

Fleming Family & Partners Asset Management

RUSSIA'S STRATEGY

Сентябрь 20, 2010

Вытянет ли нас Китай?

Александр Якубов
Алевтина Воронова

Alexander Yakubov
Alevtina Voronova

		Change, %		
	Value	YoY	Year to date	MoM
RTSI	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
FTSE	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

• Макростатистика по Китаю за август: рост потребления и промышленного производства при охлаждении на рынке недвижимости. Достигнута ли цель правительства?

• Волна роста импорта в Китай – драйвер для развитых экономик.

• Цены на товарных рынках восстанавливаются на росте китайского спроса.

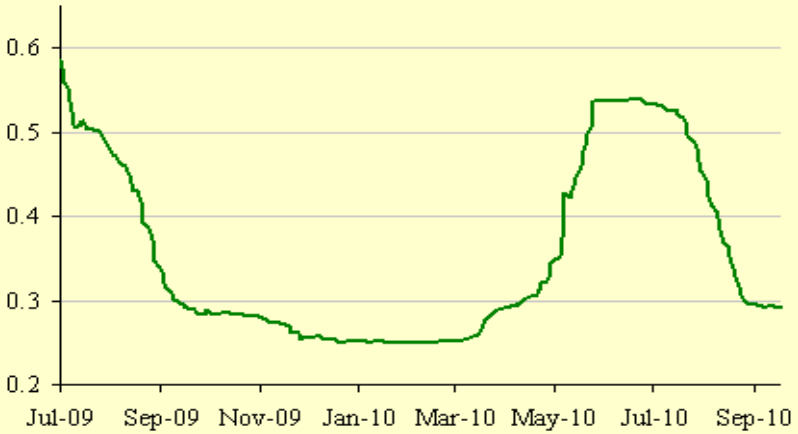
• Несмотря на засуху, Россия демонстрирует высокие розничные продажи, в основе которых лежат восстановление рынка труда и рост реальных располагаемых доходов.

•Нарастание инфляции – основной риск для России в краткосрочной перспективе.

•Макро Статистика США: розничные продажи выше ожиданий, высокий уровень потребительской уверенности. Когда рынок труда окрепнет?

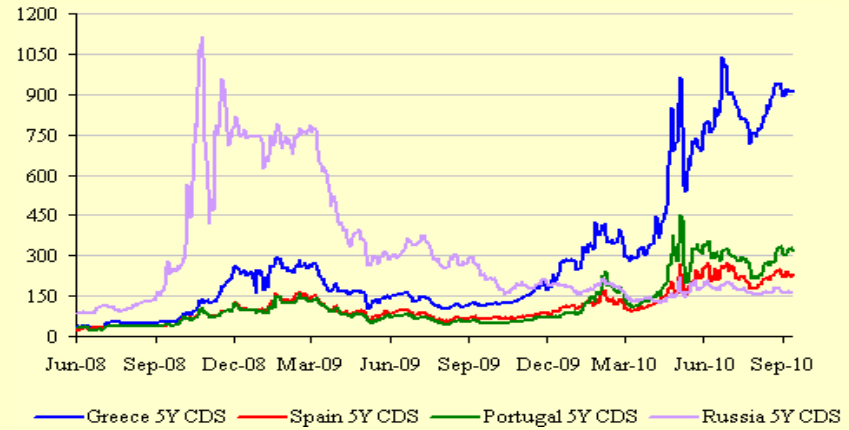
• Европа: все еще сильный экспорт, но немецкий индекс экономических настроений ZEW сигнализирует о возможном падении экспорта до пятилетнего среднего уровня в течение 6 месяцев.

LIBOR OIS Spread



Source: Bloomberg

CDS



Source: Bloomberg

Российский рынок все еще волатилен без определенного сформировавшегося тренда.

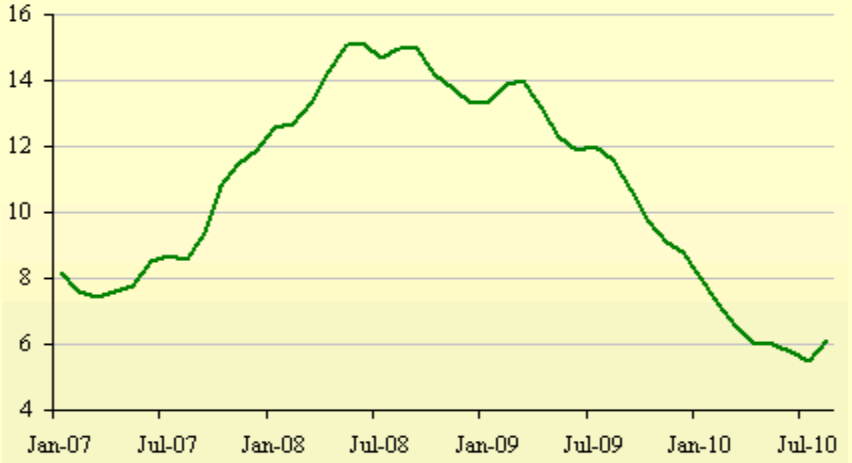
•Неуверенность, царящая на мировых площадках привели к отсутствию тренда на российском рынке в течении последних месяцев.
•В краткосрочной перспективе рынок не ждет кредитного кризиса в Европе – спрэды по LIBOR OIS упали до своих былых низких значений 2010 года.
•CDS периферийных стран Европы немного подросли за последние месяцы – в долгосрочной перспективе в цены все еще включен потенциальный риск дефолта.
•Доходность по 10-летним государственным облигациям США на минимальных исторических значениях в результате переизбытка ликвидности и неуверенности в дальнейшем росте экономики.
•Российские нефтяные бумаги страдают от неопределенности в вопросе налогообложения, элетрораспределительные компании также оказались под давлением, причина тому – опасения снижения тарифов на RAB.
•Металлурги могут показать хорошую динамику в ближайшей перспективе, Китай больше не несет в себе значительных рисков падения цен на товарных рынках.
•Основываясь на статистических данных за август, несмотря на сдерживающие меры китайского правительства, импорт развивающихся стран остается основным триггером к росту развитых экономик.

Russia's RTS index vs S&P500



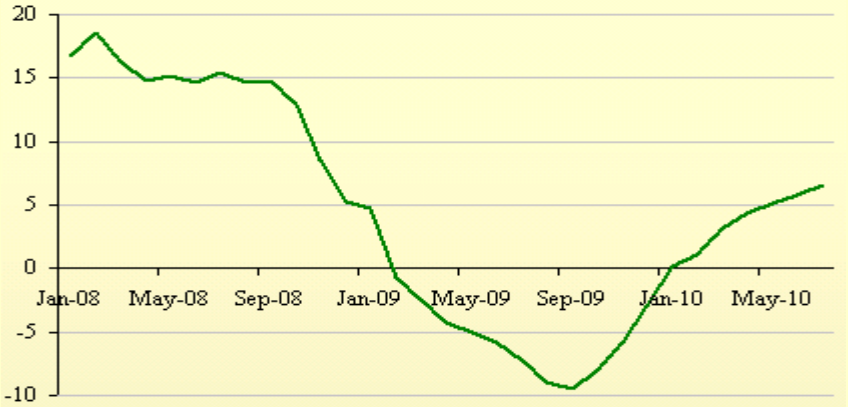
Source: Bloomberg

Russia's inflation



Source: Bloomberg

Russia's retail sales (YoY)



Source: Bloomberg

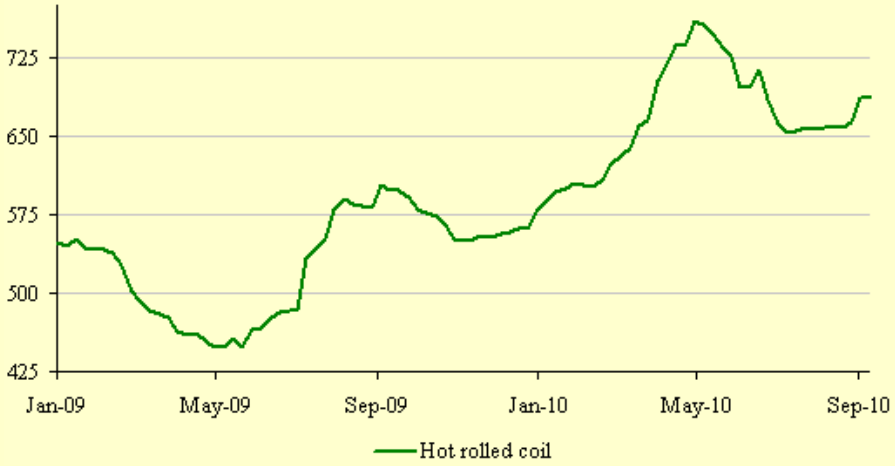
Вопреки засухе российскую экономику поддерживает сильный потребительский спрос.

Нарастание инфляции в России – негативно для электроэнергетики и банков:
•В августе мы видели резкое нарастание продуктовой инфляции в России в результате беспрецедентной засухи, уничтожившей четверть посевов в этом году. Министерство экономического развития повысило прогноз по инфляции с 6.5% до 7-8% на 2010 год.
•Негативное воздействие на сектор электроэнергетики, поскольку правительство, вероятно, снизит темпы роста тарифов для сдерживания инфляции. С другой стороны, рост инфляции также можно рассматривать как аргумент против потенциального снижения возврата на RAB, а на этих опасениях уже значительно упала капитализация распределительных компаний в последние месяцы.
• Инфляция подрывает рентабельность банковского сектора, приводит к оттоку депозитов из-за опасений отрицательной реальной процентной ставки.

Неожиданно сильный российский потребительский спрос – позитивно для акций продуктового ритейла:
•Несмотря на засуху и ее негативное воздействие на рост ВВП, Россия показывает сильную динамику по розничным продажам – в июле рост достиг 6.6% YoY при 5.8% в июне и 5.1% в мае. Месячная динамика при росте в 3% выглядит еще более впечатляюще, и, похоже, это самый сильный посткризисный рост.
•Высокую потребительскую активность можно объяснить улучшениями на рынке труда и ростом располагаемого дохода. Безработица в России снизилась до 7% с более чем 9% в январе.
•Рост потребительского спроса положительно скажется на ритейле, особенно на высокоэластичных товарах и услугах: М.Видео (электроника), Синергия (алкоголь) и Росинтер (рестораны).

Инфляция может подстегнуть потребительский спрос:
Хотя докризисные высокие темпы инфляции оказывали однозначно негативное влияние на российскую экономику, текущий рост до 7-8% может привести к дальнейшему увеличению спроса потребителей, забирающих средства с банковских депозитов, размещенных под отрицательные реальные процентные ставки. Во втором полугодии 2010 мы видим перспективы снижения потребления и роста индивидуальных сбережений. А инфляция вкупе с улучшением на рынке труда могут развернуть этот тренд.

Steel prices – the first signs of a rebound



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

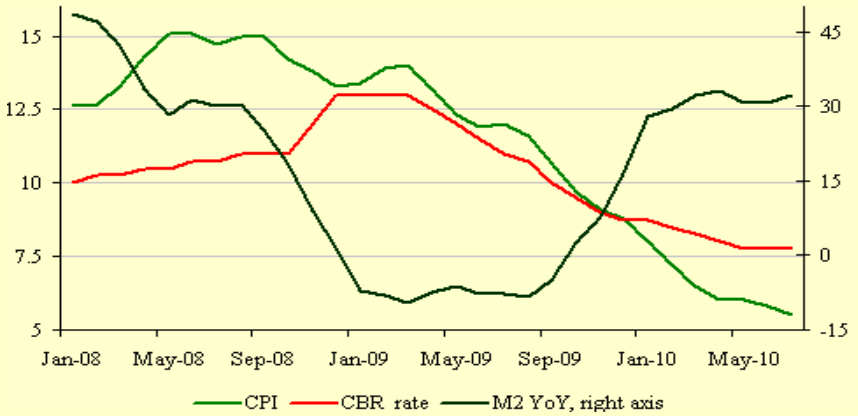
Импульс Китая передастся фондовому рынку России

Цены на металл, вероятно, восстановятся, поскольку неуверенность в Китае снижается:
•В августе мы видим первые сигналы восстановления цен на плоский прокат после 3 месяцев падения. Цены на внутреннем рынке Китая выросли на 5-7% за вторую половину августа. Большинство инвесторов видят в этом потенциально сильный катализатор к росту металлургических компаний в краткосрочной перспективе.
•Отчасти рост цен на сталь в августе может быть объяснен правительственными мерами по ограничению перегрева экономики, которые привели к консервации 3% мощности по производству стали в Китае.
•Хотя правительство целенаправленно закрывает неэффективные производства, большая доля этих фабрик скорее всего возобновит свою деятельность к концу года. Сталелитейная промышленность Китая столкнулась с приостановкой мощностей в последние месяцы в результате скачка спроса на электроэнергию в период рекордно жаркой летней погоды.
•Цены на основные металлы могут начать восстанавливаться во 2 половине 2010 года, что также подогреет интерес к российским акциям.

Неожиданный рост импорта в Китай – позитивно для глобальных компаний:
•После резкого роста чистого экспорта в июле, Китай продемонстрировал сокращение чистого экспорта в результате волны импорта, что говорит о сильном потребительском спросе и на потребительские товары, и на промышленное оборудование.
•Сомнения по вопросу резкого замедления экономики Китая после агрессивных мер сдерживающей политики второго квартала могут быть разрешены, что должно благотворно отразиться на мировом рынке акций.
•Напряженность в отношениях США и КНР по вопросу укрепления юаня также должна снизиться.

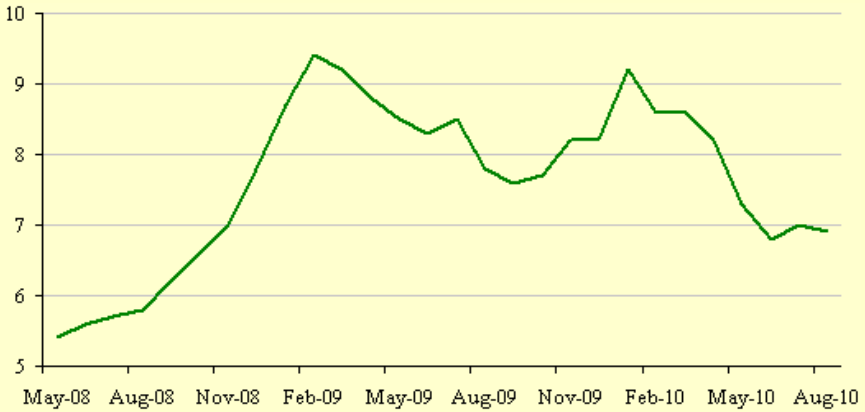
Вывод:
Несмотря на засуху и рост инфляции, на Россию должны позитивно влиять увеличивающийся внутренний спрос и улучшения настроений на мировых рынках.

Russian inflation and CBR rate vs. M2 % Y-o-Y change



Source: Bloomberg

Russian unemployment declines (%)



Source: RosStat

Макростатистика по России: ожидаемо слабая из-за засухи, но сильный потребительский спрос

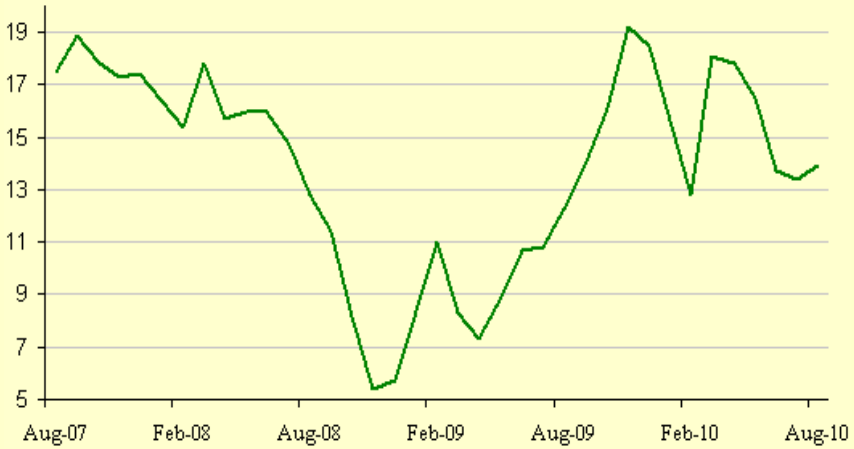
•После экстремально жаркого лета, уничтожившего около четверти урожая зерновых, макроданные по России вышли слабые. Однако, розничные продажи продолжили уверенный рост, что говорит о повышении потребительской уверенности, основной причиной которой являются улучшения на рынке труда.
•Нарастание инфляции – основной риск, который ведет к дисбалансу в экономике, схожему с докризисным кредитным перегревом.

Уверенное потребление и прочие позитивные моменты :
•Уровень безработицы остается на приемлемом уровне в 7% в сравнении с 9.2% в январе.
•Высокие показатели розничных продаж в 6.6% YoY в июле при 5.8% и 5.1% в июне и марте соответственно, что позитивно для бумаг российского потребительского сектора.
•Располагаемые доходы возросли в июле на 6.8% YoY, а цифры за июнь были пересмотрены до 6.4% YoY. Рост доходов вместе с улучшениями на рынке труда должны подтолкнуть потребление к дальнейшему росту.

Негативные моменты:
•За последние четыре недели инфляция ускорилась на росте продуктовых цен.
•Правительство пересмотрело прогноз по инфляции до конца 2010 года с 5.6% до 7-8%.
•Промышленное производство стагнировало летом из-за засухи.
•Инвестиции в основной капитал все еще на низком уровне, с момента начала кризиса не произошло никаких значительных улучшений. Текущие инвестиции незначительны для уверенного роста в долгосрочной перспективе.

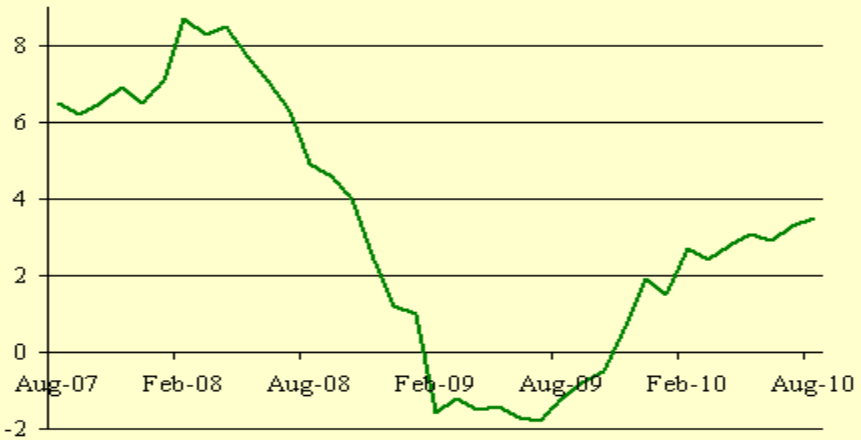
Вывод:
Даже несмотря на очевидное замедление экономики в 3 квартале 2010, мы позитивно смотрим на текущие рыночные условия для России и ожидаем ускорения восстановления в 4 квартале за счет потребительского спроса и сильного товарного рынка после снижения опасений из-за Китая.
Однако, нарастание инфляции и незначительные инвестиции в основные активы подрывают тренд долгосрочного роста и приводят к дисбалансу и потенциальному перегреву экономики.

China's retail sales growth YoY



Source: Bloomberg

China's inflation YoY: when will it peak?



Source: Bloomberg

Китай: сильные данные за август – позитивно для товарных рынков.

Практически по всем основным индикаторам статистика по Китаю за август оказалась выше ожиданий. Сильное промышленное производство и рост потребления на фоне охлаждения в секторе недвижимости оказывают успокаивающее действие на инвесторов, ожидавших резкого замедления экономики Китая. Соответственно, это позитивно скажется как на товарных рынках, так и в частности на российском фондовом рынке.

Позитивные моменты:

• В августе промышленное производство достигло 13.8% YoY при консенсусе в 13.3% и 13.4% в июле. Удивительно, но тяжелая промышленность росла быстрее легкой, несмотря на закрытие правительством неэффективных производств.

•Объем инвестиций в городское строительство начал снижаться в результате жестких правительственных мер, нацеленных на замедление роста цен на недвижимость.

• Розничные продажи в августе превзошли ожидания, достигнув 18.4% YoY против 17.9% в июле, что говорит о сильном потребительском спросе.

•То же относится и к импорту в августе, который в паре с сильным потребительским спросом станет долгосрочным драйвером роста развитых стран.

Негативные моменты:

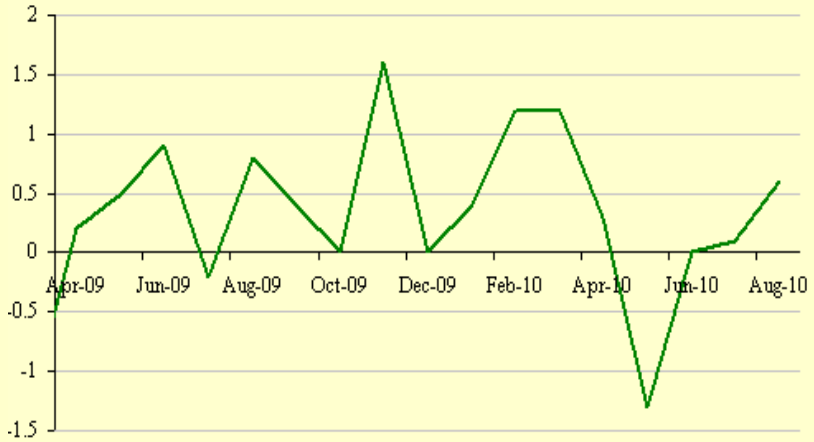
Инфляция продолжает наращивать темпы роста, достигнув 3.6% YoY и 0.6% MoM в августе, для сравнения в апреле она была 2.9%. Однако, этот показатель все еще значительно ниже докризисного пика в 8% YoY.

Вывод:

• Мы полагаем, что макроданные могут стать триггером к росту цен на товарных рынках как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективах.

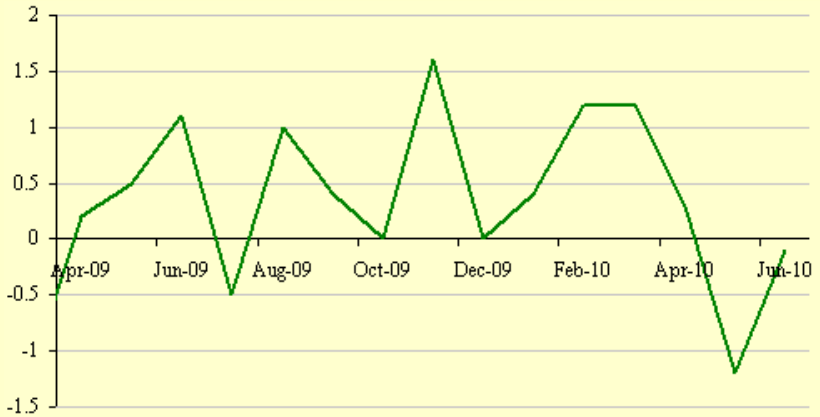
•Косвенно цифры по Китаю должны позитивно сказаться на российском фондовом рынке вследствие сильной подверженности России ценам на основные сырьевые активы.

US monthly new job creation (payrolls)



Source: Bloomberg

US Retail Sales



Source: Bloomberg

США: все еще слабая макростатистика, но рынок надеется на лучше.

Слабые макроэкономические данные по США – основная причина стагнации мирового фондового рынка последних двух месяцев. В целом, экономическая ситуация не претерпела значительных изменений – цифры за август не свидетельствуют о сколь значимом развороте тренда.
Однако, рынок позитивно реагировал на улучшения опережающих индикаторов, таких как индекс ожиданий менеджеров по закупкам (PMI) и потребительская уверенность.

Основные риски:
•Рынок труда все еще слаб, но процесс создания рабочих мест в августе ускорился и оказался слегка выше консенсуса впервые с апреля 2010. Реакция рынка была достаточно оптимистична при том, что данные за август были все еще значительно ниже среднемесячного уровня последнего десятилетия.
•Капитальные затраты, одна из определяющих статей макростатистики США, показали в августе негативную динамику. Предприятия, активно инвестировавшие в капитал во 2 квартале 2010, начали сворачивать свои программы в июле. Прогнозы крупнейших компаний подтверждают сложившуюся тенденцию - Cisco и Intel снизили свои ожидания на 3 квартал 2010.
•Рынки строительства и недвижимости находятся на экстремально низких уровнях. При этом аргумент оптимистов – с этих уровней дальше падать некуда.
Есть ли еще позитивные факторы? Рынок, как минимум, позитивно реагирует на следующее:
•Довольно сильное промышленное производство в августе, но оно все же составляет лишь 20% экономики США.
•Неожиданно высокая потребительская уверенность. Эти данные вместе с числом новых созданных рабочих мест в августе были едва лучше консенсуса и навели ряд спекулянтов на мысль о развороте на рынке труда – появилось предположение, что улучшения пока не отражены в данных по новым рабочим местам.
•Розничные продажи за август, вышедшие лучше ожиданий, подтверждают высокую потребительскую уверенность.
Есть ли позитивные драйверы в будущем? Кто-то их видит:
•Значительное снижение долговой нагрузки среди потребителей и рост индивидуальных сбережений втрое за прошедшие два года обещают увеличение потребительской уверенности в ближайшем будущем. Все это должно привести к резкому всплеску экономики в случае восстановления рынка труда.
•По мнению ряда экономистов, экспорт в Китай и другие развивающиеся страны может обеспечить существенные денежные потоки в кратко- и среднесрочной перспективе. Мы полагаем, основным аргументом здесь выступают первые сигналы повышения спроса на оборудование в этих странах, а не усиление макроданных США. Как мы и говорили ранее, рост экспорта – основной драйвер к восстановлению экономики в долгосрочном периоде.

German exports growth



Source: BIS

Европа – сильный экспорт перекроет слабое потребление.

Котировки CDS (кредитных дефолтных свопов) все еще отражают значительный риск дефолта периферийных стран Евросоюза (Греция, Португалия и прочие), хотя в последнее время инвесторы уже не так остро воспринимают проблемы финансовой системы Европы. В результате, в сравнении с США, Европа куда менее охотно принимает меры по поддержке и стимулированию, несмотря на довольно острые проблемы ряда государств.

Риски роста экономики Европы:
Высокий уровень безработицы в странах Евросоюза приводит к стагнирующим розничным продажам, что говорит о низкой потребительской уверенности в регионе.
Агрессивные темпы роста европейского экспорта, вызванные удешевлением локальной валюты, могут упасть в сентябре, и соответственно, скорость восстановления экономики замедлится. Китай и прочие развивающиеся страны азиатского региона поддержат Европу растущим объемом импорта, отчасти эта тенденция проявилась уже в августе.
Стоит признать, что опасения финансового кризиса в Европе несколько ослабли последнее время, но все же Греция несет в себе риски в среднесрочном периоде и может существенно пошатнуть устойчивость банков Франции и Германии.

Факторы, позитивно влияющие на экономику Еврозоны:
Слабый евро вместе с растущим импортом, а также сильный потребительский спрос в Китае должны подтолкнуть восстановление экономики.

Вывод:
Так же как и в США, основным движущим фактором экономик стран Еврозоны должен стать растущий спрос в развивающихся странах. Необходимо отметить, что в отличие от США, где ожидания роста экспорта не находят своего отражения в официальной статистике, в Европе (особенно в Германии) высокие темпы роста экспорта фиксируются уже третий месяц подряд.
Основной вопрос, которым сейчас задаются специалисты, - насколько этот рост устойчив и сможет ли он перерасти в долгосрочный тренд. Немецкий индекс экономический настроений (ZEW) обещает замедление экспорта Германии до уровня средних значений за последние 5 лет в ближайшие шесть месяцев.

Российский фондовый рынок

Нас беспокоят:

Нефть:
Неопределенность по вопросам налогообложения негативно влияет на оценку сектора. Мы видим много более интересные инвестиционные идеи в других секторах экономики.

Электроэнергетика:
•Увеличение инфляции в России может заставить правительство снизить темпы роста тарифов 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.

Нам нравятся:

Телекоммуникации:
Привлекательная оценка и операторов фиксированной связи, и мобильных операторов.

Розница:
•Компании с сильными фундаментальными показателями (как М.Видео) получают удачную возможность расширить свое присутствие на рынке.
•Ставка на рост индивидуального дохода, особенно на эластичные товары: Синергия (алкоголь), Росинтер (рестораны) и М.Видео (электроника).

Металлургия:
•Снижение опасений резкого замедления Китая должно привести к бурному росту цен на сырьевые товары, и в частности на продукцию сталепроизводителей.
•Мы также не рекомендуем инвестировать в золото и прочие ценные металлы, поскольку это игра против роста рынка в целом.

Транспорт:
Транспортный сектор обеспечивает одновременно и ставку на увеличение индивидуального дохода (авиаперевозки), и ставку на восстановление промышленности.

Moscow Office
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

Настоящий аналитический отчет предназначен только тем лицам, которым он вручен или направлен представителями Общества с ограниченной ответственностью Управляющей компании «Флеминг Фэмили энд Партнерс». Настоящий аналитический отчет основан на информации, полученной из публичных источников, которые по мнению авторов отчета заслуживают доверия, и не является рекламой финансовых услуг и ценных бумаг. Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Флеминг Фэмили энд Партнерс» никак не связано с компаниями и эмитентами, которые упоминаются в настоящем аналитическом отчете, если иное специально не оговорено.
Данный аналитический отчет носит информационный характер и не является офертой либо руководством к действию. В отчете не принимаются во внимание индивидуальные характеристики получателя отчета, особенности его юридического статуса, налогообложения и бухгалтерского учета. Мы настоятельно рекомендуем перед принятием решений самостоятельно оценивать риски и определять инвестиционную стратегию.
Все права на настоящий аналитический отчет принадлежат Обществу с ограниченной ответственностью Управляющей компании «Флеминг Фэмили энд Партнерс», дальнейшее его распространение без письменного согласия правообладателя является нарушением законодательства Российской Федерации об авторских правах.
Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Флеминг Фэмили энд Партнерс»; лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-12462-001000 выдана Федеральной службой по финансовым рынкам России 25 августа 2009 года, лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00683 выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 29 декабря 2009 бессрочно, телефон +7 (495) 411-53-11 www.ffam.ru