

Закончился ли кризис: прогноз на 2010/11

Выступление в женском клубе
«Я деловая», г. Пермь

Тимофеев Дмитрий, СИА
Аналитик ООО УК «Парма-Менеджмент»
Преподаватель ПФ ГУ Высшая школа экономики
28 апреля 2010 г.

План выступления:

- Текущее состояние экономики
- Инфляция
 - Определение, причины
 - Врут ли нам статистики?
- Реальные цены на товарных рынках
- Реальные курсы валют и прогнозирование
- Реальная стоимость недвижимости
- Финансовые рынки: акции и депозиты

«Непротиворечивая картина мира»:

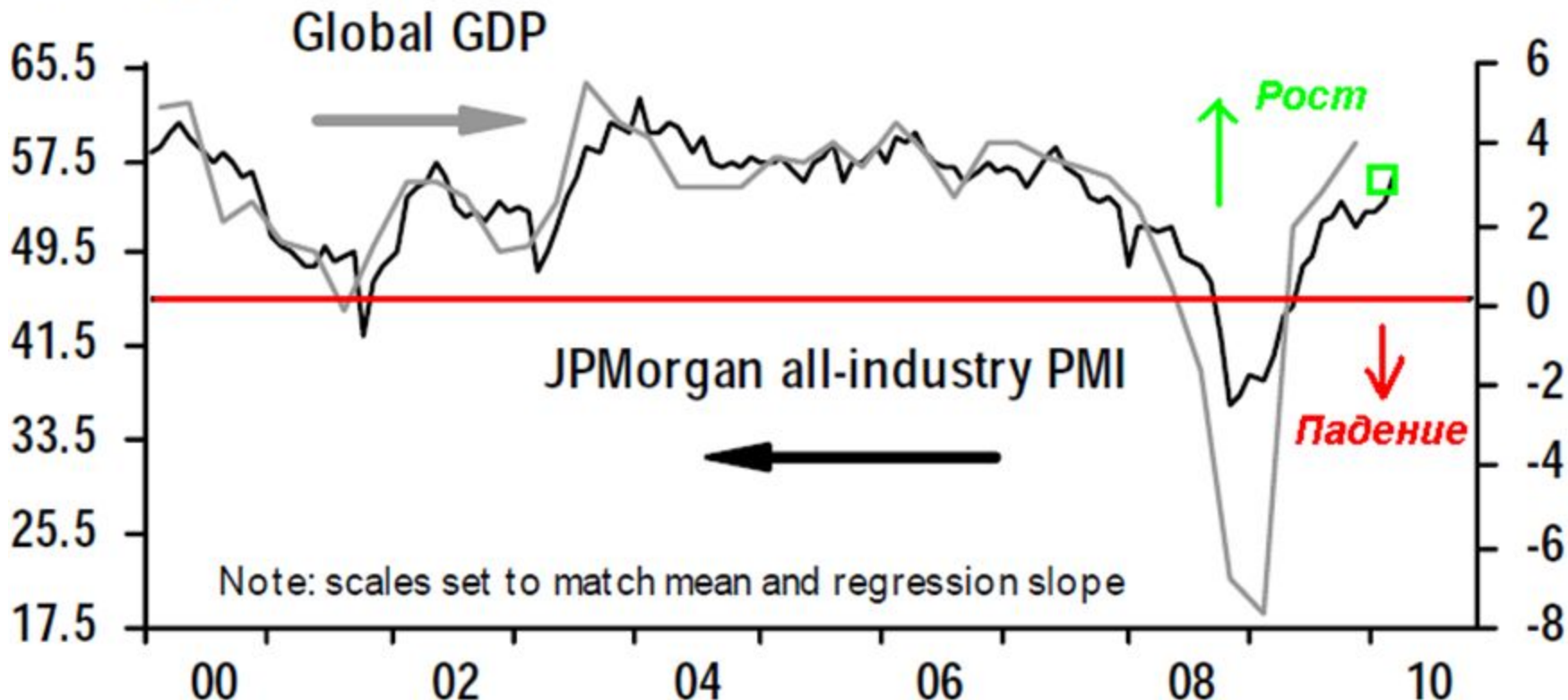
- «Великая депрессия №2» не удалась, ждатель 2-й волны – дурной тон
- Бюджетно-денежная политика РФ сохраняет черты прошлого десятилетия, переход к И.Т. в 2011 кажется все менее вероятным
- Эмиссионное финансирование бюджетного дефицита РФ 4к09 и 2010 предполагает рефляцию: оживление + рост цен
- К 2011 году следует ожидать либо заметное укрепление рубля, либо разгон инфляции

Экономический рост продолжается около года

Global activity indicators

DI, sa; grey box represents 1Q10 GDP forecast

%q/q, saar

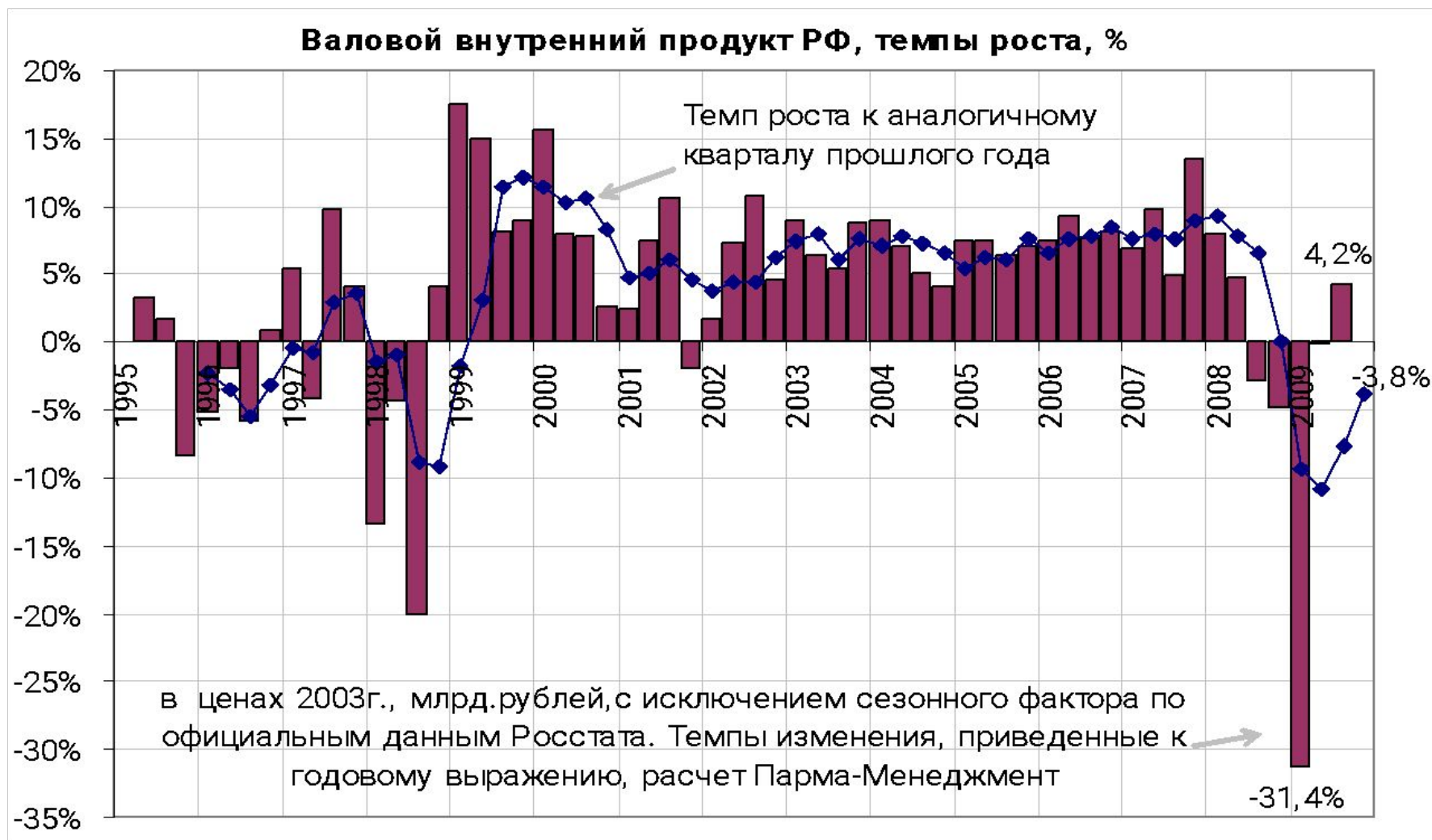


Note: scales set to match mean and regression slope

Данные www.markiteconomics.com

- Спад мировой экономики завершился в конце 2009 г.

Рост экономики РФ идет с 3 кв 09 г.



- Спад мировой экономики завершился в конце 2009 г.

Инфляция

Определение:

продолжающийся рост общего уровня цен

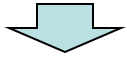
- ▶ Разовый рост индекса цен \neq инфляция

Измеряется *разными* индексами цен

- ▶ Измерения инфляции неидеальны
 - Методологические проблемы
 - Собрать данные о всех ценах невозможно
- ▶ Есть терминологическая путаница между феноменом инфляции и его численными измерениями

Как Росстат считает потребительскую инфляцию

собираются
цены



оцениваются
изменения



индекс
Ласпейреса
корзины цен

(на конец года; рублей за килограмм)	2004	2005	2006	2007
Хлеб ржаной, ржано-пшеничный	14,46	14,89	16,55	20,24
Рис шлифованный	21,04	21,36	23,45	31,54
Сосиски, сардельки	98,91	109,50	120,31	132,82
Колбаса полукопченая	138,02	151,77	162,98	177,25
Мargarин	40,95	43,46	44,78	54,64

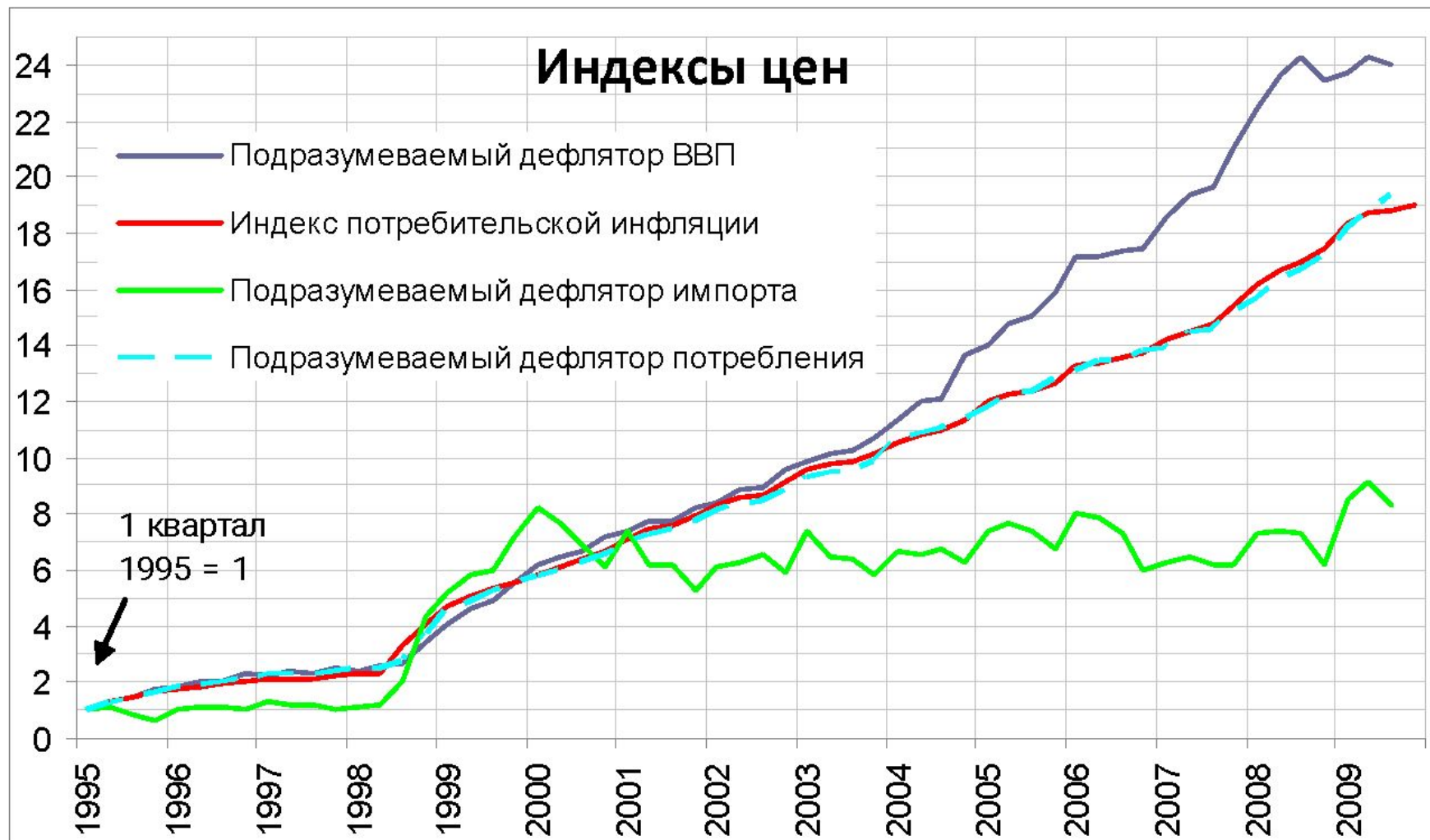
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь
Холодильник двухкамерный отечественный	100,5	100,1	100,1	100,3	100,1	100,3
Легковой автомобиль отечественный новый	100,2	99,8	99,9	99,9	100,0	99,8
Ацетилсалициловая кислота	100,7	101,1	100,1	100,3	100,6	99,9
Дрова	102,0	101,2	100,8	100,2	100,4	100,2

$$J = \frac{\sum \left(\frac{p_t^i}{p_{t-1}^i} \times p_{t-1}^i q_0^i \right)}{\sum p_{t-1}^i q_0^i} \times 100$$



Изменения индекса =
темпы инфляции

Индексы цены в России



Также имеются дефляторы экспорта, госуправления, индексы промышленных цен, «базовой инфляции», региональные и другие

Inflation = «надувание» или порча «средства обмена»

	Период после I мировой войны					Период после II мировой		
	Австрия	Венгрия	Германия	Польша	Россия	Венгрия	Греция	Китай
Первый месяц гиперинфляции	Октябрь 1921	Март 1923	Август 1922	Январь 1923	Декабрь 1921	Август 1945	Ноябрь 1943	Февраль 1947
Последний месяц гиперинфляции	Август 1922	Февраль 1924	Ноябрь 1923	Январь 1924	Январь 1924	Июль 1946	Ноябрь 1944	Март 1949
Продолжительность месяцев	11	12	16	13	26	12	13	26
Рост цен за период (раз)	69,9	44	1,02E10	699	1,24E5	3,81E27	4,7E8	4,15E6
Среднемесячный уровень инфляции	47,1	46	322	81,4	57	19 800	365	79,7
Максимальный месячный уровень инфляции	134	98	32400	275	213	41,9E15	85,5E6	919,9

В эпоху металлического стандарта уровень цен был стабильным. “Currency debasement” => инфляция

Сейчас деньги необеспеченны – инфляция возникает из-за «печатания» денег правительством

История инфляции в России

- СССР традиционно печатал деньги, закрывая дефицит бюджета => дефицит товаров (при фиксированных ценах)
- При распаде СССР новые рубли вбрасывали 15 республиканских центробанков => гиперинфляция 1992
- В 90-е Россия финансировала дефицит бюджета эмиссией
- В 2000-х Центробанк скупил \$600 млрд. за счет эмиссии рублей

Мифы об инфляции

- **Власти (России/США) врут об инфляции**
 - Неточности в измерении цен возможны, они не носят принципиального характера
- **Инфляция РФ имеет немонетарный характер (спроса/ издержек/ влияние курса)**
 - Немонетарной инфляции не бывает (М.Фридман)
- **США живут хорошо потому, что печатают доллары и расплачиваются ими**
 - Ежегодные доходы правительства США от сеньоража составляют \$30-50 млрд. при расходах бюджета ~\$3 трлн.

Почему кажется, что цифры инфляции другие?

Статьи в потерб. корзине Росстата, в порядке убывания %, 2010 г.

Мясопродукты	9.6
ЖКХ	8.8
Коммунальные услуги	6.1
Алкогольные напитки	5.8
Легковые автомобили	5.7
Одежда и белье	5.5
Прочие	3.7
Флодоовощная продукция	3.6
Услуги связи	3.1
Услуги пасс.транспорта	3.1
Прочие	3.0
Бытовые услуги	2.8
Молоко и молоч.прод.	2.6
Жилищные услуги	2.6
Обув	2.5
Общественное питание	2.5
Прочие	2.4
Бензин автомобильный	2.4
Мебель	2.3

È ò àé ààèåå...



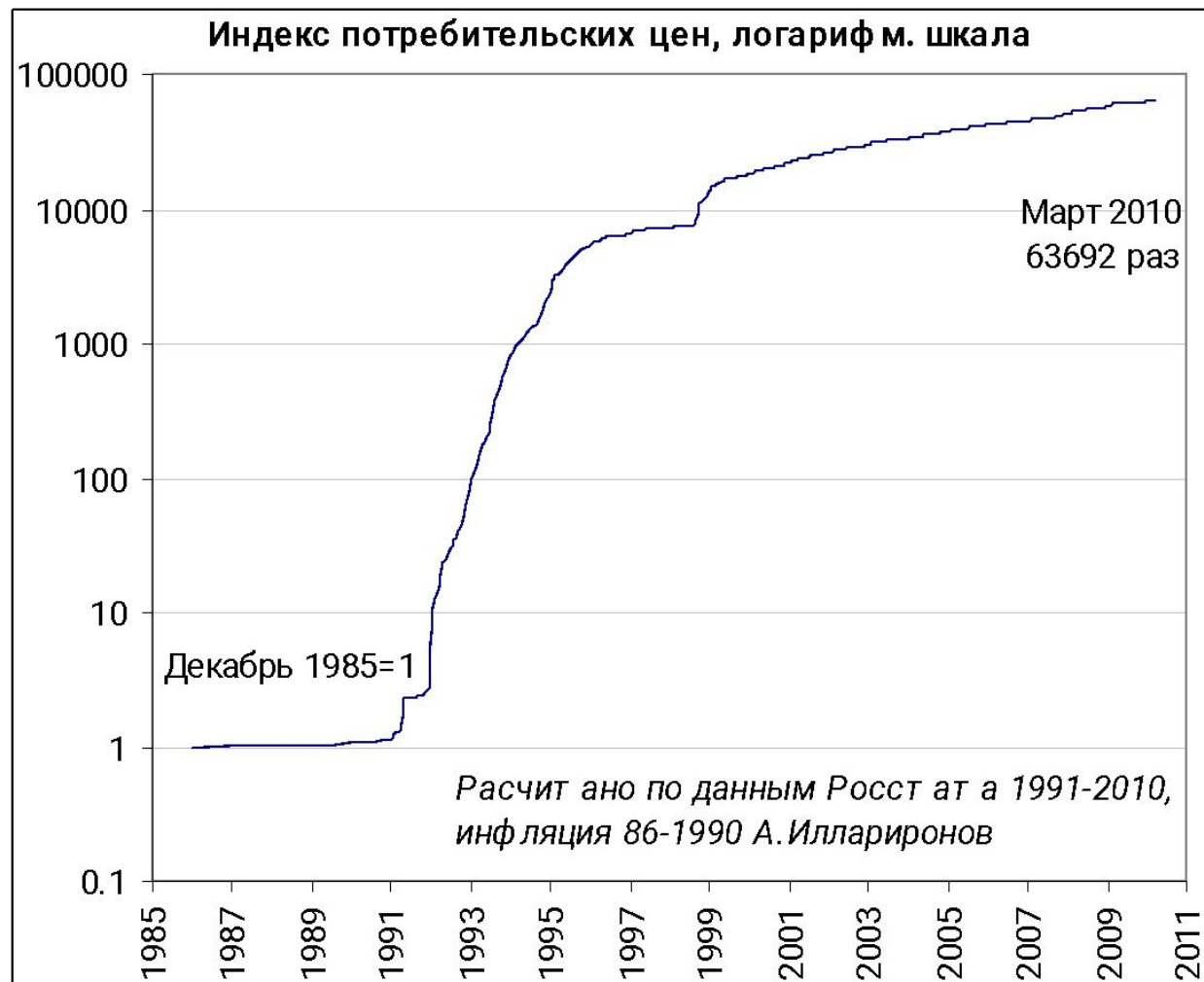
Корзина должна отражать среднее потребление по стране, включая города сельскую местность, столицу и регионы, Чечню и Анадырь

Индекс цен СССР-РФ

Год	Индекс цен СССР	Индекс цен РФ
1985	1.0	1.000
1986	1.3	1.013
1987	1.5	1.028
1988	0.8	1.036
1989	2.8	1.065
1990	6.8	1.138
1991	160.4	2.963
1992	2508.8	77
1993	839.9	727
1994	215.1	2 289
1995	131.3	5 295
1996	21.8	6 450
1997	11.0	7 159
1998	84.4	13 201
1999	36.5	18 020
2000	20.2	21 660
2001	18.6	25 689
2002	15.1	29 568
2003	12.0	33 116
2004	11.7	36 990
2005	10.9	41 022
2006	9.0	44 714
2007	11.9	50 035
2008	13.3	56 690
2009	8.8	61 679
Март 2010		63 692

Март 2010

63 692



Ист. инфляция СССР www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/Ve/1995/95-7illarionov/95-7illarionov010.htm

Инфляция РФ 1991-2009 – Росстат www.gks.ru/free_doc/new_site/prices/potr/2009/l-ipc.htm

Проверка Росстата

Среднегодовая инфляция
дек. 1985 – мар. 2010 г.
(24.26 лет):

$$63\,292^{(1/24.26)} - 1 = 58\%$$

Пусть, «правильная»
инфляция = «автобусная»,
и должно быть
 $200\,000^{(1/24.26)} - 1 = 65\%$

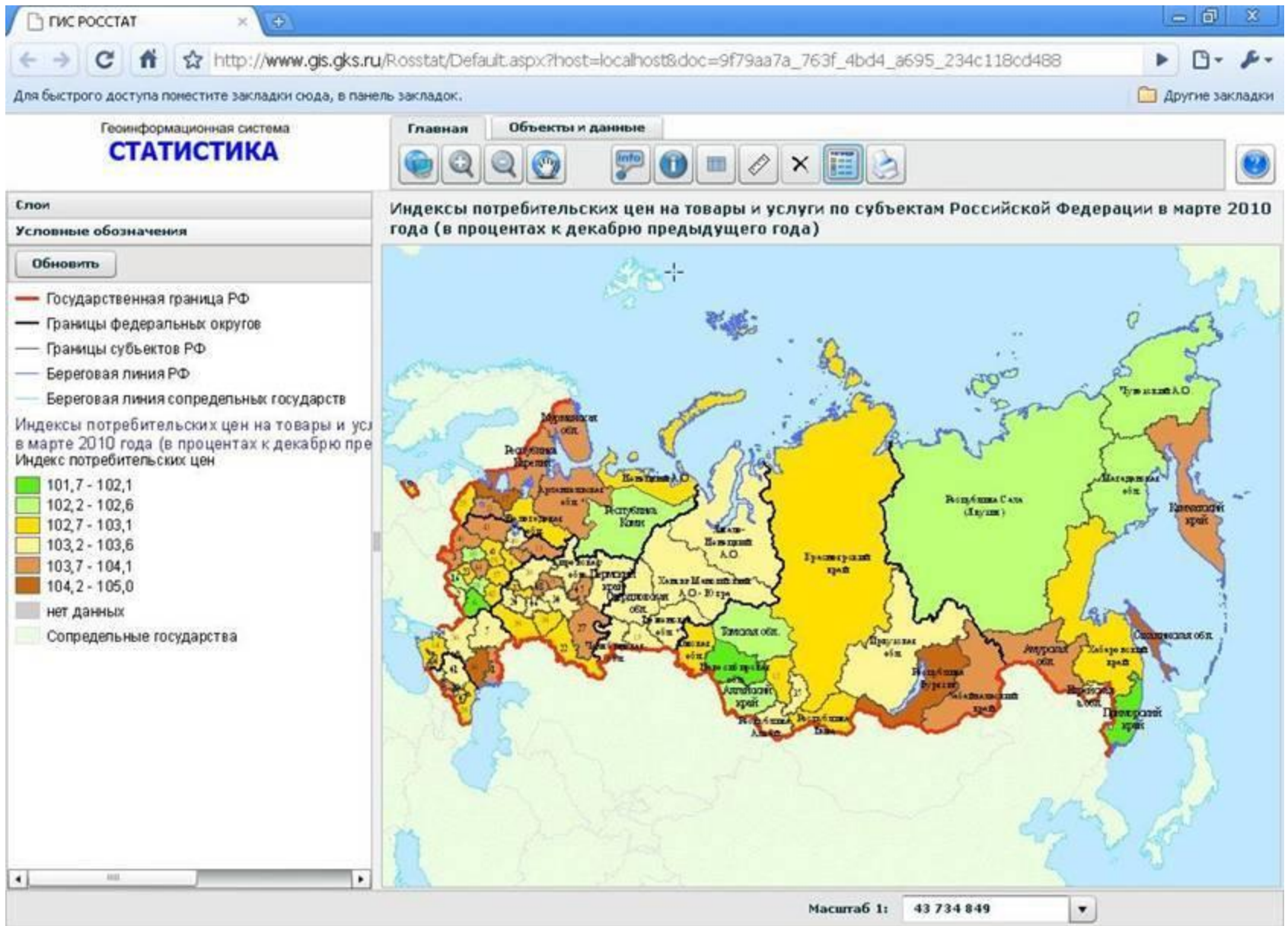
Разница инфляции 9% из
средних темпов 53% не велика
(погрешность $9\%/53\% = 13\%$)

- Если врут – не в разы
- Есть товары, которые
выросли меньше индекса

Наименование товара	СССР, 85	мар.2010	Раз
Водка	4.12	100	24 272
Стипендия студента, мес	40.00	1 000	25 000
Плитка шоколада	1.50	40	26 667
Автомобиль Волга	10 000	300 000	30 000
Сметана, 1 литр	1.30	40	30 769
Майонез (баночка)	0.51	17	33 333
Сахар, кило	0.90	30	33 333
Автомобиль ВАЗ девятка	7 000	250 000	35 714
Автомобиль Нива	7 000	264 000	37 714
Бензин, литр 76	0.40	18	45 000
Доллар, один	0.60	30	50 000
Сыр голландский, кг	3.00	180	60 000
Потребительская инфляция			63 692
Мороженное стаканчик	0.12	8	66 667
Нарезной батон	0.25	17	68 000
Молоко, 1 литр	0.32	22	68 750
Обед в столовой	1.00	80	80 000
Картошка, кг	0.10	9	90 000
Колбаса докторская, кг	2.20	200	90 909
Мясо, мякоть, кг	3.00	280	93 333
Колбаса любительская, кг	2.90	280	96 552
Линейка ученическая	0.05	5	100 000
Цветок роза, местн	0.70	100	142 857
Средняя зарплата в стране	120.00	18 500	154 167
Пострижка в парикмахерской	0.80	150	187 500
Сумка ребенку в школу	1.50	300	200 000
Проезд в автобусе	0.06	12	200 000
Билет в цирк	1.50	300	200 000
Костюм мужской	15.00	3 000	200 000
Тетрадка ученическая	0.03	9	300 000
Билет самолет Пермь-Москва	10.00	3 200	320 000

* Прирост с учетом деноминации в 1000 раз в 98 г.

Региональные темпы инфляции различны



Money illusion

- Существует тенденция людей думать о деньгах в номинальном, а не реальном выражении
 - Негибкость цен и зарплат
 - Договоры и законы заключаются в номинальных единицах
 - Люди регулярно (и некорректно) обсуждают номинальные изменения цен
- Доллар 1979 года не равен доллару 2010 года, а нефть \$35/баррель в 1979 это дороже, чем нефть в \$85/баррель сейчас
- Курс 29 рублей за доллар в 2002 году не равен текущему курсу в 29 рублей за доллар

Инфляция может быть полезной???

- Угроза инфляции заставляет людей тратить деньги и сберегать в банках
- Краткосрочная обратная связь между инфляцией и безработицей (кривая Филипса)
 - Вброс денег может вывести экономику из рецессии
- Некоторые экономисты уверяют, что есть долгосрочный компромисс инфляции и безработицей
 - Высокая безработица в Западной Европе, возможно, следствие политики Бундесбанка Германии и Европейского ЦБ.

Инфляционное таргетирование (И.Т.)

- Цель – «печатать» столько денег, чтобы инфляция соответствовала цели (target), обычно выбирается 1.5-2.5%
- Сравнительно новая политика, Новая Зеландия с 1989 г.
- Развитые страны находятся в режиме официального или неофициального И.Т.
- **Россия планирует перейти к И.Т. с 2011 г.**

Страна	Год И.Т.
NewZealand	1990
Canada	1991
UnitedKingdom	1992
Sweden	1993
Finland	1993
Australia	1993
Spain	1995
Israel	1997
CzechRepublic	1997
Poland	1998
Brazil	1999
Chile	1999
Colombia	1999
SouthAfrica	2000
Thailand	2000
Korea	2001
Mexico	2001
Iceland	2001
Norway	2001
Hungary	2001
Peru	2002
Philippines	2002
Guatemala	2005
Slovakia	2005
Indonesia	2005
Romania	2005
Turkey	2006
Serbia	2006
Ghana	2007

«Рог изобилия»: сырьевые товары дешевеют в реальном выражении

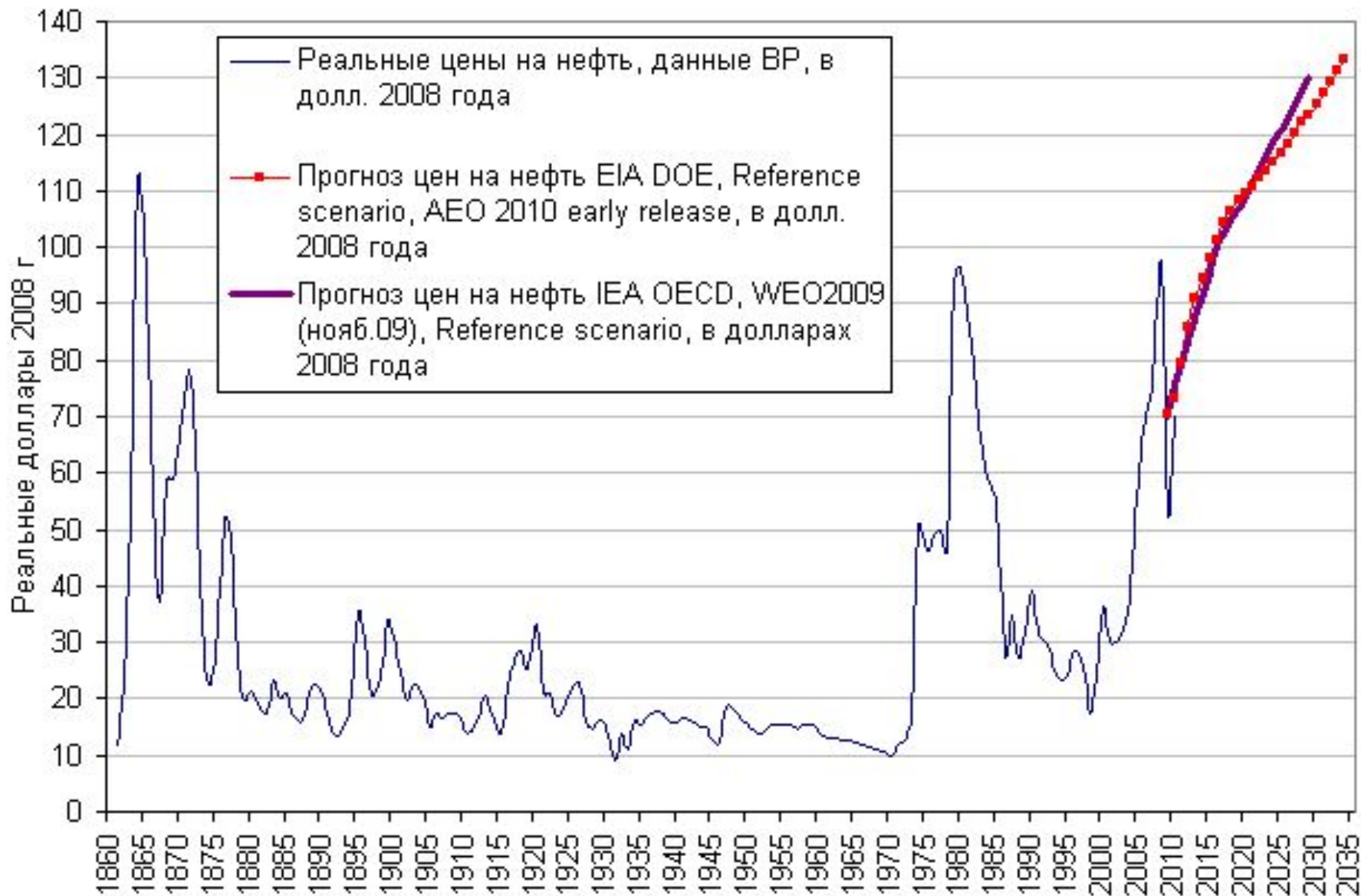


Почему товары дешевеют?

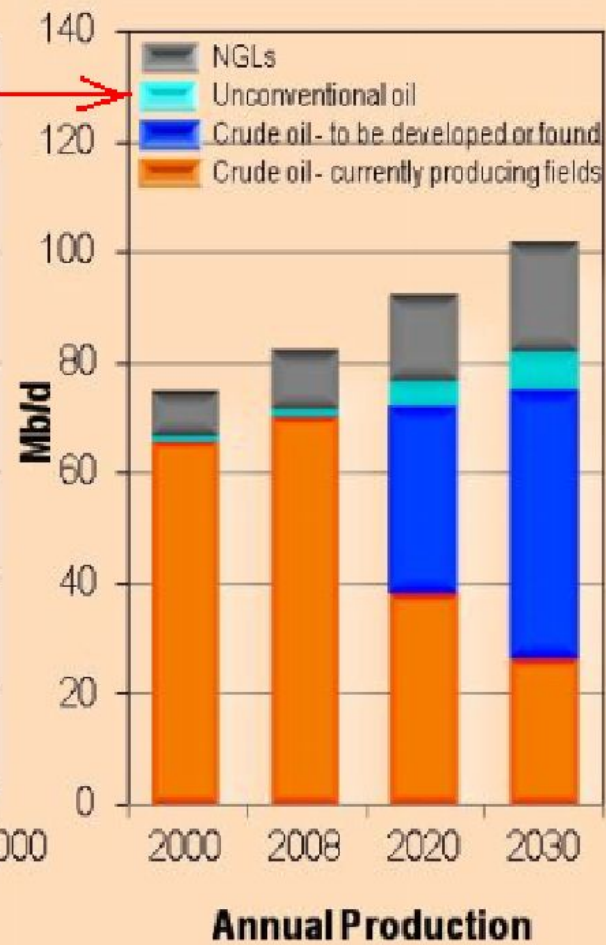
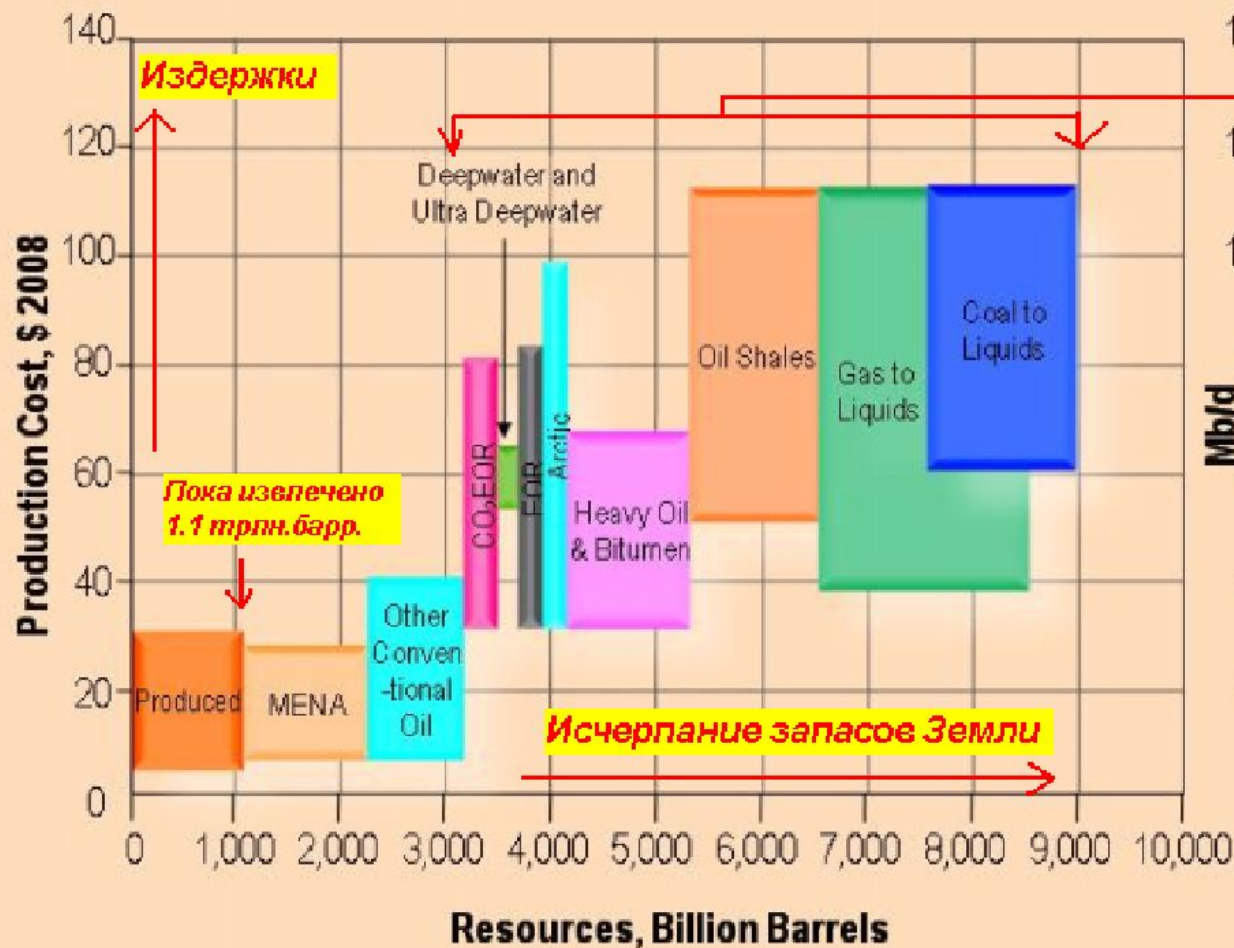
- Применение новых машин и технологий = рост производительности труда
- «Больше товаров по меньшей цене»

- *В начале 1800 г. в США 98% работающих было занято в сельском хозяйстве. Они кормили 2% городского населения
Сейчас в США менее 2% обеспечивают продовольствием всю страну + экспорт*

Нефти предсказывается рост?



Нефти в Земле очень много, но издержки извлечения выше



Source: IEA World Energy Outlook 2009

Ист. Schlumberger

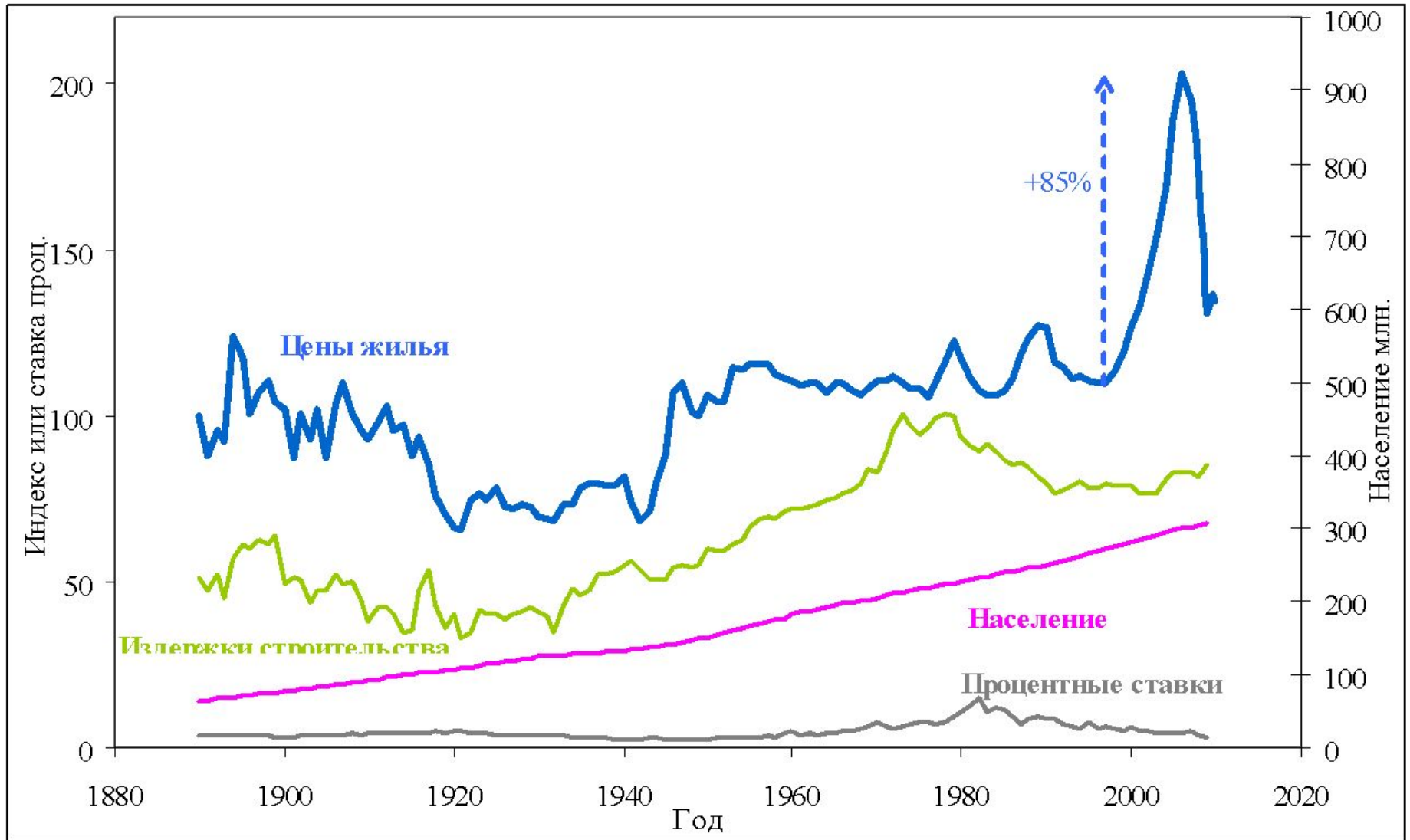
Золото ≠ деньги, золото = сырьевой товар



Цены золота: интерпретация

- Золото перестало быть деньгами с 1973 года, центробанки распродают запасы
- Большая инфляция в развитых странах 70-х годов заставила инвесторов искать убежища в золоте.
- В 1980-2001 гг. центробанки стали ответственной реальные цены золота обвалились больше чем в 5 раз
- В 2002-2008 реальные цены выросли в 4 раза, возможно, на ювелирном, промышленном спросе, как многие другие сырьевые товары
- В 2008/2009 году инвестиционный спрос спровоцирован страхом инвесторов перед неортодоксальной политикой ФРС/ЕЦБ

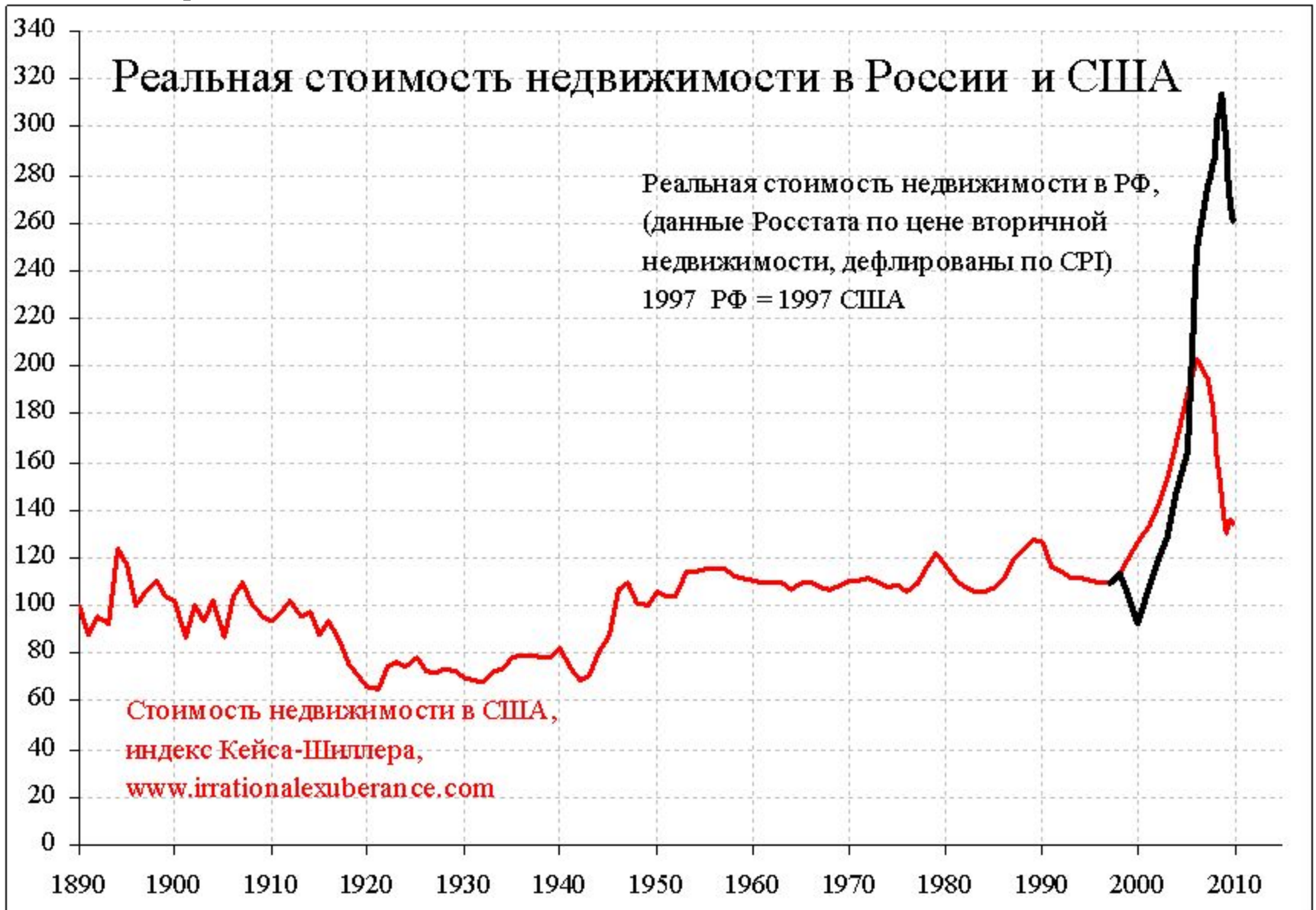
Реальная стоимость жилья США



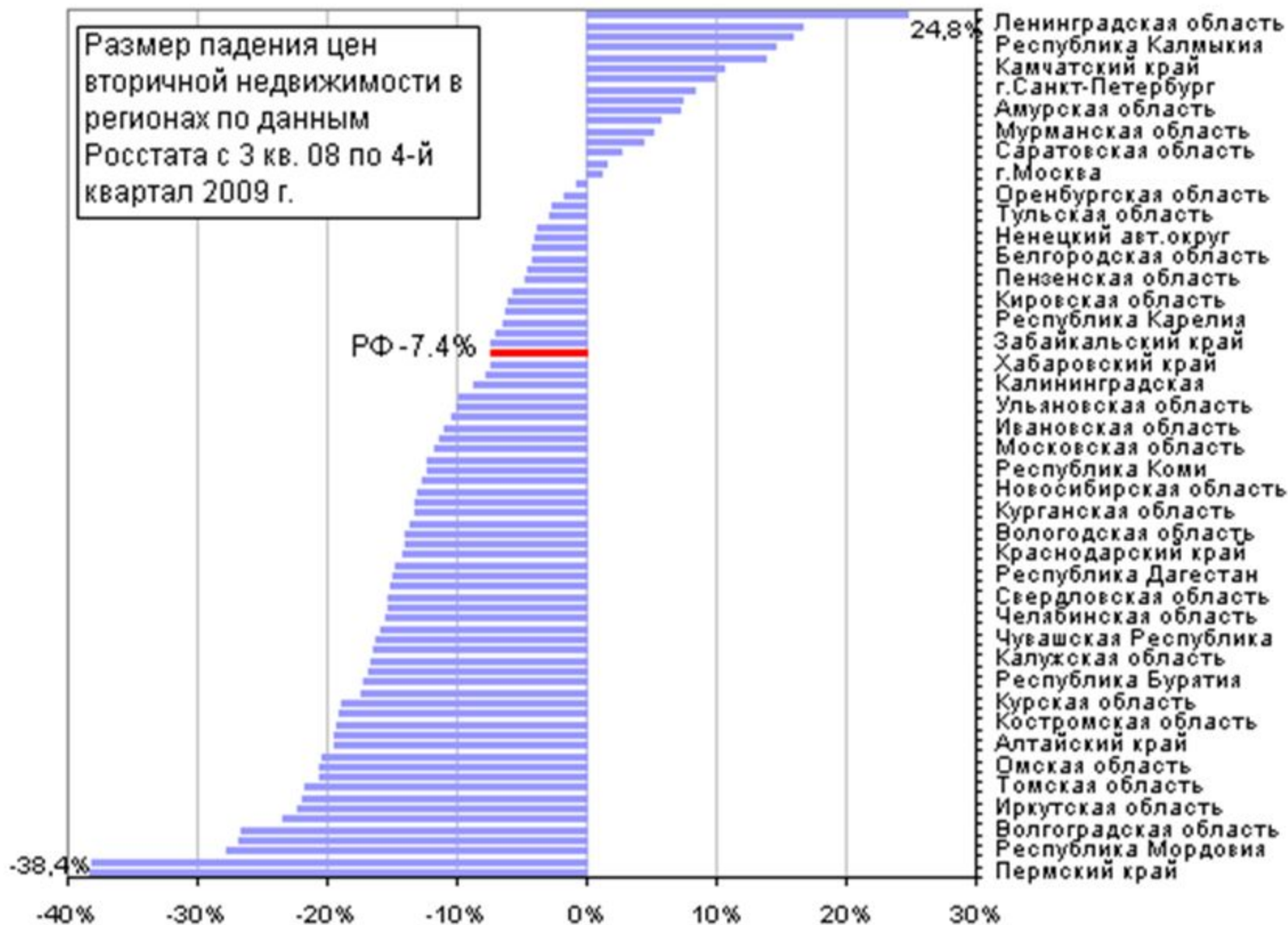
Пузырь недвижимости в США

- Едва ли объясняется процентными ставками, издержками и тем, что «землю больше не производят»
- «Money illusion» заставляла думать, что недвижимость всегда растет
- Наиболее вероятная причина пузыря – иррациональный оптимизм и идея «новой эры»
- «Лучшее лекарство против высоких цен – высокие цены». Но стройкомплекс не способен мгновенно дать большой объем, длительные сроки созревания предложения нового жилья

Где рост недвижимости выше?



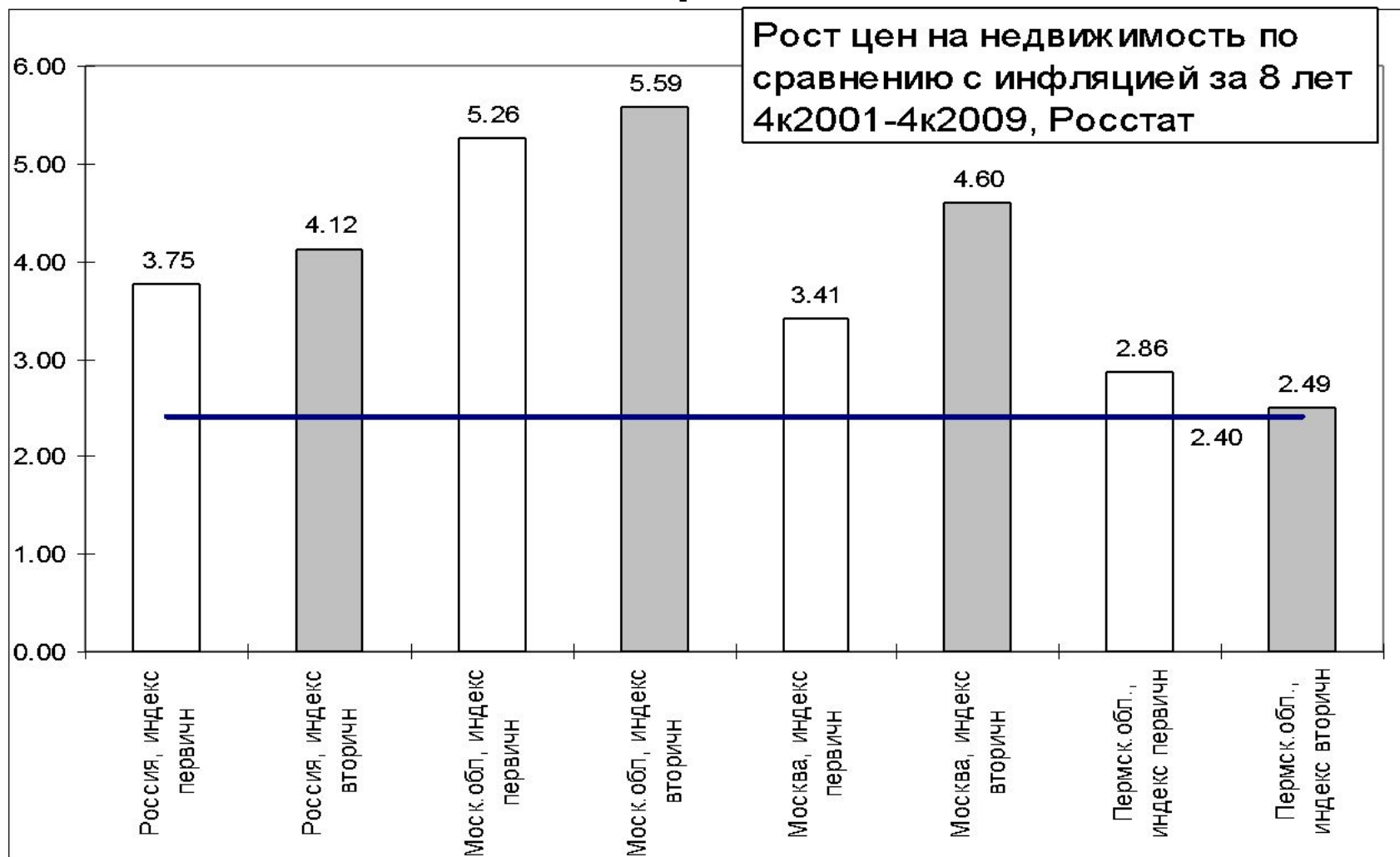
Номинальное падение 3кв08-4кв09



Цены недвижимости в РФ

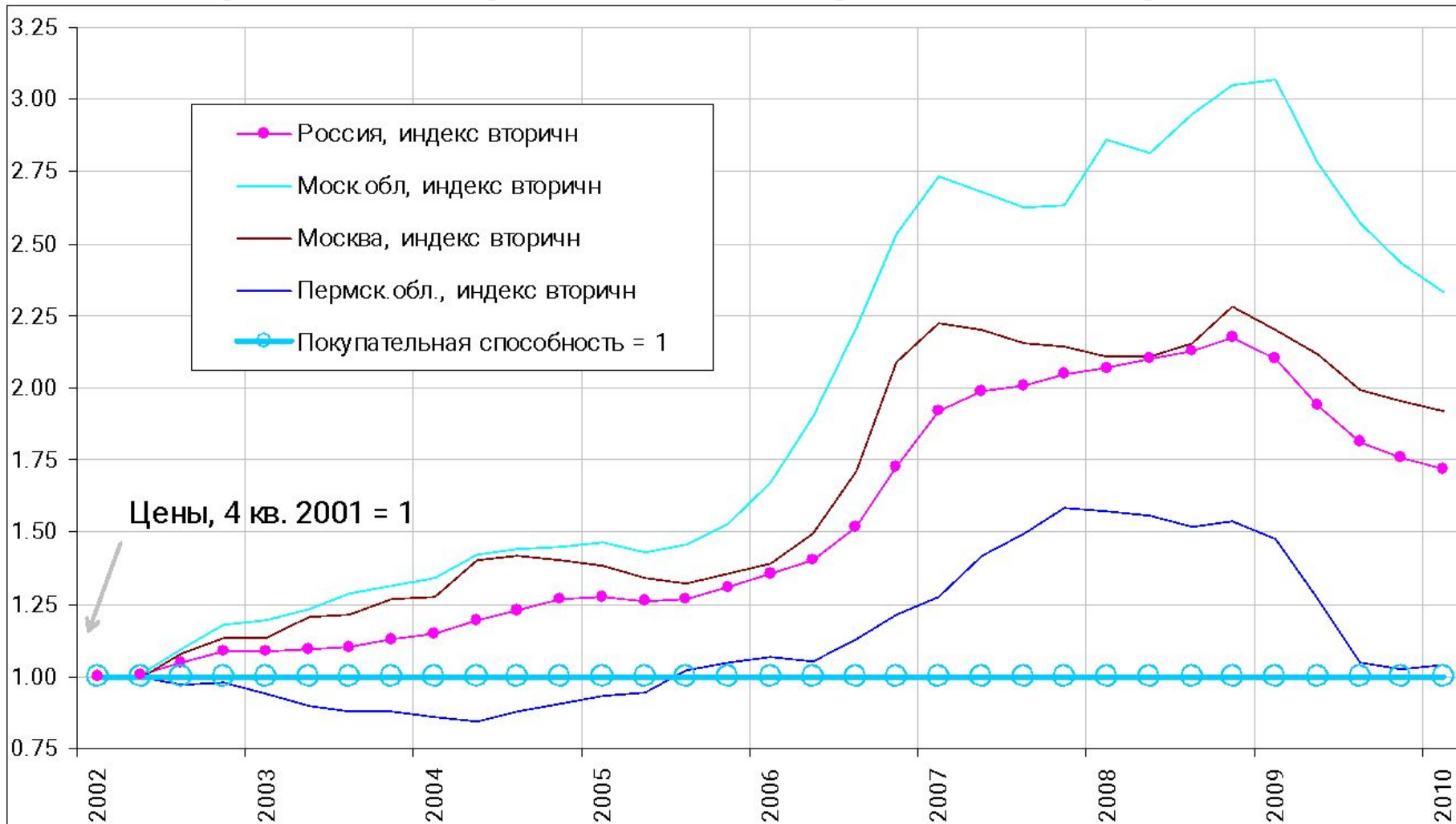
- Недвижимость не может вечно обгонять инфляцию
- В норме инвестиции в квадратный метр должны примерно отбивать инфляцию, но не следует рассчитывать на регулярную реальную доходность.
- Рынок слишком разнороден, объект объекту рознь
- Долгосрочно цены недвижимости будут определяться издержками строителей + нормальная прибыль. Строители заявляют, что их издержки в Перми ~30 тыс./кв.м.
- Не обязательно, что российская недвижимость сейчас переоценена, возможно, в 90-х она была слишком дешева

Недвижимость пермского края почти не обгоняет инфляцию с 2001 г.



Начальная точка определяется доступность данных Росстата (начиная с 2002 года поквартально)

В результате кризиса опережающий рост пермского Края потерян



* Рассчитано по данным Росстата по Пермской области (не по одному г.Перми!!!)

Акции против недвижимости



Индекс бигмака

WBG

Index **WBG**

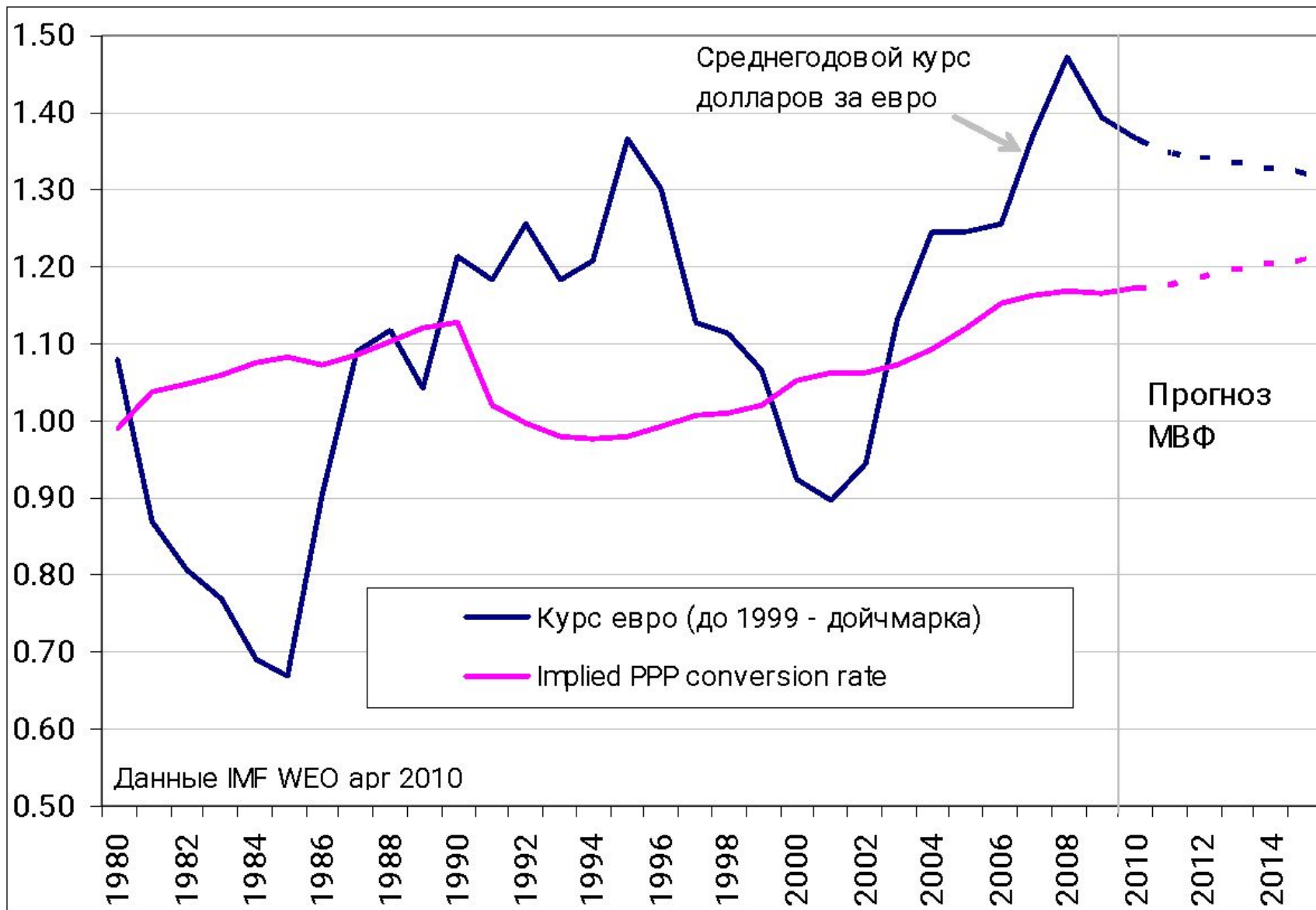
The Economist Big Mac Index

	Current	Previous	Pct Change	Over/Under versus US
1) Americas				
4) United States	\$ 3.58 10	\$ 3.57 09	.28%	.00%
5) Canada	\$ 4.06 10	\$ 3.35 09	21.19%	-6.16%
6) Brazil	\$ 4.02 09	\$ 4.73 08	-15.01%	12.61%
7) Mexico	\$ 2.56 10	\$ 2.39 09	7.11%	-33.05%
8) Argentina	\$ 3.02 09	\$ 3.64 08	-17.03%	-15.41%
2) Europe/Africa/ME				
9) Switzerland	\$ 6.16 10	\$ 5.98 09	3.01%	67.51%
10) Denmark	\$ 5.53 09	\$ 5.95 08	-7.06%	54.90%
11) Sweden	\$ 4.93 09	\$ 6.37 08	-22.61%	38.10%
12) Eurozone	\$ 4.62 10	\$ 4.62 09	.00%	29.41%
13) United Kingdom	\$ 3.48 10	\$ 3.69 09	-5.69%	3.36%
14) Russia	\$ 2.39 10	\$ 2.04 09	17.16%	-42.86%
3) Asia/Pacific				
15) South Korea	\$ 3.00 10	\$ 2.59 09	15.83%	-27.45%
16) Australia	\$ 3.98 10	\$ 3.37 09	18.10%	-5.60%
17) Japan	\$ 3.54 10	\$ 3.46 09	2.31%	-3.08%
18) Thailand	\$ 2.16 10	\$ 1.89 09	14.29%	-47.06%
19) China	\$ 1.83 10	\$ 1.83 09	.00%	-48.74%

Идея теории паритета покупательной способности (ППС)

- Правило одной цены: если курс страны занижен, экспорт стимулируется, импорт подавляется
- Растущий приток валюты увеличивает курс до равновесного (паритетного) значения
- Следствие:
Если за год в РФ инфляция 13%, а в США 2%, тогда курс рубля должен упасть на ~11% (разницу в инфляции).
- Краткосрочно это может не работать, но долгосрочно ППС – мощнейшая теория для объяснения курсов

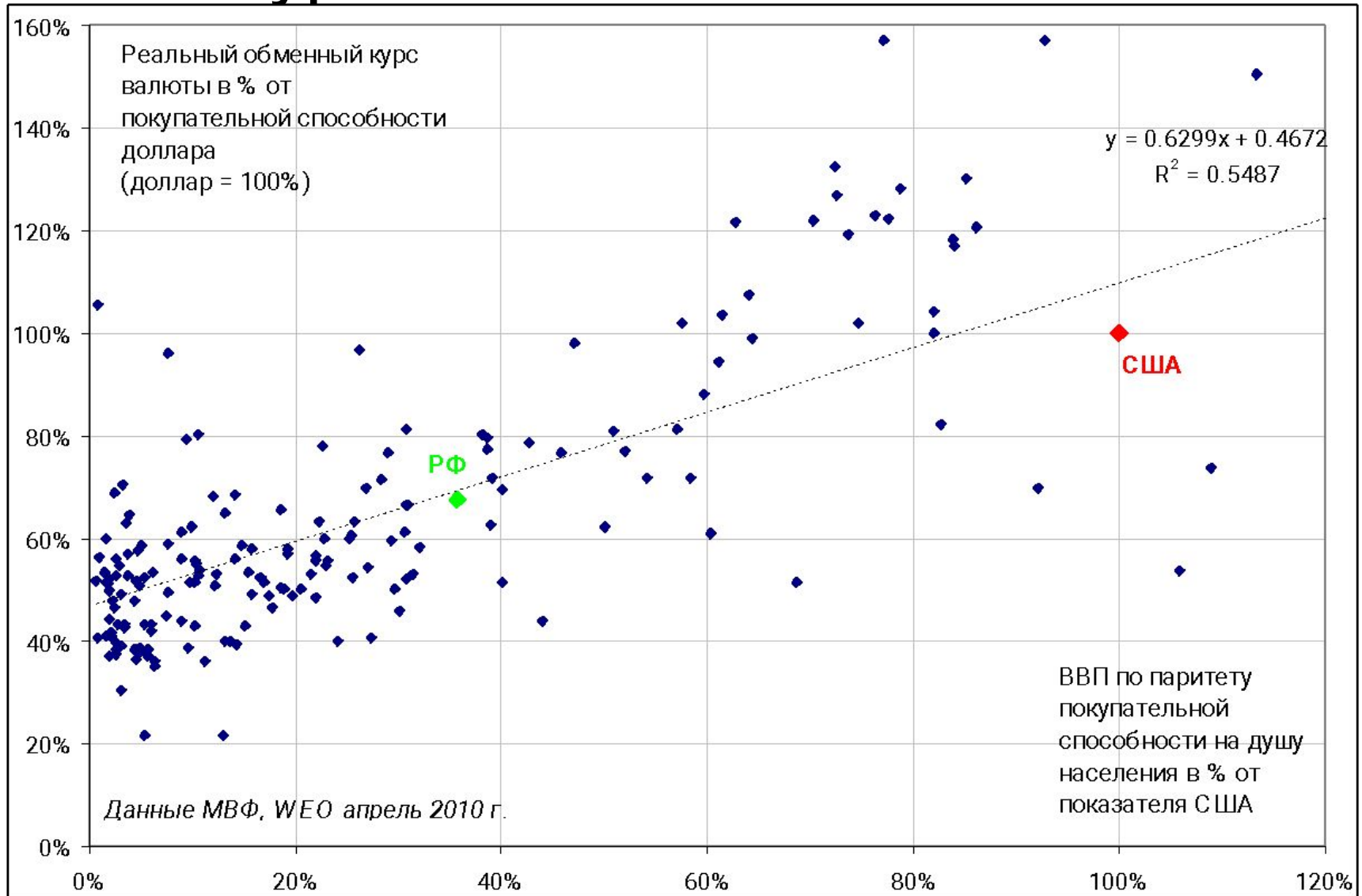
Рыночный и паритетный курс



Международные сравнения

- ВВП РФ в 2009 году составил 39 трлн.рублей или \$1.23 трлн. по среднегодовому курсу 31.7 руб./\$.
- Если курс рубля к доллару занижен, то ВВП в \$1.23 трлн. недооценивает экономику РФ
- Идея межстрановых сравнений по ППС – посчитать ВВП стран в ценах США. В этом случае ВВП РФ = \$1.6 трлн.
- Данные ППС можно использовать для анализа и прогнозирования курса

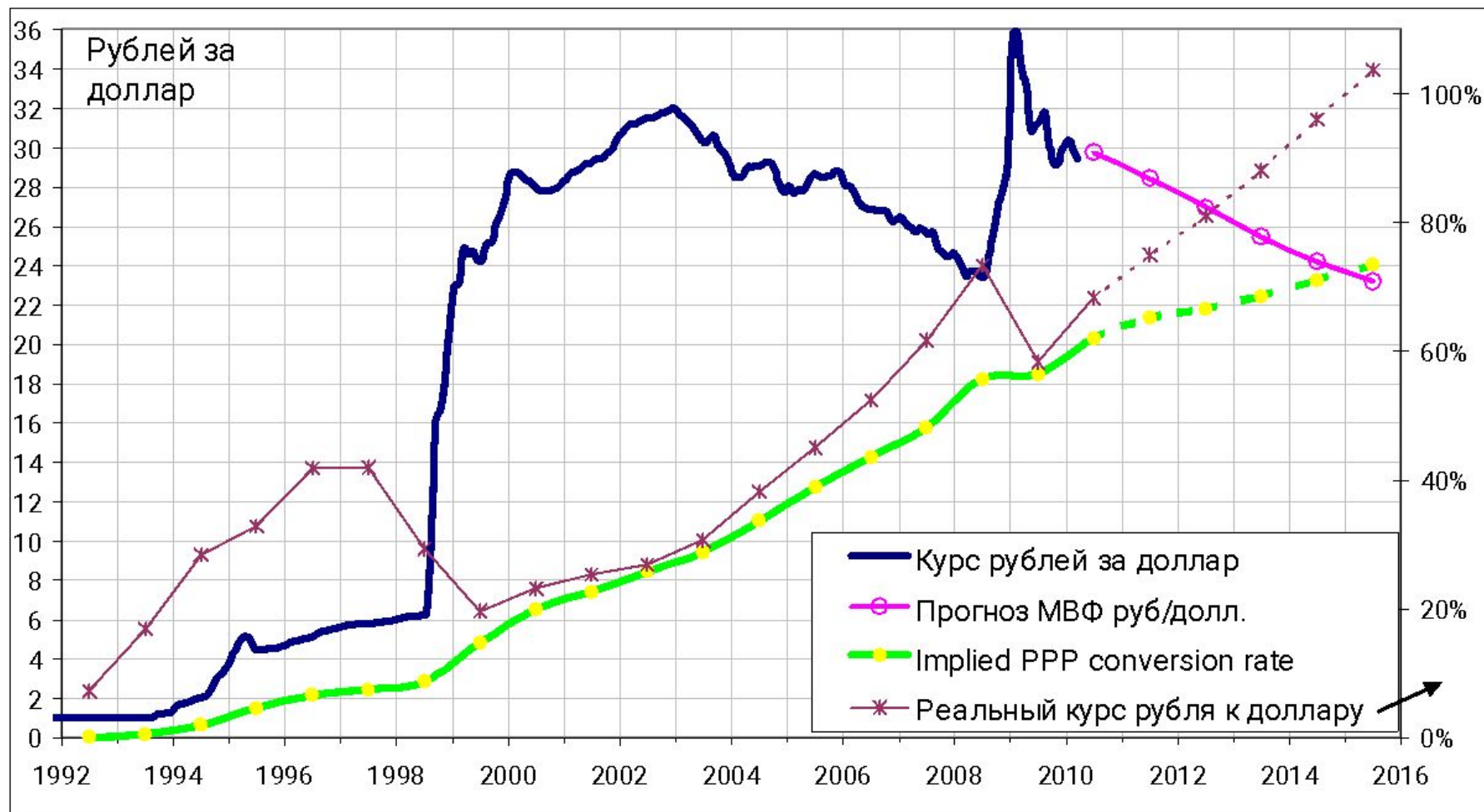
Карта мира за 2009 г.: обменные курсы и благосостояние



История реального обменного курса рубля к странам-партнерам



Прогноз МВФ: реальный и номинальный курс



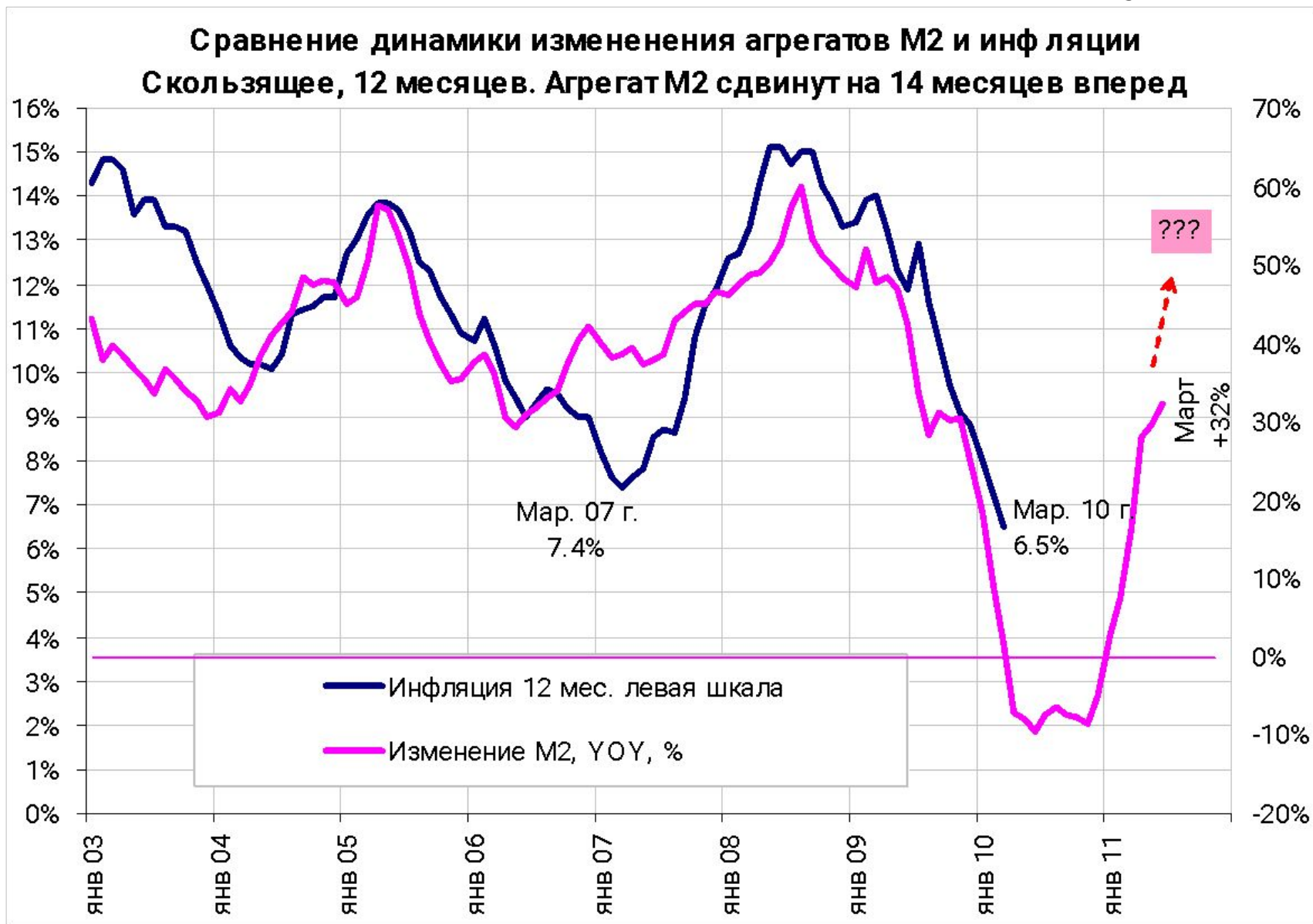
Год	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(1) Паритетный обменн. курс	18.23	18.50	20.30	21.31	21.82	22.43	23.23	24.04
(2) Реальный курс руб/долл.	73%	58%	68%	75%	81%	88%	96%	104%
(1) поделить на (2) = = прогнозный курс руб./долл.	24.85	31.74	29.74	28.44	26.94	25.46	24.18	23.18

Данные МВФ, WEO апр. 2010

Прогноз курса рубля

- Девальвация рубля до 45 рублей за доллар в 2010 году потребует реального курса в 45% ($=20.3/45$) к доллару (см. «карту мира»)
- Девальвация до 60 руб. потребует курса в 33% - почти невозможно
- Рубль был сравнительно дешевым в 2009 году (58%) – дешевле более бедных Турции (70%) и Бразилии (78%)
- Траектория укрепления рубля зависит от интервенций ЦБ РФ (и политической воли)

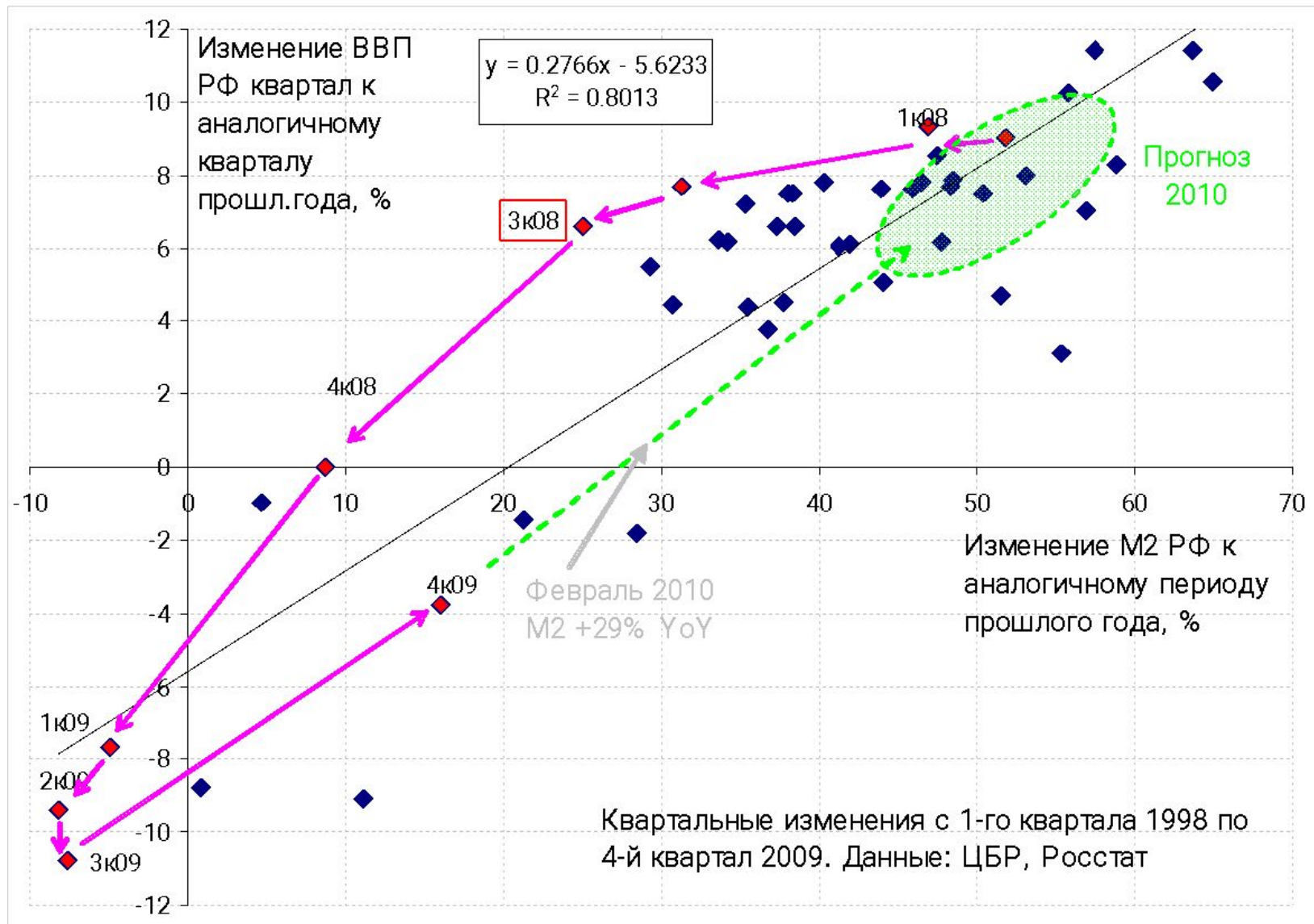
Нестабильность предложения рублей



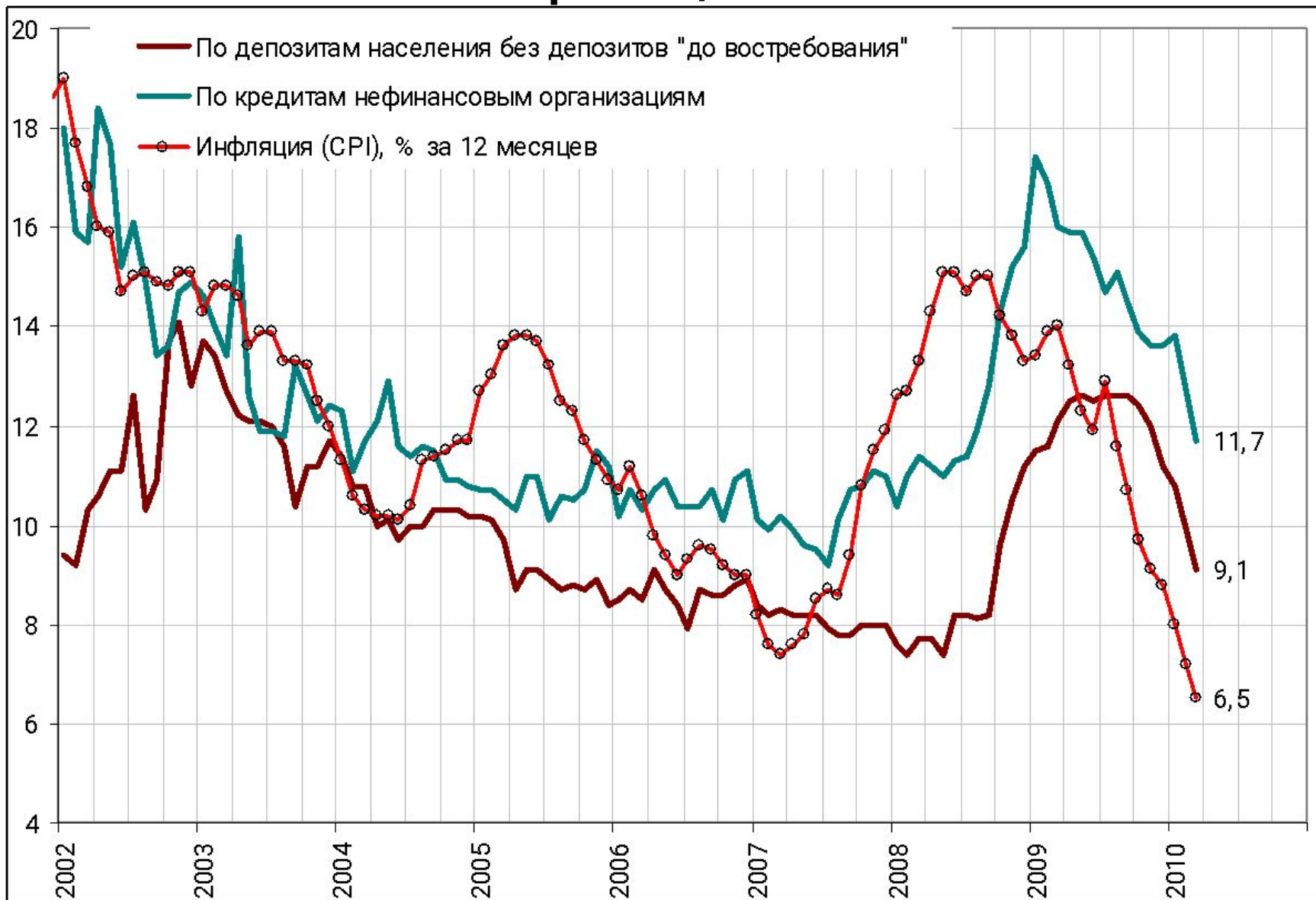
Валютно-денежная политика РФ

- При управлении номинальным курсом ЦБ теряет контроль над предложением денег
- В кризис чтобы остановить девальвацию ЦБ РФ сократил предложение рублей и вызвал резкий спад экономики (и торможение инфляции)
- Сейчас идет обратный процесс. Бюджет РФ тратит эмиссионные рубли Резервного фонда и Нацблагосостояния, а ЦБ покупает доллары за счет эмиссии
 - 2010 год – падение рублевых ставок, доступность кредита
 - Возвратный рост ВВП, ускорение инфляции
 - Переход к инфляционному таргетированию под вопросом

Наблюдаемая связь ВВП и предложения рублей



Связь инфляции и ставок



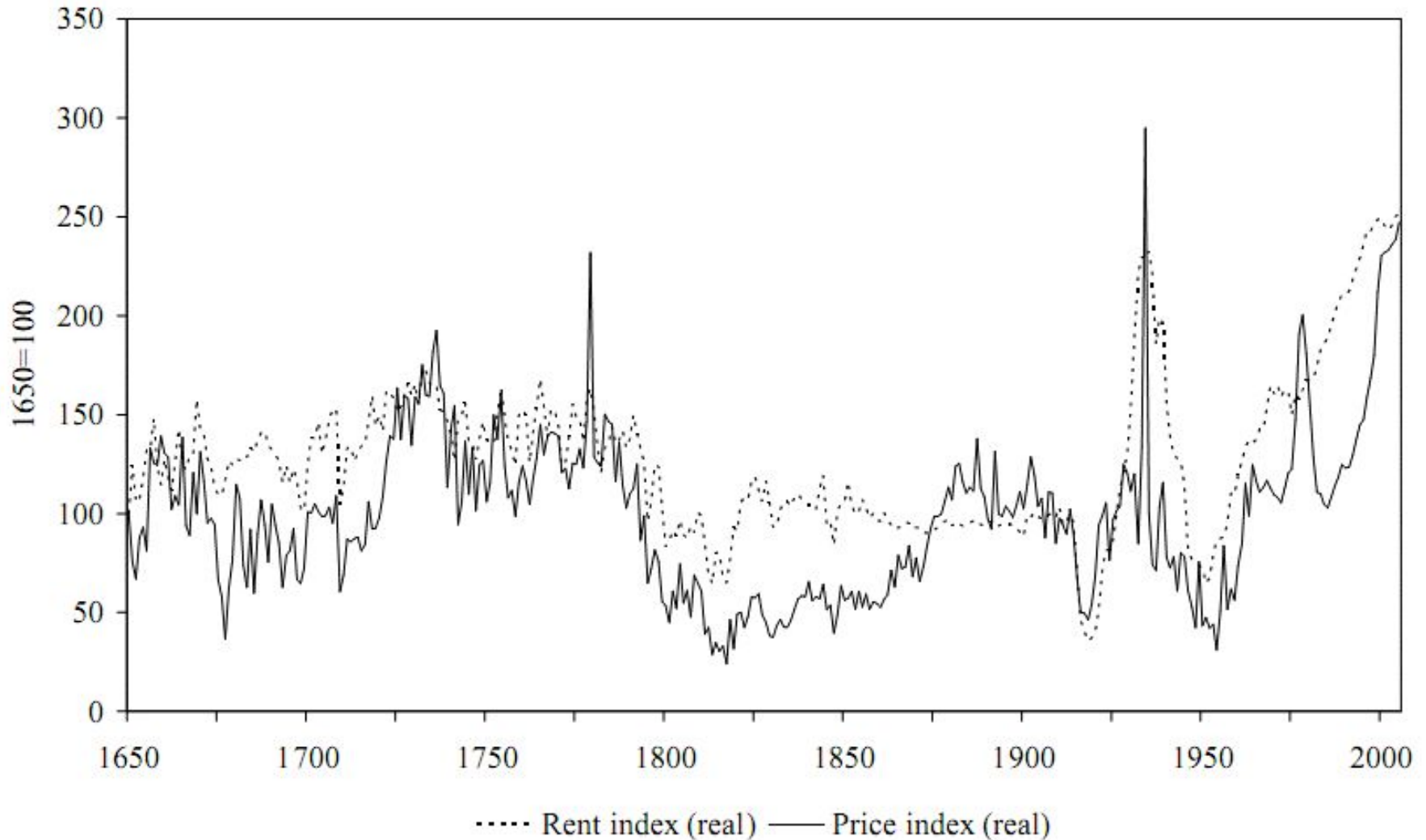
Экономические пророчества

- «Вторая волна» крайне маловероятна
- Надвигается рефляция
 - Экономика РФ ускорится во второй половине года, ВВП 2010 вырастет больше 5%
 - Инфляция в РФ в 2010 году будет порядка 5-6%, и разгонится больше 10% в следующем году
- Кредит становится крайне доступным, ставки упадут ниже инфляции
- В перспективе трех лет правительство окончательно решит проблему инфляции в РФ
- Рубль продолжит укрепляться, реально (и, возможно, номинально)

Спасибо за внимание!
Вопросы?

Далее: дополнительные слайды

355 лет недвижимости Амстердама



Ambrose, Brent W.; Eichholtz, Piet M. A. and Lindenthal, Thies - "House Prices and Fundamentals: 355 Years of Evidence" (2009)

Прогнозы по золоту

<HELP> for explanation.

Mtge **CPF**

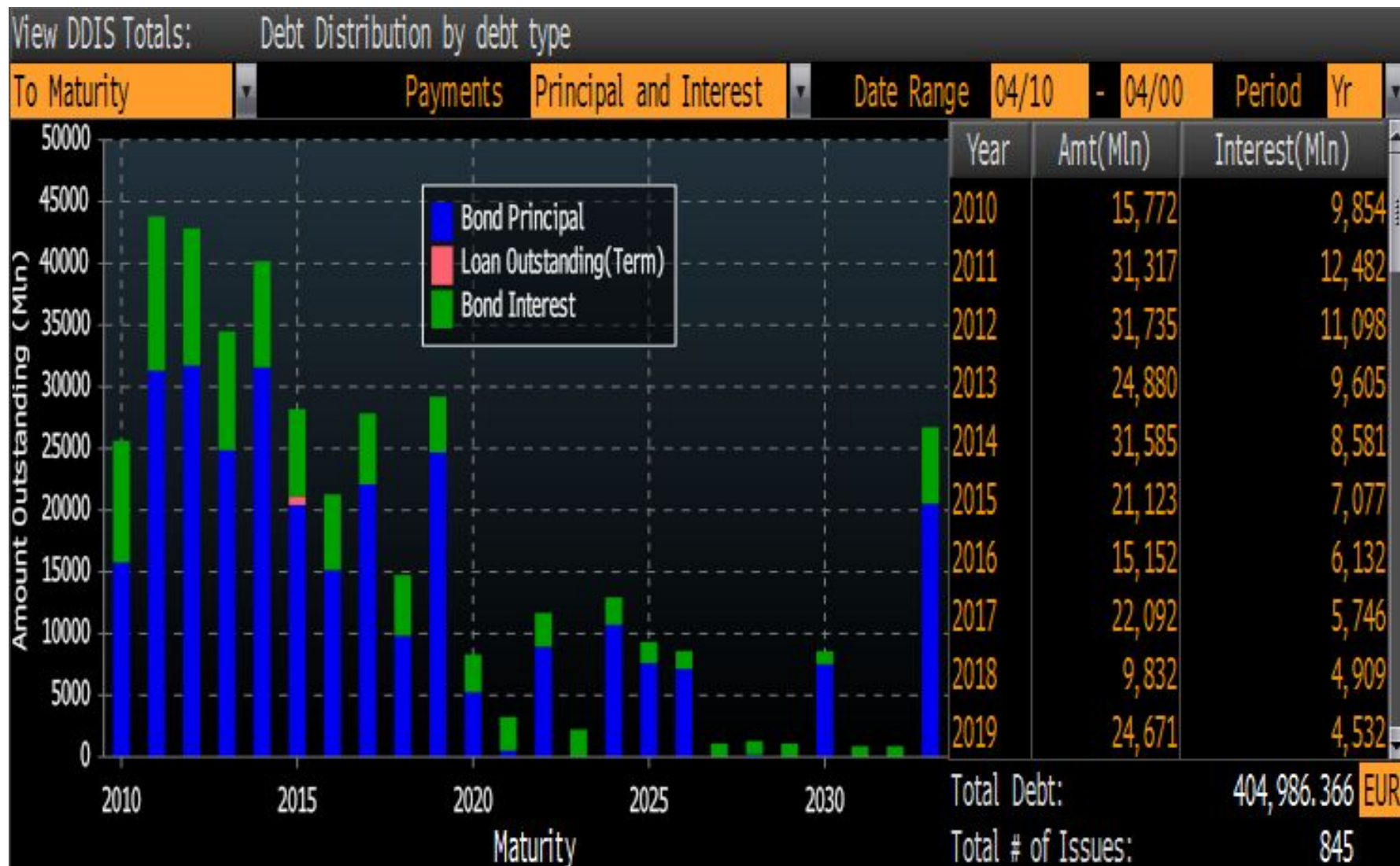
Right click on summary data or analyst estimates for historical price graph

95) Chart		96) Contributor		97) Histogram		98) Download		Page 1/2 Commodity Price Forecast			
Gold Spot		As Of		04/26/10		Ticker Type		Actual			
Current Price 1155.22		Median		2010	2011	2012	2013				
		Mean		1143	1150	1035	988.75				
		Bloomberg Wgt Avg		1156	1172	1165	1123				
		High		1164	1173	1215	1206				
		Low		1552	1650	2300	2500				
		Current Fwd		1016	900.00	910.00	550.00				
Firm		20 Analyst(s)	As Of	2010	2011	2012	2013				
1)	TD Newcrest Inc	G. Barnes	10/14/09	1100	1100	1000					
2)	Scotia Capital Inc	D. Christie	10/20/09	1100	1250	1000	900.00				
3)	Westpac Banking Corp	J. Smirk	11/09/09	1016	1013	1035					
4)	VTB Capital PLC	W. Bielski	11/19/09	1025	1050	1100	1100				
5)	JPMorgan Chase & Co	M. Jansen	12/10/09	1288	1225	1100	1000				
6)	Societe Generale	D. Wilson	12/11/09	1388	1400	1380	1350				
7)	Standard Chartered Bank	D. Smith	01/08/10	1140							
8)	Deutsche Bank AG	D. Brebner	01/12/10	1147	1259	1000	800.00				
9)	Landesbank Baden-Wuerttemberg	T. Proettel	01/13/10	1150							
10)	Prestige Economics LLC	J. Schenker	01/25/10	1169	1250						
11)	Commerzbank AG	E. Weinberg	02/01/10	1050							
12)	BMO Capital Markets Corp	B. Melek	02/02/10	1150	1150	950.00	925.00				

41) Quarterly Forecast

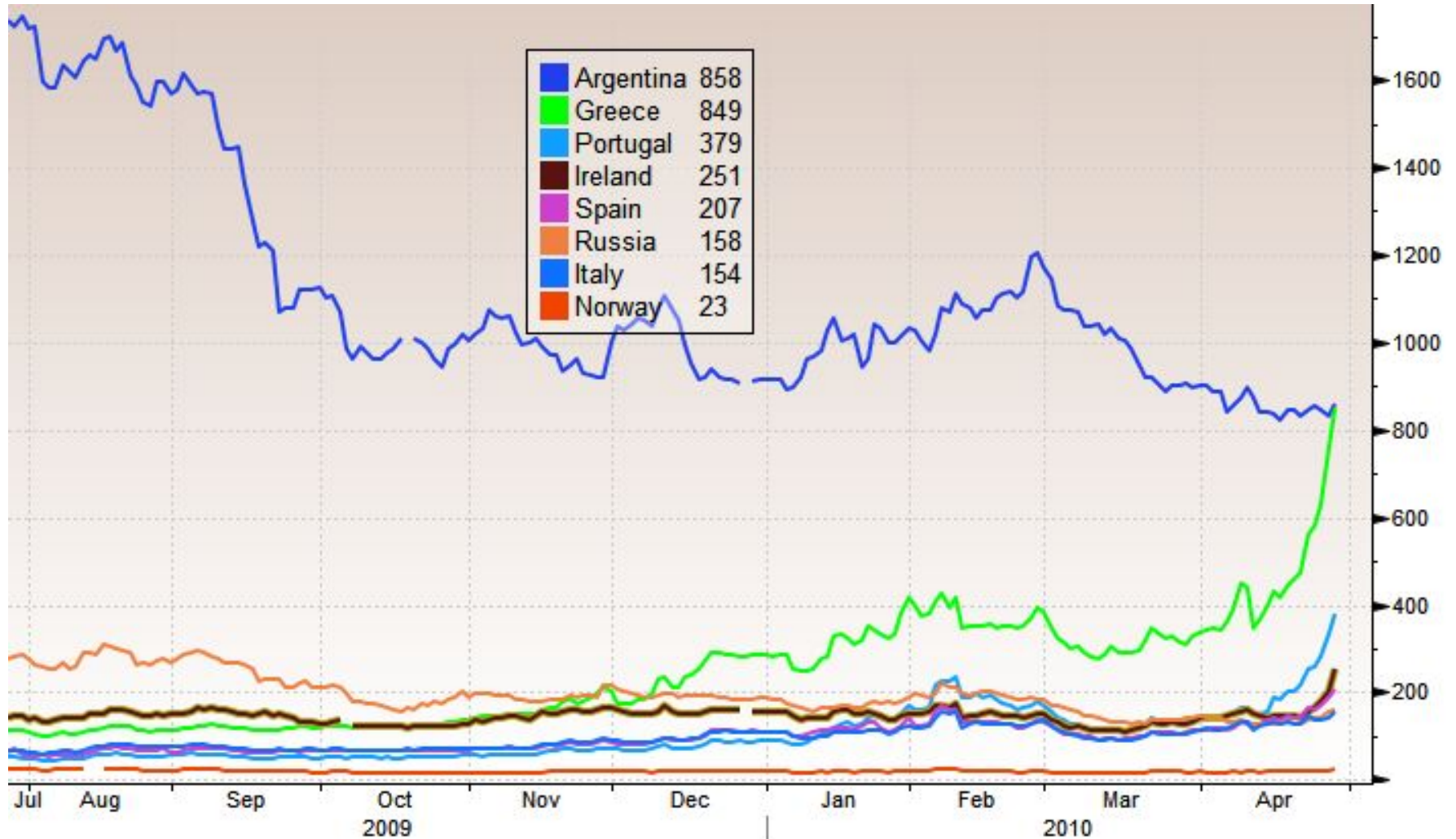
42) Yearly Forecast

Долги Греции

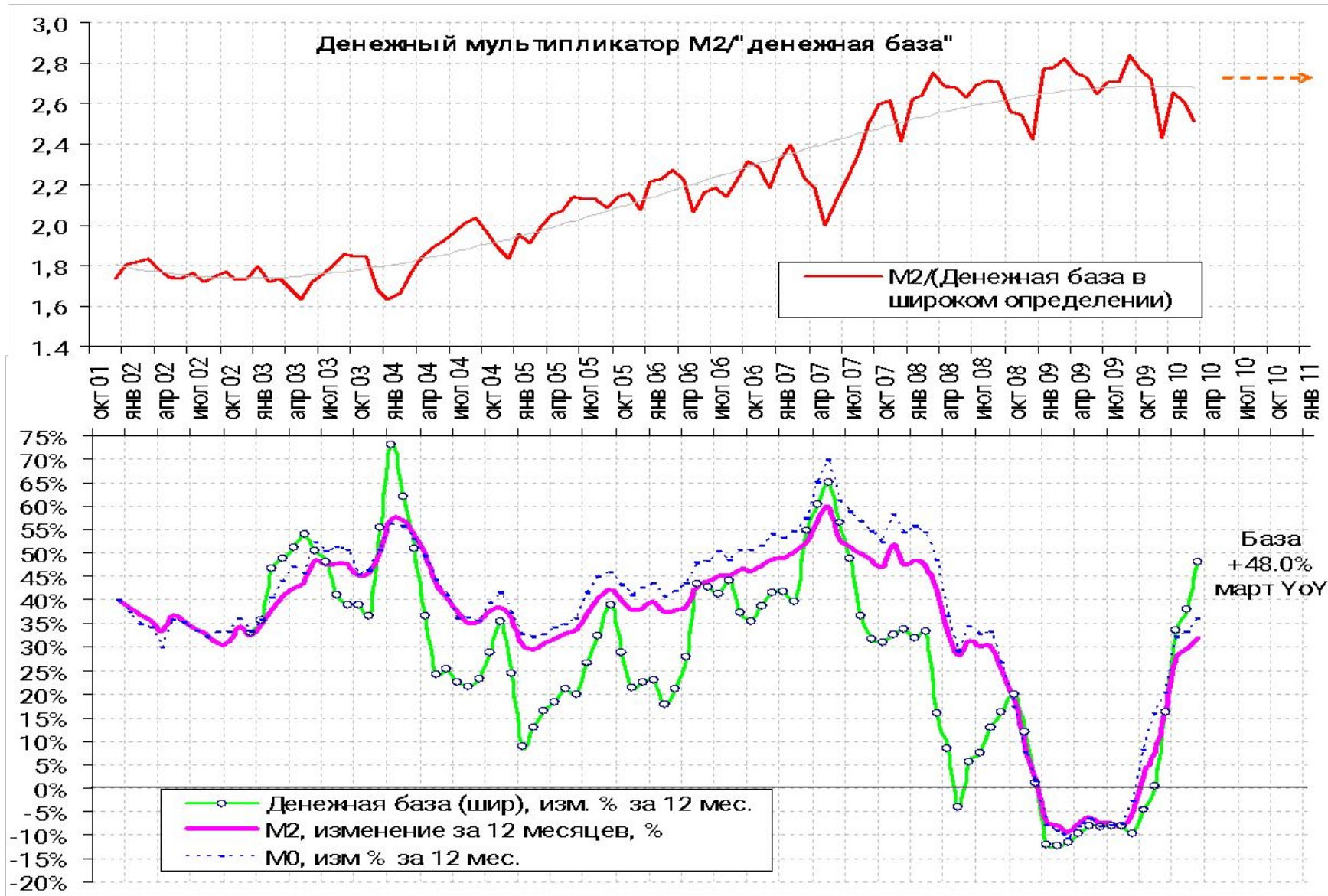


Данные Блумберг, 28-4-10

Суверенные CDS



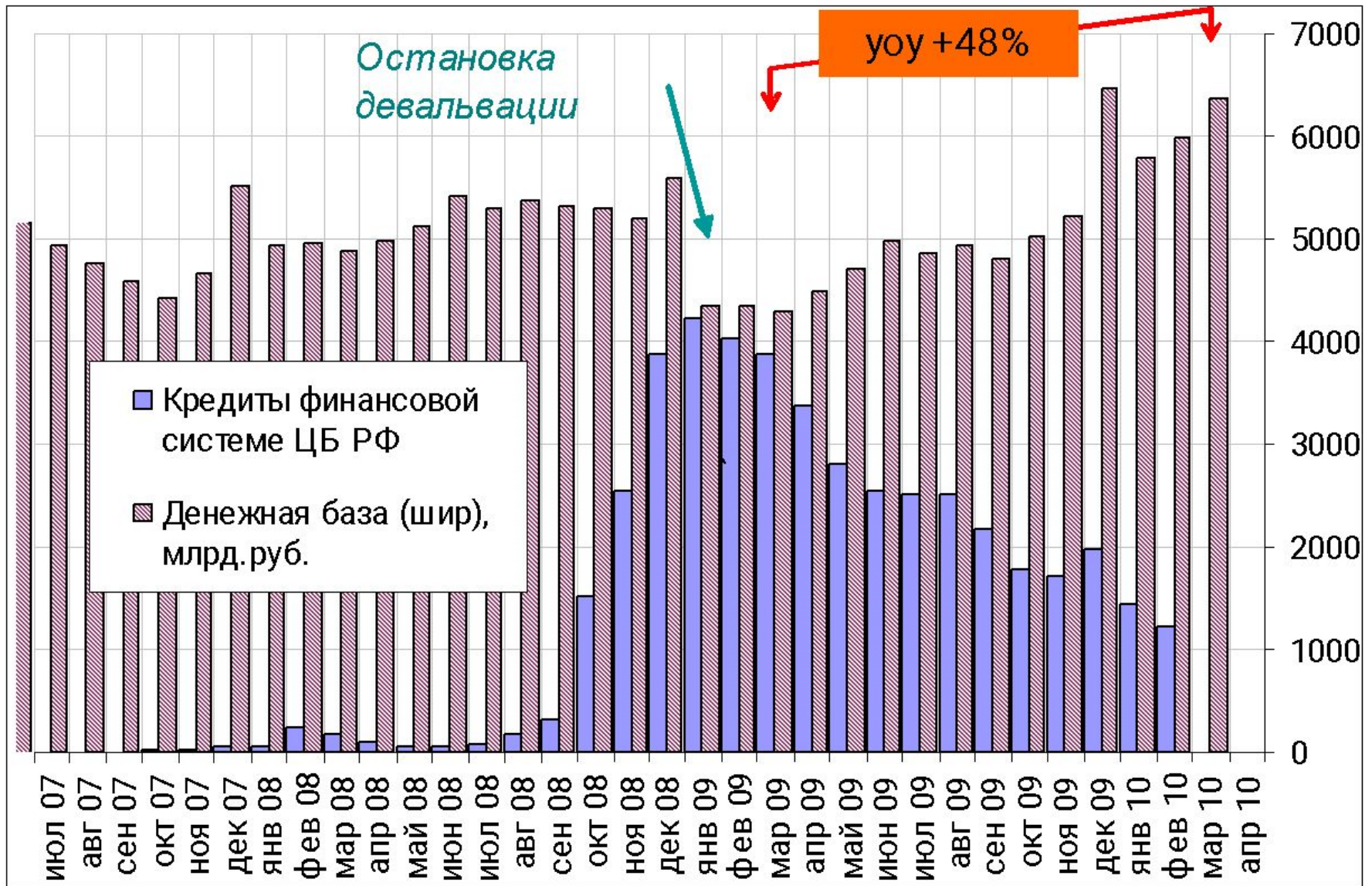
Основные монетарные агрегаты



Доверие к банкам

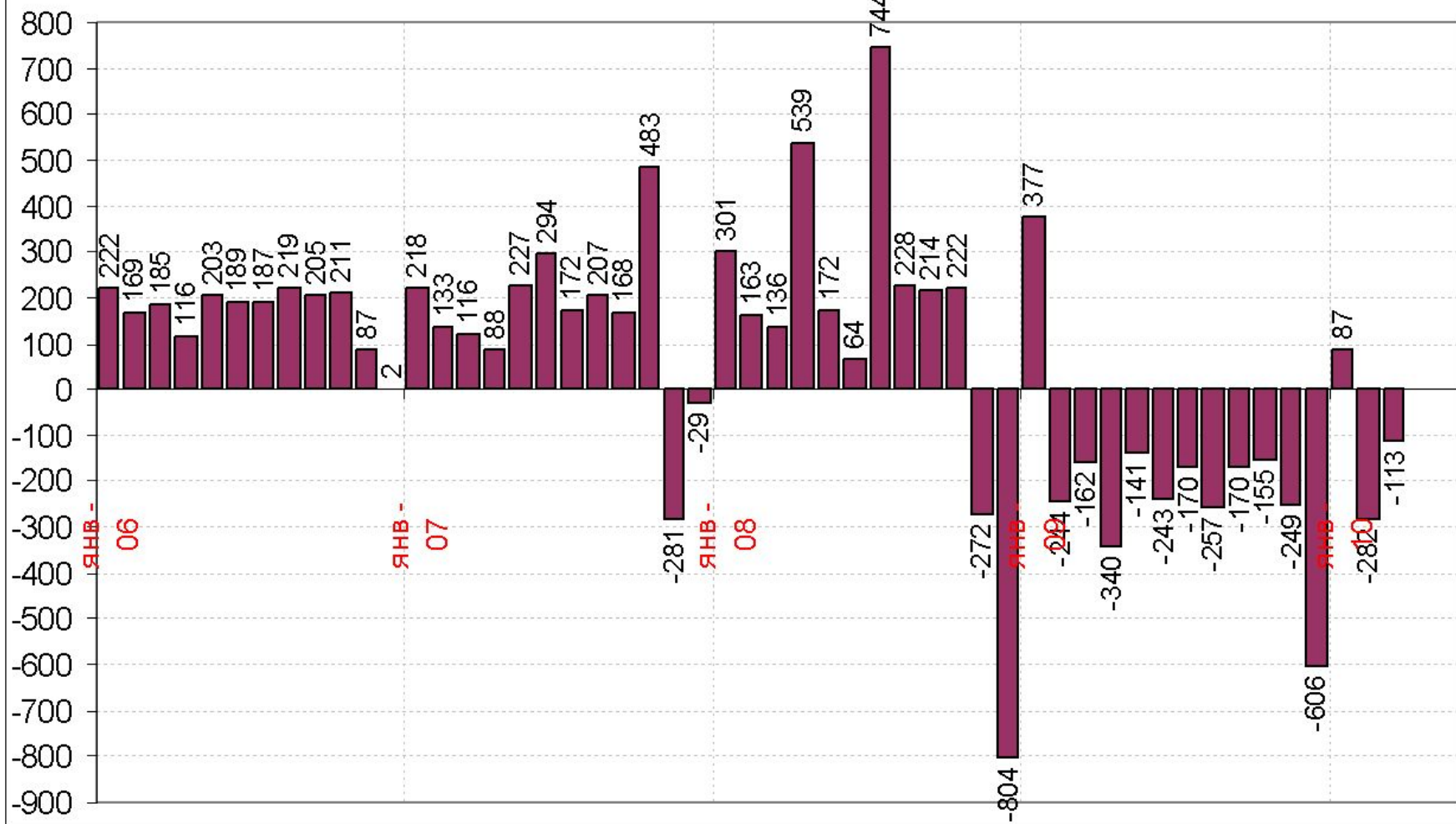


Количество «первичных рублей»



РФ: от профицита к дефициту

Дефицит бюджета ежемесячно, млрд. руб.



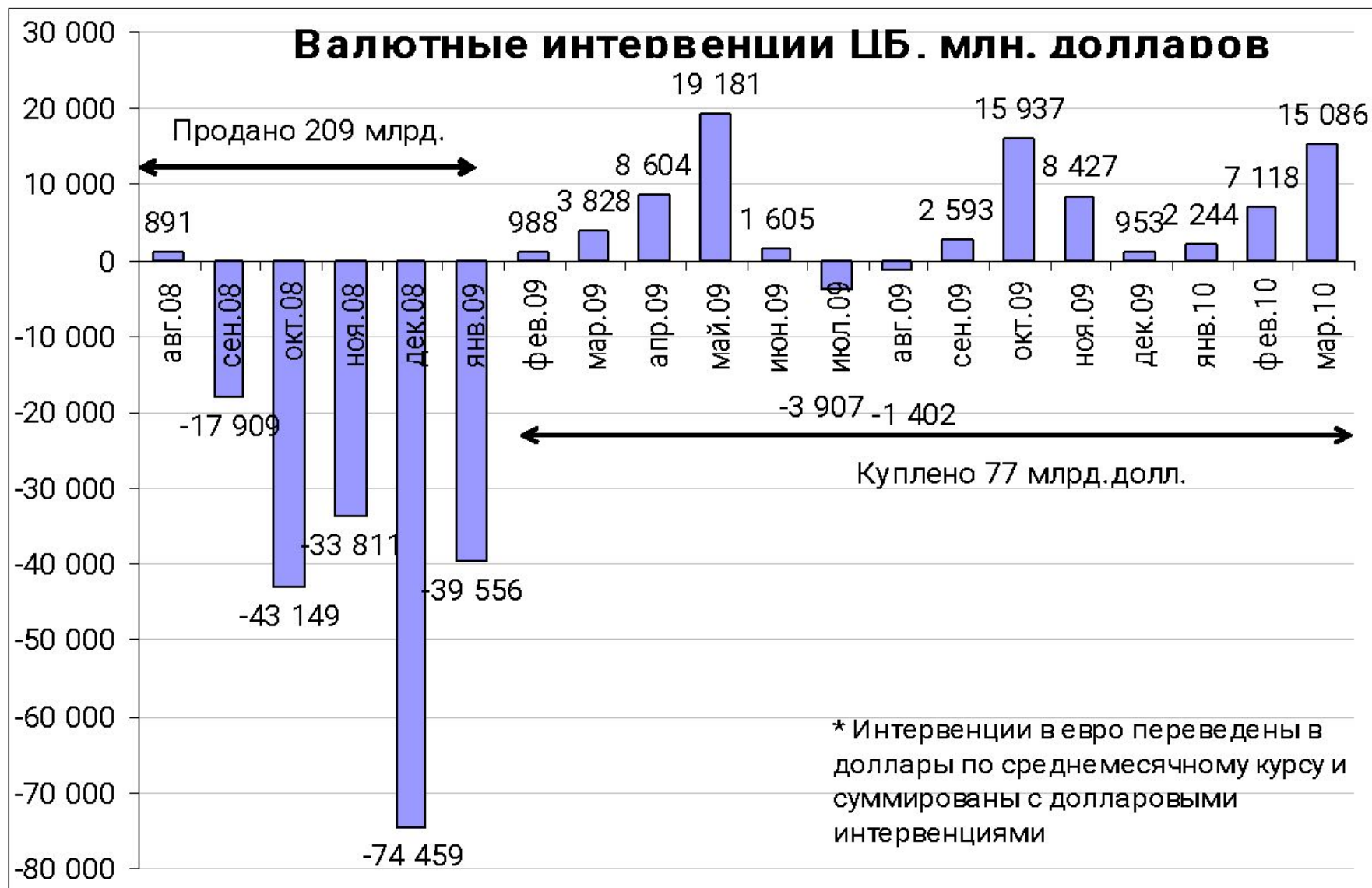
Закон о бюджете РФ

Статья, млрд. руб.	2010	2011	2012
Дефицит	2 937	1 934	1 611

Внутренние источники	2 507	1 420	1 037
Рублевые ценные бумаги РФ	568	749	237
Изменение остатков на счетах	2 245	762	813
Резервный фонд	1 860	0	0
Фонд нацблагосостояния	386	762	813
Иные источники внутр.финанс.	-307	-91	-13

Внешние источники	430	514	575
Валютные ценные бумаги	553	612	680
Инвалютные кредиты РФ	-55	-47	-45
Иные источники внешн.финанс.	-68	-51	-60

ЦБ сопротивляется курсу рубля



Таргетирование курса



Бивалютная корзина рассчитывается:
«курс рубля к доллару» * 0.55 + «курс рубля к евро» * 0.45

ЦБ сопротивляется движениям курса на границах «коридора» по принципу:
Интервенция \$700 млн.
- границы коридора переставляются на 0.05