



FLEMING FAMILY & PARTNERS ASSET MANAGEMENT

RUSSIA'S STRATEGY

Ноябрь 1, 2010

Что важно кроме ликвидности?

Александр Якубов
Алевтина Воронова



	Value	Change, %		
		YoY	Year to date	MoM
RISI	1465.15	19	1	0
MICEX	1417.65	18	3	2
MSCI EM	1031.06	12	4	4
MSCI RUS	777.81	8	-2	-1
DJIA	10613.83	8	2	2
FISE	5528.09	7	2	3
NIKKEI	9626.09	-8	-9	5
HSI	21970.86	1	0	4
USDRUR	30.99	-2	3	-2
EURUSD	1.31	-11	-9	1
Brent	77.85	9	0	1
Gold	1276.20	26	16	4
Nickel	23250.00	34	26	8

• Есть ли иные триггеры к росту кроме ожидаемой второй волны количественного смягчения (КС)?

• Если КС будет одобрено, что дальше? Сколь глубока будет коррекция?

• Бюджетный дефицит России – важна приватизация?

• Увеличение внутреннего долга РФ для покрытия дефицита бюджета – есть ли ресурсы после 2011г.?

• Инфляция в России – как далеко она пойдет?

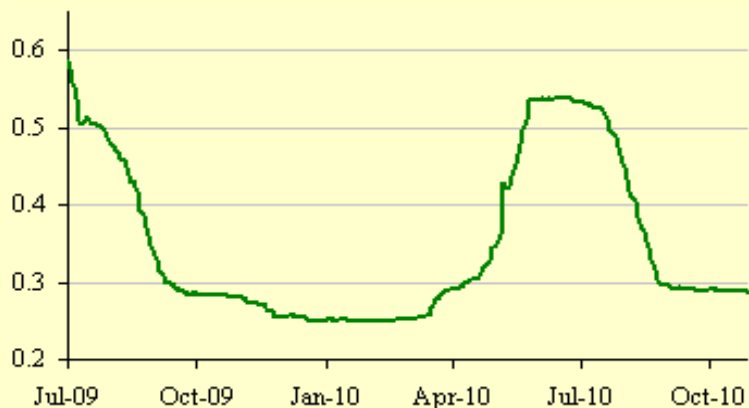
• Инфляция в Китае – как далеко ей позволят зайти?

• США – увидим ли мы улучшения на рынке труда?

• Европа и валютные войны – быть или не быть?

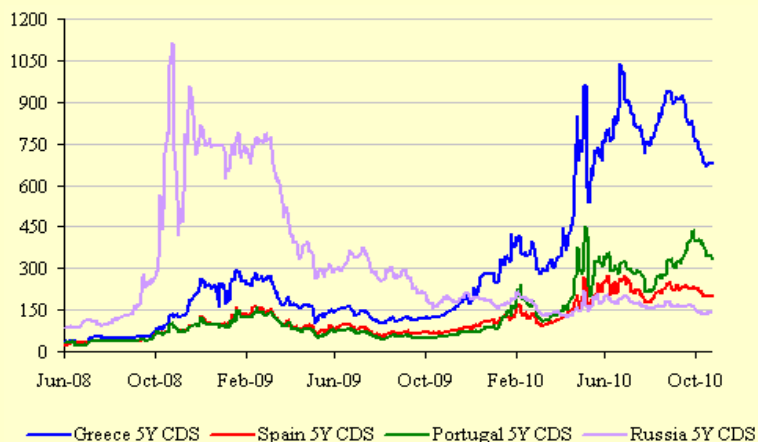


LIBOR OIS Spread



Source: Bloomberg

CDS



Source: Bloomberg

Индексы достигли своих апрельских максимумов, но потоки в Россию все еще довольно скромные

- S&P 500 и ряд других мировых индексов вплотную приблизились к своим пиковым значениям апреля на ожиданиях новых денежных вливаний в рамках количественного смягчения властями США
- Российские акции выросли вровень с мировым рынком, но в последние месяцы инвестиции в фонды российской направленности куда меньше, чем в фонды, ориентированные на страны BRIC. Отчасти, причиной этому послужили рекордные IPO в Китае и Бразилии, хотя есть и фундаментальные причины перепроданности России
- Одна из причин низкой стоимости российских акций - неопределенность по вопросу налогообложения нефтяного сектора, который вместе с Газпромом составляет половину капитализации рынка
- Показатели нервозности рынка, кредитные дефолтные свопы и спрэды между ставками LIBOR и overnight, значительно снизились на фоне роста ликвидности рынков и избавлении от опасений банкротств европейских финансовых институтов
- Рост TIPS, казначейских облигаций, привязанных к инфляции, подстегивают ожидания ускорения инфляции после одобрения денежных вливаний.
- Слабые макро данные и смягчение монетарной политики, которые несут в себе риск ослабления доллара, выносят котировки драгоценных металлов на новые уровни

Russia's RTS index vs S&P500



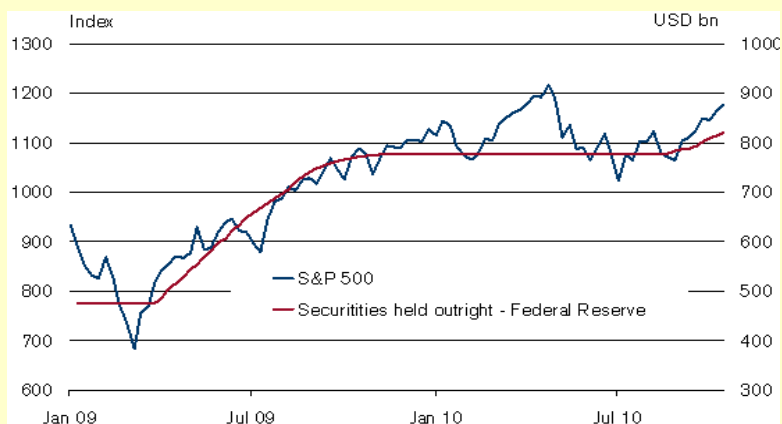
Source: Bloomberg

Price targeting – if US inflation doubles, this is still acceptable

	Average annual historical inflation 4Q07 - 4Q10	Average annual required inflation 1Q11 - 4Q12	Inflation target
US	1.40%	2.90%	2%
Euro Area	1.60%	2.70%	2.00%
Japan	-0.50%	3.30%	1.00%
UK	3.00%	0.50%	2%

Source: Haver Analytics

Are Fed's liquidity purchases the core driver for growth? Is everything else just "white noise"?



Source: Bloomberg

Продолжится ли ралли в ноябре?

Решение ФРС о введении новых мер количественного смягчения может стать сильным драйвером к росту в краткосрочной перспективе:

В начале ноября пройдет очередное заседание ФРС, на котором, как ожидается, будет одобрен новый пакет мер по стимулированию экономики. Новую программу уже озаглавили как второе количественное смягчение (КС II), в соответствии с политикой выкупов государством плохих долгов и ценных бумаг, запущенных в конце 2008г. в целях борьбы с кризисом.

Чтобы впрыснуть новую ликвидность в финансовую систему, ФРС скорее всего прибегнет к выкупу казначейских облигаций. Объем средств, который будет выделен на эту программу, еще не определен, хотя предположения рынка варьируются от \$500 млрд. до \$1 трлн.

Так же остается неясным станет ли ФРС ориентироваться на облигации с определенным уровнем дюрации или будет равномерно покупать по всему спектру бумаг.

ФРС также дала понять, что в отношении контроля за инфляцией станет придерживаться так называемой политики таргетирования. Что означает, что ФРС будет ориентироваться на целевой уровень долгосрочной инфляции и тактически более высокая ставка инфляции вполне приемлема после довольно долгого периода низкой инфляции.

Учитывая колоссальное давление, которое власти США ощущают по поводу возможной дефляции, традиционная политика удержания инфляции уже не первоочередная забота ФРС. Сейчас она преследует более важную тактическую цель – восстановление экономики.

В цене ли уже количественное смягчение?

Мы видим следующие причины недавнего ралли на рынках:

- Возможность второго количественного смягчения распахнула позитивный настрой инвесторов на краткосрочную перспективу. Очевидный факт, что именно первая волна количественного смягчения стала локомотивом ралли на рынках капитала в 2009г.
- Отчеты американских компаний за 3Q10, вышедшие лучше ожиданий, также внесли свою лепту в рост рынков. Однако, необходимо заметить, что большие прибыли были вызваны ростом развивающихся стран, в то время как американский внутренний спрос все еще слабый из-за проблем на рынке труда.

Вывод:

Итак, мы полагаем, что ожидаемые денежные вливания (новое количественное смягчение) – основное, на что закладывается рынок, и мы, возможно, скоро увидим коррекцию на рынках. Наиболее вероятной разворотной точкой мы видим заседание Федерального комитета по операциям на открытом рынке, где будет одобрен план по количественному смягчению



Продолжится ли рост?

Покупай на слухах, продавай на новостях

Ожидание утверждения новых мер количественного смягчения на ближайшем заседании комитета по операциям на открытом рынке в начале ноября – основная причина продолжающегося ралли на рынках. Логично предположить, что как только программа будет одобрена, мы можем столкнуться с коррекцией на рынках.

Более того, период публикаций отчетностей за 3 квартал в США, еще один драйвер недавнего роста, также истекает во второй половине ноября. И этот факт также несет в себе риск наступления коррекции в краткосрочной перспективе.

Что может спровоцировать коррекцию?

Хотя практически невозможно точно предсказать триггер, который должен спровоцировать коррекцию (так же как и точное время коррекции), можно выделить следующие факторы, которые потенциально могут привести к снижению на рынках:

Объем покупок Fed в рамках QE II может оказаться меньше, чем ожидает рынок

Наиболее вероятный триггер коррекции – объем денежных вливаний будет меньше ожидаемого уровня. Сейчас рынок ориентируется на объем покупок Fed на сумму от \$500 млрд. до \$1 трлн. (для сравнения, первое количественное смягчение в 2009г. достигло \$1.7 трлн.). Однако, наиболее вероятный сценарий, на наш взгляд, - выделение средств объемом до \$100 млрд. на ежемесячной основе. Такое развитие событий может разочаровать некоторых инвесторов.

Рынок труда США - без улучшений

Традиционный негативный фактор последних двух лет – слабый рынок труда США. Хотя многие инвесторы полагают, что в свете роста на новостях о новой волне притока ликвидности этот фактор сыграет им лишь на руку (чем слабее цифры по безработице, тем большая сумма будет направлена на поддержание экономики), рынкам все же придется столкнуться с реальностью после эйфории роста.

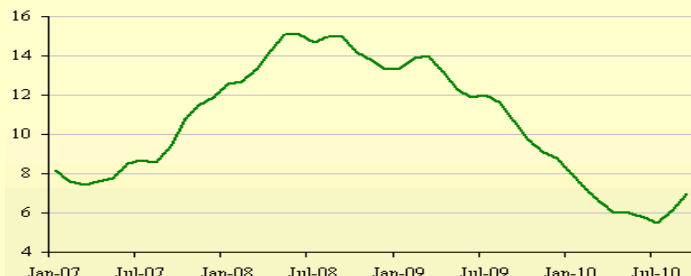
Рынок недвижимости США – восстановления так и нет

Еще один негативный фактор – стагнирующий рынок недвижимости США может привести к дальнейшей чистке балансов американских финансовых институтов. Несмотря на слабый рост продаж домов, цены на жилую недвижимость все еще на дне. По оценкам американских властей, 15-20% всего объема ипотеки приходится на ипотечные кредиты с залоговой стоимостью выше рыночной оценки, при этом на кредиты с разницей между залоговой и рыночной стоимостью обеспечения менее 10% приходится около 30% всего объема ипотеки.

Бюджетный дефицит на региональном уровне в США

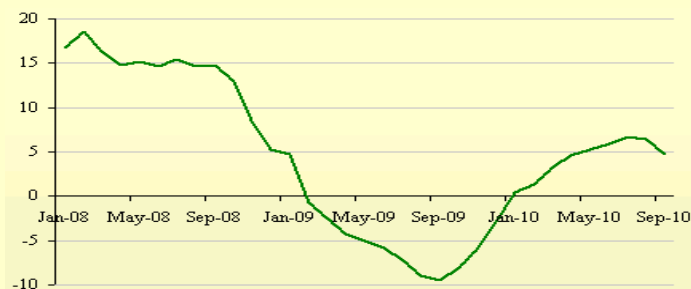
И последнее, но от этого не менее значимое - власти США на региональном уровне сталкиваются с острой проблемой дефицита бюджетов. Сокращенные сотрудники социальной сферы (школьные учителя и проч.) пополнили ряды американских безработных этим летом. Более того, из-за падения на рынках многие государственные и муниципальные пенсионные фонды, обслуживающие пенсионные планы, столкнулись с резким снижением стоимости активов, что может привести к дефициту в пенсионных обязательствах на сумму до \$3.4 трлн. или четверть федерального долга.

Russia's inflation (YoY)



Source: Bloomberg

Russia's retail sales (YoY)



Source: Bloomberg

Budget deficit seeks financing

	2011	2012	2013
Revenues, bln. Rub.	8 845	9 504	10 380
Expenditures, bln. Rub.	10 659	11 238	12 176
Deficit, bln. Rub.	1 814	1 734	1 796

Россия: ускорение инфляции и снижение розничных продаж подрывают экономический рост.

В сентябре инфляция в России ускорилась до 0.8% в терминах месяц-к-месяцу и 7% год-к-году при 0.6% и 6.1% соответственно месяцем ранее. При этом, основными катализаторами послужили продуктовая инфляция в результате ажиотажа вокруг гречки и ряда других зерновых, а также резкое увеличение золотовалютных резервов.

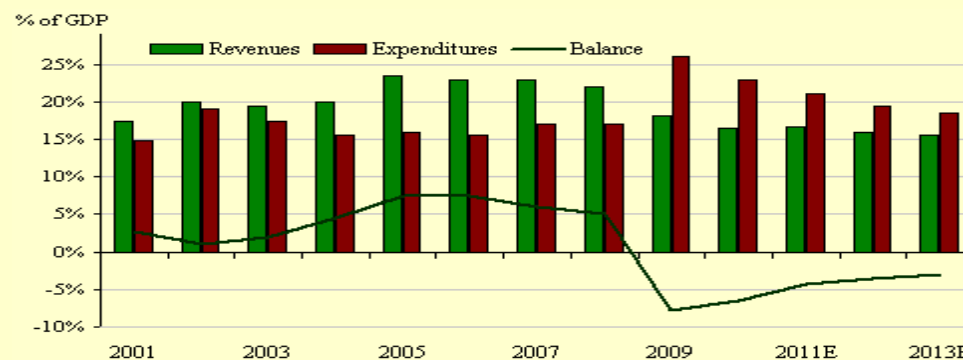
Бюджетный дефицит может подорвать развитие экономики в долгосрочном периоде

Более того, как следует из опубликованного проекта бюджета на 2011-2013гг., Правительство планирует и дальше придерживаться политики высоких расходов, при которых точка баланса бюджета наступает лишь при цене нефти в \$100 за баррель, для сравнения докризисный уровень - \$70 за баррель.

Правительство планирует финансировать бюджетный дефицит, достигающий 1.7 трлн. руб. или 3.6% ВВП, в основном с помощью увеличения внутреннего долга на сумму до 1.2 трлн. руб. в будущем году. В 2011г. основным источником финансирования должна стать избыточная ликвидность банков, а именно необязательные депозиты на счетах в Центральном Банке (сумма как раз достигает 1.2 трлн. руб.). Стерилизация избыточной ликвидности финансовой системы может замедлить темпы роста инфляции и в общем позитивна для экономики.

Однако, источники финансирования роста внутреннего долга после 2011г. остаются неясными. Несмотря на все это, едва ли стоит ожидать от властей изменений в бюджетной политике до выборов 2012г.

Federal budget: defense contributed to expenditure growth. Is that crucial for the economy?



Source: Finance Ministry



Privatization plan

Industry	Company	Government share	For privatization	Year
Oil & Gas	Rosneft	75%	up to 15%	2012 – 2015
Utilities	RusHydro	59%	8%	2011 – 2013
	Federal Grid Company	79%	4.11%	2010 - 2011
Banks	Sberbank	60%	9.3	2011 - 2014
	VTB	85%	20-25%	2011 - 2012
	Russian Agricultural Bank	100%	25%	2011 - 2015
Agricultural	United Grain Company	100%	100%	2011 - 2013
	Rosagroleasing	100%	50%	2013 - 2015
Transport	Sovcomflot	100%	50%	2011 - 2013
	Russian Railways	100%	25%	2013 - 2015
	Aeroflot	51%	n/a	n/a
	Sheremetyevo Airport	100%	n/a	n/a

Новая приватизационная программа: поможет ли?

Правительство огласило финальный список компаний, подлежащих приватизации в течение следующих пяти лет. Мы видим следующие возможные последствия для рынка:

Нет определенности по времени осуществления сделок, в среднем приватизация компаний растянута на сроки до трех лет.

Средства, вырученные от приватизации, покроют лишь 17% дефицита федерального бюджета в 2011 г., оставшаяся сумма будет профинансирована за счет наращивания внутреннего долга. А это означает, что приватизация легко может быть отложена, поскольку ее размер не является решающим для бюджета, особенно в случае роста цены на нефть.

Транснефть, основная интрига ожидаемой приватизации, не была включена в окончательный список.

Менеджмент Сбербанка хочет связать запуск GDR программы с приватизацией, что означает, что часть доли государства в банке будет продана в следующем году.

Privatization is not crucial for the budget deficit financing

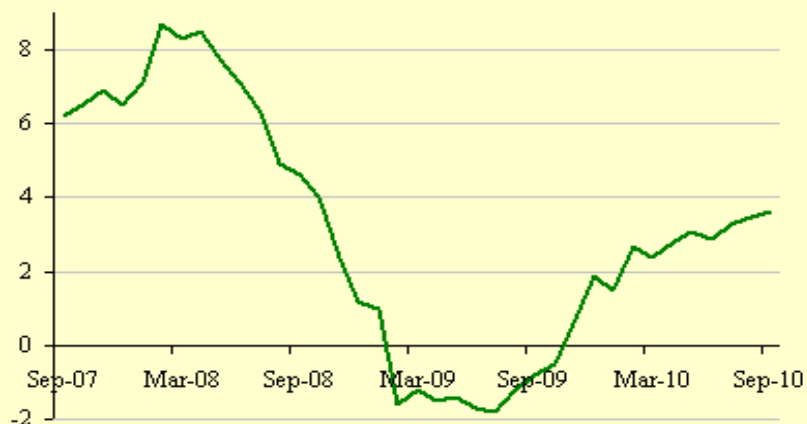
	2011	2012	2013
Expected revenue from privatization, bln. Rub	298	276	309
Expected revenue from privatization, \$ bln	9.6	8.9	10.0
% of the federal budget deficit	17%	15%	17%

China's retail sales growth YoY



Source: Bloomberg

China's inflation YoY: when will it peak?



Source: Bloomberg

Китай: сильные цифры за сентябрь, но инфляция ускоряется

Хотя на первый взгляд ВВП Китая замедляется, если смотреть на динамику год-к-году (9.6% YoY рост в 3 квартале в сравнении с 10.3% во втором), поквартальные данные говорят об обратном. ВВП Китая в 3 квартале вырос на 2.4% квартал-к-кварталу при лишь 2% квартальном росте во 2 квартале 2010г., основными триггерами послужили индустрии сельского хозяйства и услуг. Как и ожидалось, производство замедлилось благодаря сдерживающим мерам правительства по ликвидации неэффективных предприятий.

Положительные факторы:

Инвестиции в городскую недвижимость продолжают снижаться в соответствии с агрессивной политикой правительства по ограничению роста цен на жилье. Учитывая текущую ситуацию, мы считаем маловероятным появление новых ограничительных мер в отрасли недвижимости в краткосрочной перспективе.

В сентябре мы видим ускорение темпов роста розничных продаж до 18.8% год-к-году в сравнении с 18.4% в августе и 17.9% в июле, что говорит о сильном потребительском спросе. Мы считаем, что в июле этого года мы видели дно розничных продаж и в долгосрочном прогнозе скорее всего рост продолжится, вызванный ростом заработных плат и увеличением уровня располагаемого дохода.

Негативные факторы:

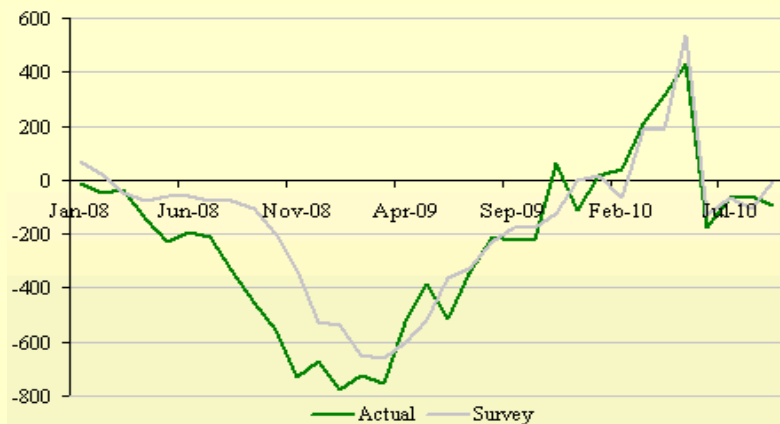
Инфляция продолжает ускоряться, основная причина тому - рост цен на продукты на 3.6% год-к-году в сентябре против 3.5% в августе, при том еще в апреле удорожание было на вполне приемлемом уровне в 2.9% год-к-году.

Однако, это все еще значительно ниже предкризисных пиковых значений в 8%. Мы полагаем, что китайское правительство не станет дожидаться пока инфляция достигнет былых значений, а предпримет сдерживающие меры в случае превышения 4% уровня.

Вывод:

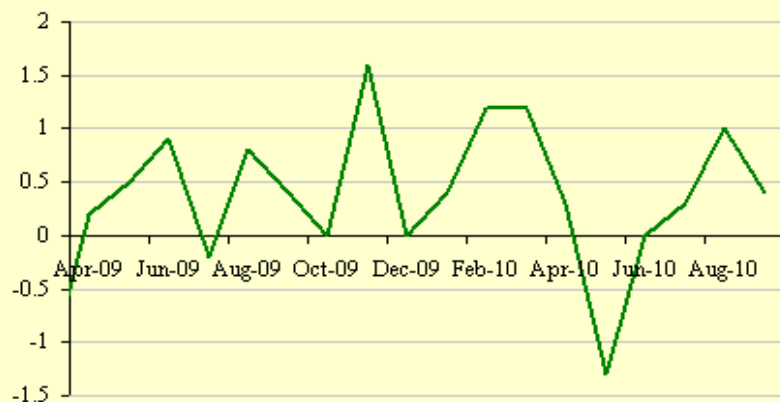
Хотя мы не ожидаем введения новых сдерживающих мер властями КНР в краткосрочной перспективе, нарастание инфляции вызывает наибольшее беспокойство в свете правительственного вектора на охлаждение экономики дабы обуздать рост цен на розничные товары.

US monthly new job creation (payrolls) – thsnd per month



Source: Bloomberg

US retail sales growth (% MoM) – one of few positive signs for now



Source: Bloomberg

США: все еще без улучшений на рынке труда

Косвенно текущее слабое положение американской экономики – ключевой драйвер недавнего роста рынков в сентябре-октябре, поскольку ФРС решилось на новый этап количественного смягчения в виду неудовлетворительных темпов восстановления на рынке труда и риска наступления дефляции. Как мы заметили выше, введение мер количественного смягчения - основной триггер роста, и соответственно, сильные макро данные по США могут снизить объем средств, которые будут выделены на поддержание экономики федеральным комитетом по операциям на открытом рынке в ноябре.

Основные опасения:

Инвестиции в основной капитал, которые были главным светлым лучиком во мрачной американской статистике, в сентябре показали ухудшение динамики. Рост капзатрат в промышленности во 2 квартале 2010г. мы видели основным локомотивом восстановления экономики, но компании начали свертывать свои инвестиционные программы начиная с июля.

Рынок труда все еще очень слаб, хотя цифры по вновь созданным рабочим местам существенно лучше ожиданий. В целом, рекордный уровень безработицы для последних трех десятилетий – основная причина, почему правительство решилось ослабить монетарную политику и прибегнуть к новым мера по количественному смягчению.

Риск дефляции, еще одна причина денежного стимулирования экономики, был подтвержден инфляцией в сентябре ниже ожиданий в 1.1%. Однако, мы не считаем возможным повторение японского сценария дефляционной экономики для США в долгосрочном периоде в силу различных способов финансирования государственного долга и различных структур экономик.

Позитивные факторы:

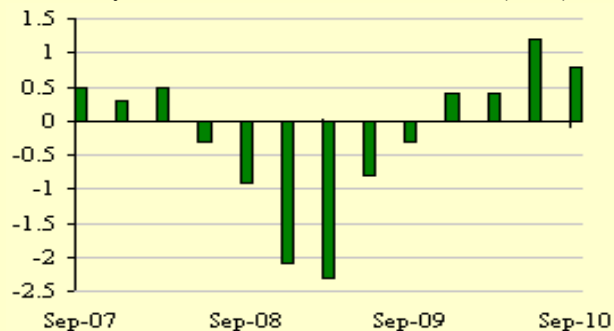
Динамика розничных продаж продолжается улучшаться третий месяц подряд, превышая прогнозы аналитиков. Учитывая слабую уверенность американского потребителя, это крайне важно для рынков.

Хотя рынки жилой недвижимости и строительства все еще далеки от сколь либо значимых сигналов уверенного восстановления из-за нежелания потребителя расходовать средства, данные за август и сентябрь указывают на улучшения в части строительства новых домов и продаж на вторичном рынке.

Вывод: чем хуже, тем лучше?

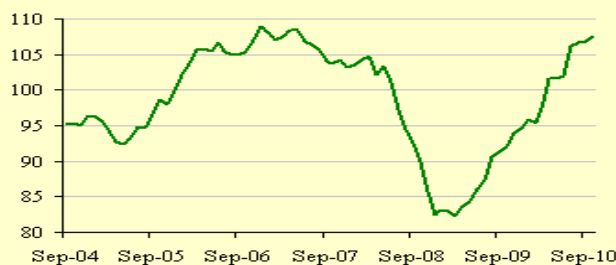
Несмотря на то что сегодня слабые данные макростатистики повышают вероятность одобрения мер нового количественного смягчения, уже завтра отсутствие уверенных сигналов восстановления могут напомнить о себе и мы можем столкнуться с коррекцией.

**UK GDP exceeds expectations,
austerity measures won't hurt it as much (QoQ)**

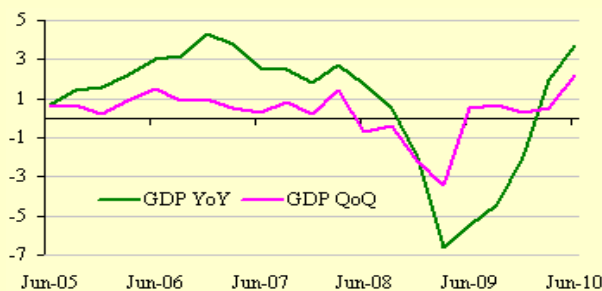


Source: Bloomberg

German business confidence is constantly growing



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Суровая реальность вынуждает правительство Великобритании идти на непопулярные меры.

В отличие от США, которые рассматривают вопрос введения новых мер количественного смягчения в ближайшем будущем, Европа решила идти другим путем. Забастовки по всей Франции – одно из последствий волевого решения правительств прибегнуть к строгим мерам экономии.

Тот же самый сценарий разворачивается и в Соединенном Королевстве, где коалиционное правительство вот-вот должно утвердить меры по урезанию расходов на \$132 млрд., что выльется в 500 тыс сокращенных рабочих мест, снижению социальных выплат на \$11 млрд. и установлению новой планки пенсионного возраста в 66 лет как для мужчин, так и для женщин. Предполагается, что данный пакет мер значительно разрешит трудности Великобритании и, на наш взгляд, в случае его одобрения, станет благоприятным событием для рынков.

Несмотря на это, все еще остаются многочисленные опасения по вопросу устойчивости и стабильности роста ВВП, при этом рост британской экономики во втором квартале составил рекордные 1.2% квартал-к-кварталу и немногим меньше в третьем – 0.8% квартал-к-кварталу. Основной причиной достижения подобных рекордов является эффект низкой базы. Следует предупредить инвесторов против игры на уверенное восстановление экономики Великобритании, поскольку вполне вероятно в начале следующего года мы увидим резкое замедление.

Германия – сильнейшая в Европе.

Немецкая экономика продолжает свой путь восстановления. Германия сейчас выглядит много более привлекательнее для инвесторов чем большинство европейских государств за счет нарастающего экспорта, снижения уровня безработицы и повышения как потребительской, так и деловой уверенности. Более того, на днях правительство повысило свой прогноз по росту экономики в 2010г. до 3.4%, что выглядит очень заманчиво по сравнению с показателями других развитых стран. В сентябре индекс деловой уверенности Германии достиг своего наивысшего значения за последние три года – мы видим в этом уверенные сигналы восстановления крупнейшей экономики Евросоюза. Однако, все еще нельзя сказать, что ФРГ уже не вызывает опасений и вот-вот достигнет своих докризисных показателей. С одной стороны, государству скорее всего удастся показать уверенный рост, даже несмотря на слабый евро, но лишь в случае непродолжительного периода низких темпов роста мировой экономики. С другой стороны, если евро против американского доллара укрепится более чем на 15%, это может критически сказаться на объеме экспорта из Германии. Поэтому вопросы новой программы количественного смягчения США и ее последствий для американской валюты могут оказать решающее значение на экономику Еврозоны в долгосрочной перспективе.

Вывод:

Хотя опасения инвесторов по вопросу устойчивости европейской финансовой системы несколько поутихли, Европе все еще предстоит столкнуться с рядом трудностей на пути выхода из рецессии. Правительства прибегают к непопулярным строгим мерам экономии, что провоцирует массовые забастовки. Стоит отметить, что Европа далеко не такая гибкая в своей монетарной политике, как США, и не может с той же легкостью снижать валютный курс евро – все это несет в себе риски для Еврозоны в случае разворачивания новой программы количественного смягчения в США.



Что мы выделяем из российских акций:

Держа в уме ожидаемое повышение трансфертных платежей в виду предвыборной компании 2012г., мы все еще предпочитаем сектор торговли и потребительских товаров, который позволяет участвовать в росте располагаемого дохода населения.

Розница и потребительские товары:

Компании с сильными фундаментальными показателями (как М.Видео) продолжают расширять свое присутствие на рынке.

Уверенная ставка на рост располагаемых доходов, особенно для сегмента продукции с высокой эластичностью по доходу потребителей, как Синергия (алкоголь) и М.Видео (торговля электроникой).

Телекоммуникации:

Привлекательная оценка и операторов фиксированной связи, и мобильных операторов.

Ставка на повышение потребительского спроса и рост индивидуального дохода

Транспорт:

Транспортный сектор – удачная ставка на рост индивидуального дохода (авиалинии, например) и общее восстановление промышленности (грузоперевозка и проч.)

Нас беспокоят:

Нефтяной сектор:

Неопределенность по вопросам налогообложения негативно влияет на оценку компаний. Мы видим более привлекательные инвестиционные идеи в других секторах.

Электроэнергетика:

Наращение инфляции в России может привести к нежеланию правительства устанавливать адекватные тарифы на мощности в 2011г.

Правительство может установить тарифы на RAB для распределительных компаний ниже ожидаемых уровней. В то же время, ускорении инфляции может послужить сильным аргументом в пользу высоких тарифов.



Moscow Office

Address
4 Romanov Per.
Moscow 125009
Russian Federation

Telephone: +7 495 411 5300
Facsimile: +7 495 411 5301

London Office

15 Suffolk Street
London
SW1Y 4HG

Zurich Office

Bahnhofstrasse 67 / Sihlstrasse 1
PO Box CH-8022
8001 Zurich
Switzerland

Vaduz Office

Am Schragen Weg 2
Postfach 740
FL-9490 Vaduz
Liechtenstein

This document is intended solely to the recipients who received it from Fleming Family & Partners Asset Management Limited Liability Company representative and may not be passed on or disclosed to any other person. This document is based on the information, received from public sources which are believed reliable by the creators of the following document, and is not under any circumstances an advert of financial services or securities. Fleming Family and Partners Asset Management Limited Liability Company is not connected with any aforementioned companies or issuers, unless specifically stated.

This document is for information only and is not an offer to sell or an invitation to buy or sell shares in any investment. The document does not contain any individual characteristics of the recipient, their legal position details, taxation and accounting records. We insist to carefully assess all the risks and decide on the investment strategy before any decisions are made.

All the rights for this analytical report belong to Fleming Family & Partners Asset Management Limited Liability Company, and further distribution without written permission is considered as a violation of copyright legislation of Russian Federation.

Fleming Family & Partners Asset Management Limited Liability Company; the license for asset management activity № 177-12462-001000 issued by Federal Financial Markets Service on the 25th August 2009, Fleming Family & Partners Asset Management Limited Liability Company; the license for investment funds, unit investment funds and non state pension funds management activity № 21-000-1-00683 issued by Federal Financial Markets Service on the 29th December 2009, tel.+7 (495) 411-53-11 www.ffam.ru
