Игорь Арсенин,
Director Global Emerging Markets Strategy Group, Credit Suisse

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ мировых рынков пойдет на спад во второй половине 2008 года

МЫ ПО-ПРЕЖНЕМУ ДОСТАТОЧНО ОПТИМИСТИЧНО НАСТРОЕНЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ПРОГНОЗА ПО РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ НА 2008 ГОД. ЧТО КАСАЕТСЯ МИРОВОГО МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА, ОН ОСТАЕТСЯ В ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ СТЕПЕНИ НЕОПРЕДЕЛЕННЫМ. НА ДАННЫЙ МОМЕНТ ОЧЕВИДНО ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА МНОГИХ РАЗВИТЫХ ЭКОНОМИК, ВКЛЮЧАЯ США, ЕВРОПУ И ЯПОНИЮ.

Развитие ситуации в США сейчас напрямую зависит от поведения потребителей. Низкий показатель занятости в декабре наряду с падением цен на жилье и ужесточением условий потребительского кредитования увеличили риск того, что рост потребления может резко замедлиться. Перспектива рецессии, вызванной поведением потребителей, представляет собой достаточно сложную проблему для финансовых и налоговых органов США.

Мировой рост цен на продукты питания и высокий уровень цен на энергоносители также существенно увеличивают риск глобального замедления экономического роста. Это происходит потому, что большинство мировых банков за некоторым исключением — в первую очередь, ФРС США — не идут на снижение ставок на фоне мировой тенденции роста инфляции.

Рост развивающихся рынков остается на прежнем уровне, особенно в Латинской Америке и Азии. Однако в Центральной Европе налицо некоторые признаки ослабления экономики. В 2008 году многое будет зависеть от цен на потребительские товары. Масштаб их падения отчасти зависит от роста экономики Китая.

Цены на продукты питания, представляющие часть потребительских товаров, скорее всего, останутся высокими, по крайней мере, в первой половине 2008 года. Мы также считаем, что маловероятно резкое падение цен на энергоносители, так как спрос на них представляет долгосрочный тренд. С другой стороны, на понижение мирового промышленного производства чутко реагируют и будут реагировать основные металлы.

Наиболее подвержены внешнему влиянию страны со значительным дефицитом платежного баланса и большим объемом внешнего долга, сконцентрированного в частном секторе экономики. Это можно заметить уже сейчас в отношении кредитных спредов в ряде стран Балтии и Восточной Европы, а также в Казахстане.

В целом, страны с развивающимися рынками, в особенности те из них, где в последнее время наблюдались улучшения в условиях торговли и налогообложения, смогут преодолеть умеренное замедление экономического роста в США, Европе и Японии — так называемой «большой тройке». Наш базовый сценарий тенденций мирового экономического роста предполагает его умеренное замедление, но не крах экономики.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

По нашему мнению, развитие экономических событий вылилось на сегодня в два важных момента: кредитный кризис США и слабость доллара. Кризис рынка структурных продуктов приведет к длительному периоду более жестких кредитных стандартов и использованию более традиционных путей привлечения средств. Это, в свою очередь, должно вызвать уменьшение предложения на кредитном рынке на относительно долгий срок. Что касается спроса на кредиты, он должен понизиться из-за медленного темпа экономического роста в США и пострадавшего из-за падения цен на жилье и акции благосостояния американцев. Снижение темпов роста кредитных объемов может привести к длительному периоду низких показателей экономического роста в США. Причиной слабости доллара является нежелание иностранных инвесторов поддерживать значительный пассивный торговый баланс. Если данная тенденция не изменится, это может привести к оттоку иностранных инвестиций из США на развивающиеся рынки.

ВЕРОЯТНАЯ РЕАКЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНОВ

ФРС США уже отреагировала на кредитный кризис и признаки снижения экономической активности агрессивным понижением ставок. Однако вероятно, что в будущем придется прибегнуть к дальнейшему снижению ставок для стабилизации рынков ценных бумаг и стимулирования экономики из-за последствий сокращения объема кредитного рынка, о которых мы упоминали выше. Эта задача является особенно сложной из-за инфляции, рост которой связан с высокими ценами на продукты питания и потребительские товары и с низким курсом доллара. Согласно позиции Европейского Центрального Банка, в настоящий момент большие риски связаны с инфляций, а не с замедлением роста экономики. Мы считаем вероятным, что этот баланс рисков со временем изменится, и Европейский Центральный Банк смягчит кредитно-денежную политику. Нежелание ЕЦБ и других центральных банков Европы последовать примеру ФРС в некотором смысле увеличивает будущие риски экономического роста в Европе.

Как было отмечено выше, в странах с развивающимися рынками многие центральные банки поддерживают тенденцию ужесточения кредитно-денежной политики, особенно если они сталкиваются со значительным внутренним спросом и проблемами с инфляцией, связанной с ростом цен на продукты питания. Мы считаем, что замедление темпов инфляции во второй половине 2008 года позволит центральным банкам смягчить денежную политику, что, по всей вероятности, приведет к снижению их процентных ставок. Тем временем, большая разница между национальными ставками и ставками США, а также постоянный приток торговых средств и инвестиций помогут поддержать курс валют стран с развивающимися рынками относительно доллара США.

Представляется, что наиболее подвержены влиянию экономической ситуации в США, Европе и Японии небольшие экономики Азии, такие как Гонконг, Малайзия, Сингапур и Тайвань, где официальные финансовые органы уже перешли от борьбы с инфляционным давлением к управлению рисками замедления роста, в разной степени используя денежные и фискальные инструменты для смягчения влияния более низкого мирового спроса.

Важное отличие текущего кредитного кризиса от кризисов прошлых лет состоит в том, что страны с развивающимися рынками на данный момент в основном являются странами-кредиторами. Причина этого в значительной степени кроется в улучшениях в сфере торговли, касающихся экспортеров продовольственных товаров, а также в консервативной налоговой политике.

РОЛЬ КИТАЯ

В 2007 году на Китай приходился больший процент мирового экономического роста, чем на США (принимая во внимание паритет покупательной способности). Китай также опережал США по объему прямых иностранных инвестиций. Быстрый рост экономики Китая является самым важным двигателем спроса на потребительские товары.

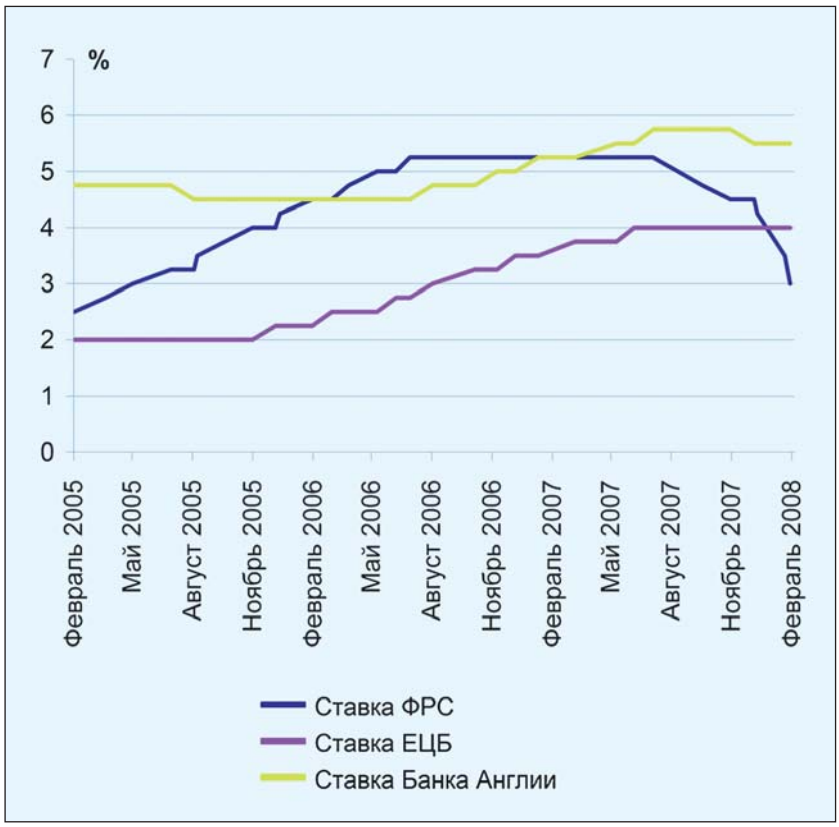
Экономики крупных стран Азии, в особенности Китая, Индии и Индонезии, представляются наименее подверженными снижению спроса на Западе. Так как взаимосвязь между экономическим ростом в Китае и странах «большой тройки» незначительна, ВВП Китая в меньшей степени подвержен влиянию понижающихся объемов экспорта: двигателем экономики Китая в основном являются инвестиции. Основные риски для Китая таятся внутри страны — слишком быстрый экономический рост и необузданная инфляция. Еще один риск связан с текущей программой правительства, направленной на сдерживание чрезмерного потока инвестиций. Официальные лица Китая относительно недавно начали выражать обеспокоенность ситуацией на мировых финансовых рынках, снижением ставок ФРС и перспективами уменьшения экспорта. Необходимо, однако, иметь в виду, что у правительства Китая имеются огромные ресурсы для того, чтобы в случае необходимости противостоять резкому снижению внутреннего спроса.

Также стоит вспомнить о том, что в 2000–2002 годах резкое падение рынков акций послужило важным механизмом распространения рецессии из США в Европу. В этот раз негативное взаимовлияние рынков акций может стать важным каналом передачи рецессии из США на развивающиеся рынки. В частности, согласно распространенному мнению, рынок акций Китая, капитализация которого в настоящий момент превышает 100% ВВП страны, представляет собой финансовый пузырь. Даже если китайские власти прибегнут к экспансионистской денежной политике для смягчения возможного негативного влияния на экономический рост, потребуется время, чтобы эта тактика сработала. Важно отметить, что в настоящее время Китай не занимается разработкой и внедрением подобной политики.

ПРОГНОЗ ПО ПЕРВИЧНЫМ ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ

Ситуация на первичных долговых рынках Латинской Америки и рынках Европейской временной зоны сейчас сложная, доступ к мировым рынкам дифференцирован. Инвесторы довольно охотно покупают немногочисленные государственные долговые бумаги, и у ведущих корпораций этих стран почти не возникает трудностей с привлечением средств. Еще более оптимистичная картина наблюдается на рынках, где могут привлечь средства и финансовые, и нефинансовые компании.

Динамика основных мировых процентных ставок



НАСКОЛЬКО УЯЗВИМА РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА?

По нашей оценке, Россия должна довольно хорошо справиться и с замедлением роста мировой экономики, и с последствиями финансового кризиса. Российский банковский сектор только отчасти подвержен влиянию ужесточающихся кредитных условий. Контролируемые государством банки, представляющие ключевую часть финансового сектора, по всей вероятности, сохранят доступ к внутреннему и внешнему финансовым рынкам. Обязательства банков в иностранной валюте вполне поддаются управлению при условии, что некоторые банки должны быть готовы ограничить объемы кредитования или найти подходящего покупателя. Важным моментом, в котором российская экономика подвержена влиянию глобального замедления экономического роста, является зависимость России от экспорта потребительских товаров. Как уже отмечалось ранее, вероятность серьезного понижения цен на нефть невелика. Основная задача российских властей — избежать перегрева экономики, что отражается в высоком уровне инфляции, который сопровождает уверенный экономический рост с 2000 года.

Одной из причин того, что высокодоходным эмитентам из стран с развивающимися рынками сложно выйти на мировой рынок, является конкуренция между ними и высокодоходными компаниями из развитых стран. В странах и с развивающимся, и развитым рынками первичные рынки вряд ли преодолеют существующие проблемы, если на вторичных рынках не наступит период стабильности. Вторичные рынки высокодоходных долговых обязательств неликвидны, и вследствие этого оценка бумаг на них непрозрачна. Рынок высокодоходных бумаг также отягощен большим потоком LBO.

Уменьшение потока легкодоступного внешнего финансирования должно привести к сокращению объема кредитов в Латинской Америке (в отличие от региона EMEA — Европы, Ближнего Востока и Африки). У компаний Бразилии и Мексики — стран, опережающих другие государства региона по объему эмиссий — есть возможность обратиться к национальному рынку долговых обязательств и рассчитывать на финансирование, поступающее от банков. Рост потребительского кредитования также остается достаточно быстрым. Несмотря на то что национальные долговые рынки и рынки акций в Мексике и Бразилии бурно растут, они могут оказаться недостаточно устойчивыми, чтобы поддерживать текущие высокие темпы кредитного роста, которые со временем, скорее всего, станут более умеренными.

Наиболее вероятным представляется сценарий, согласно которому состояние первичных рынков нормализуется через некоторое время после общей стабилизации мировых финансовых рынков. Таким образом, объем эмиссий долговых бумаг вряд ли достигнет уровня 2007 года в скором будущем.

УСИЛИТСЯ ЛИ В 2008 ГОДУ КРЕДИТНЫЙ КРИЗИС ИЛИ ПОЙДЕТ НА СПАД?

Мы считаем, что существуют причины для умеренного оптимизма относительно того, что развивающиеся экономики смогут пережить кредитный кризис в США и замедление экономического роста в странах «большой тройки». На данный момент основной риск, исходящий от финансового сектора США и Европы, еще не уменьшился, и поведение финансовых рынков в краткосрочной перспективе остается непредсказуемым. Вероятно, стоит придерживаться точки зрения, согласно которой в будущем финансовую систему ждут новые потрясения. В то же время, создается впечатление, что мировая экономика достаточно диверсифицирована, чтобы справиться с грядущими проблемами. Как следствие, мы считаем, что волатильность мировых рынков пойдет на спад во второй половине 2008 года. Однако перспектива низких темпов роста экономики США и более умеренный рост кредитных рынков стран с развивающимися рынками должны привести к снижению объемов выпуска долговых ценных бумаг и увеличению спредов по сравнению с первой половиной 2007 года.