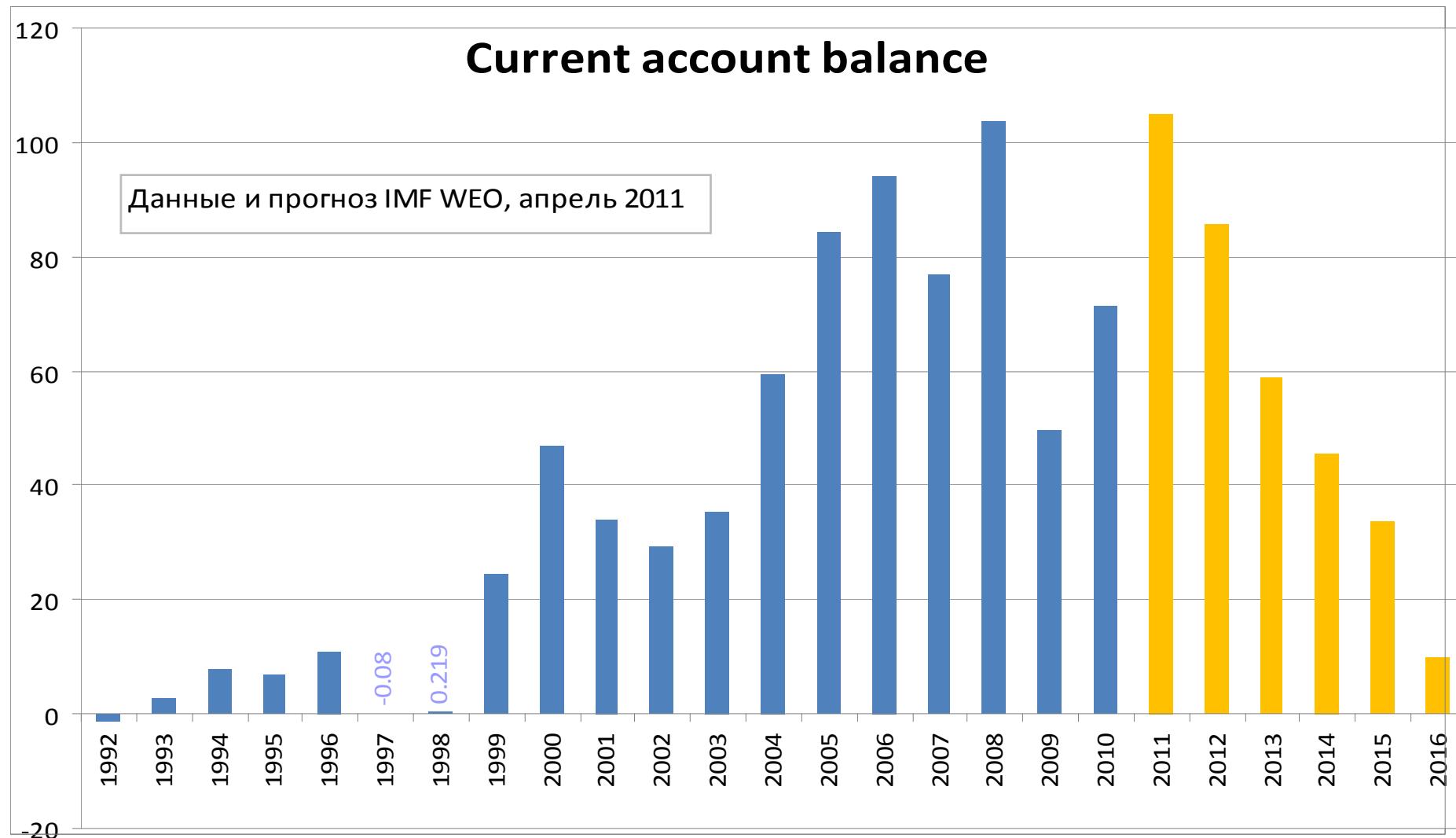
Реальная зарплата в РФ



Долларовая зарплата россиян



$$CA = NX + NIRA = - KA$$



Что давило рубль раньше?

⌚ Огромный, хронический профицит счета текущих операций ушел на

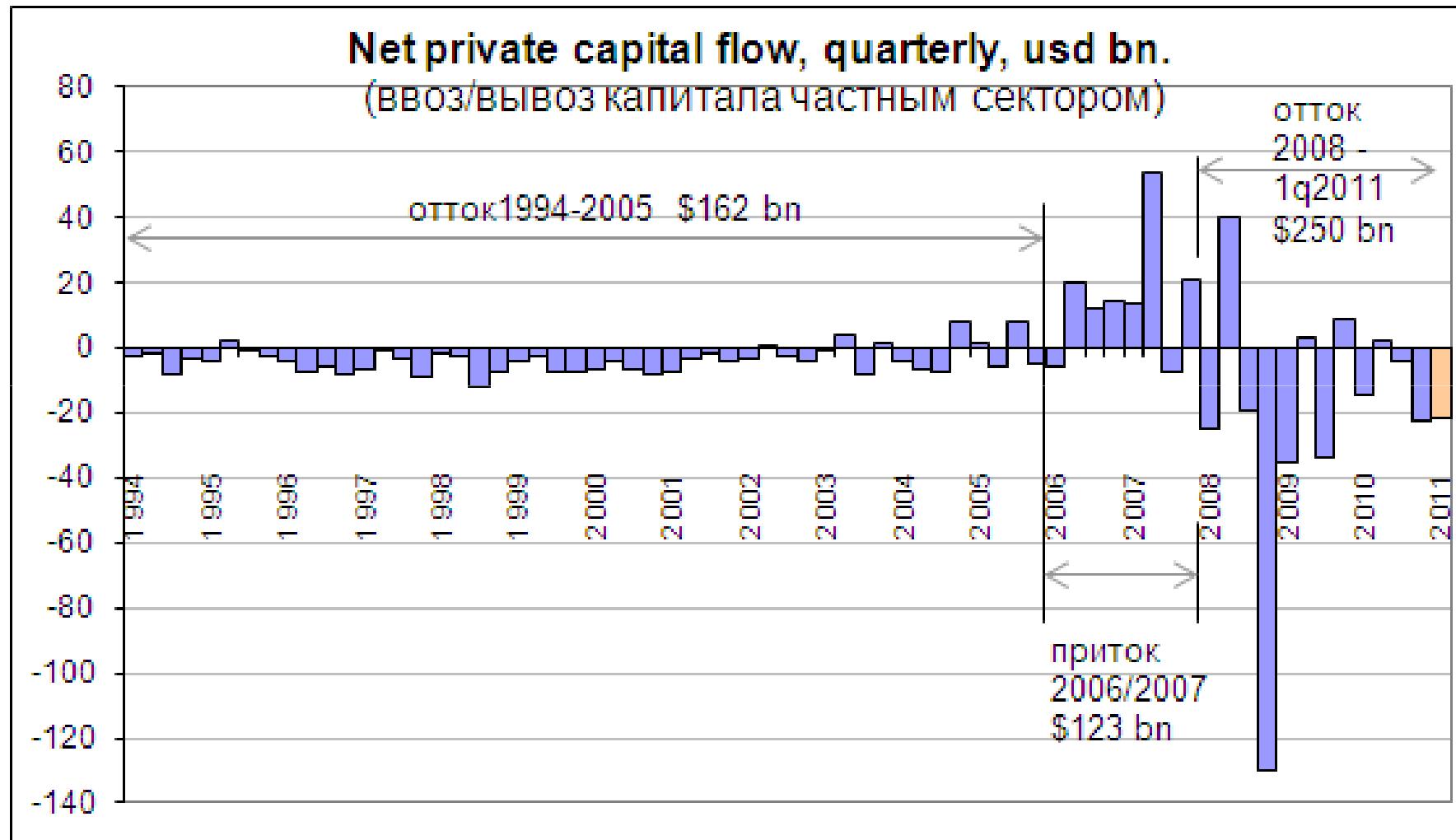
- Выплату долга СССР/РФ (~\$130 млрд.)
- Накопление резервов Центробанка (~\$500 млрд.)
- Бегство частного капитала и долларизация страны (~\$270 млрд.)

Прогноз курса рубля



- Факторы, давившие на рубль исчезают:
 - Внешний госдолг мал
 - Россия движется к «свободному плаванию» рубля и сокращает интервенции
 - «Отток» частного капитала может обернуться «притоком» как в 2006-2007
- Если так, внешний баланс может быть достигнут ростом импорта – реальное (и номинальное?) укрепление рубля должно продолжиться.
- Прогноз – около 28-29 руб./\$ на 2011/2012 с широкой волатильностью в обе стороны

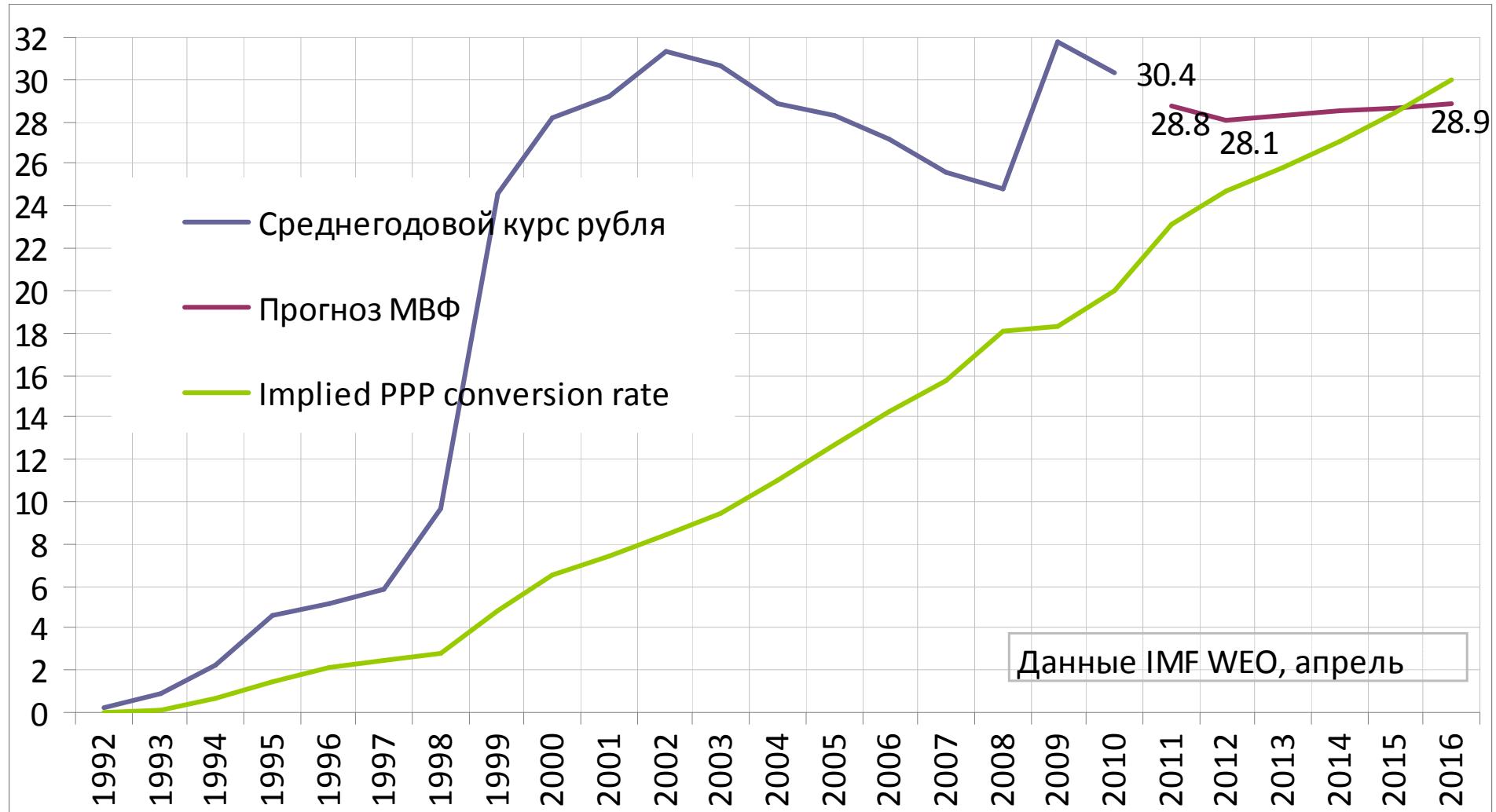
Отток капитала



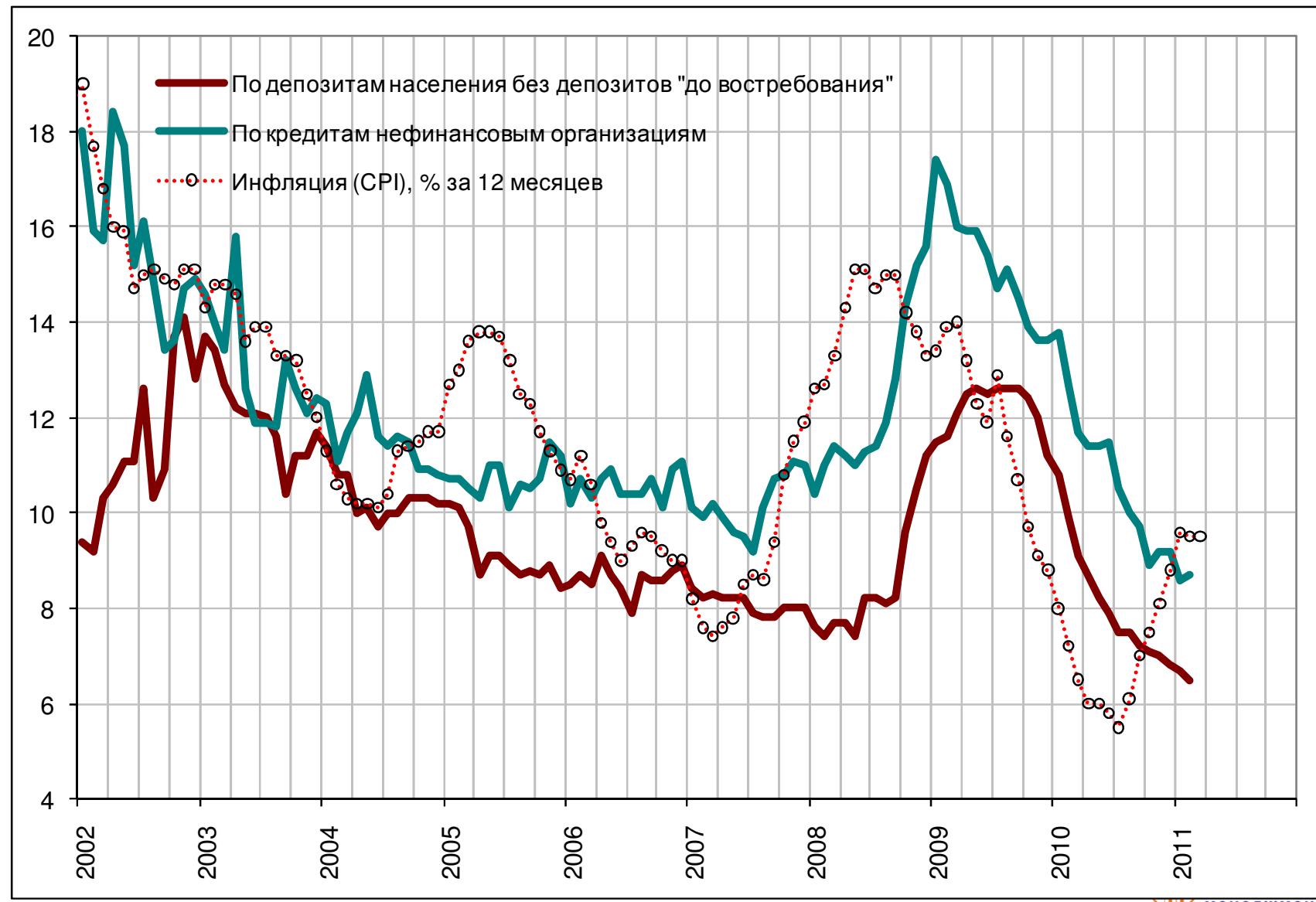
Приток/отток – misnomer

- Если «Транснефть» заняла за рубежом и потратила в РФ - это приток. Построив на эти деньги ВСТО, «Транснефть» отдает кредит – это отток
- «Гидравлические» термины в платежном балансе не верны – лучше говорить о «профиците» или «дефиците» счета частного капитала
- В минусе по этому счету нет ничего страшного – деньги не бегут от Путина/Медведева и инвестклимат в России не ухудшается (хотя он и не хорош).

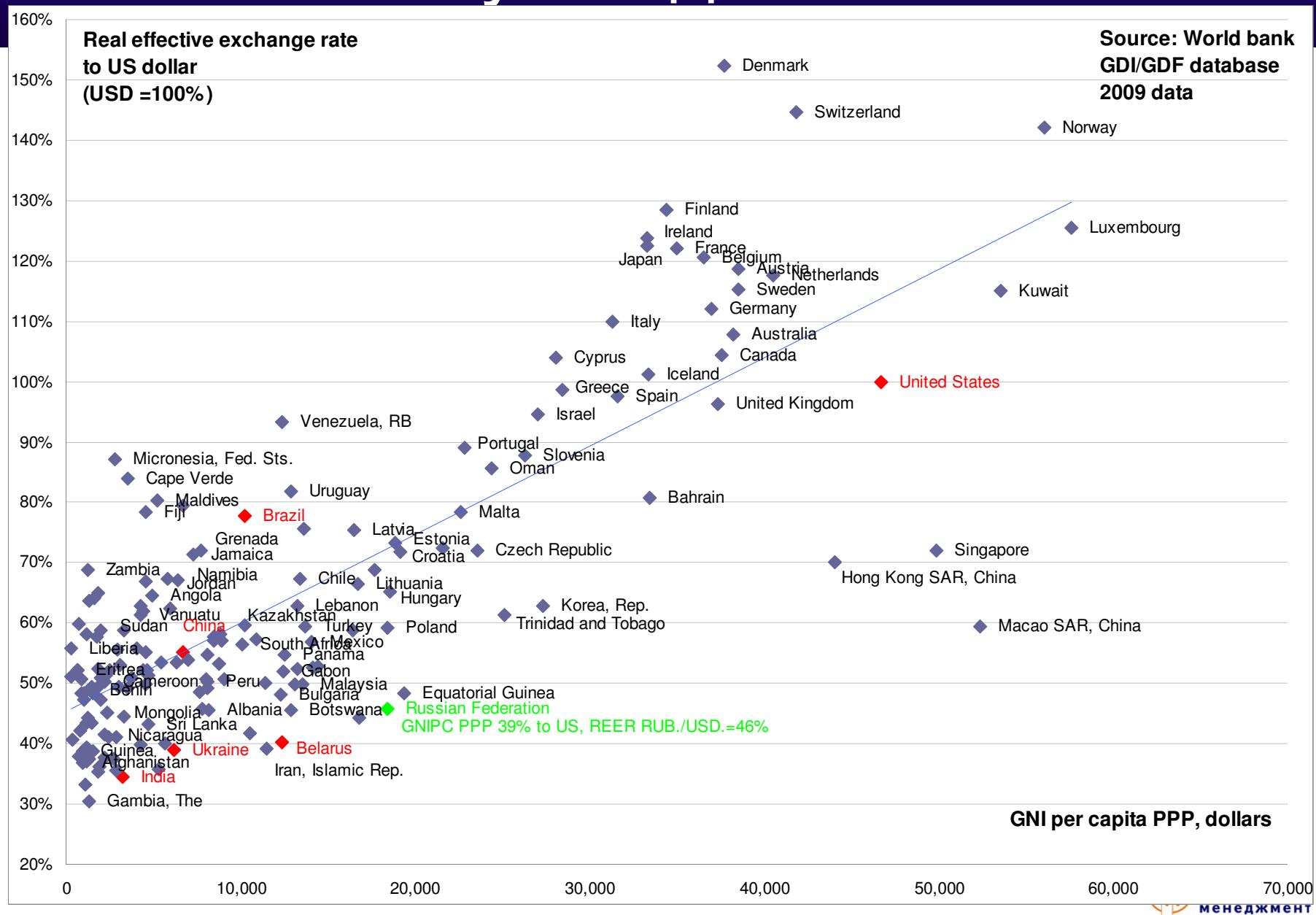
Подразумеваемый прогноз МВФ



Процентные ставки и инфляция



Рубль дешев



Reference Name	CDS 5Y	Fitch rating
Bolivarian Venezuela	1042	B+
Greece	987	BB+
Ireland	624	BBB+
Portuguese Republic	565	BBB-
Argentine Republic	570	B
Ukraine	430	B
Kingdom of Bahrain	320	BBB
El Salvador	268	BB
Hungary	247	BBB-
Iceland	220	BB+
Latvia	219	BBB-
Lithuania	219	BBB
Bulgaria	199	BBB-
State of Israel	150	A
Turkey	152	BB+
Poland	146	A-
Kazakhstan	140	BBB-
Indonesia	138	BB+
Philippines	129	BB
Russian Federation	124	BBB
South Africa	117	BBB+
Kingdom of Thailand	115	BBB
Federative Brazil	110	BBB
Mexico	102	BBB
Korea	98	A+
Panama	88	BBB
Estonia	82	A
Slovak Republic	80	A+
Czech Republic	77	A+
Federation of Malaysia	74	A-
People's China	70	A+
Chile	61	A+

Россия: кандидат на уровень А?

- Низкие спреды CDS
- Чистый мировой кредитор
- Низкий госдолг к ВВП
- Политическая стабильность
- Неплохой рост ВВП
- Уровень доходов «middle-income» (\$18,400 на душу по ППС, как Польша)

Позитив во всем

- Экономика России и мира будет расти
- Акции остаются дешевыми и ожидается продолжение бурного роста.
- Инфляция в России начнет затухать в 2012, пока будет около 10%
- Ставки будут низкими
- Рубль будет укрепляться реально
- Кризисы в ближайшие годы не ожидаются: пора начать жить нормально