Уточнение

Текст Игоря Арсенина «Волатильность мировых рынков пойдет на спад во второй половине 2008 года» был переведен с английского переводчиком Cbonds Review. По просьбе автора, не согласившегося с некоторыми формулировками данного перевода, мы публикуем оригинальную версию текста на английском языке, а также его правки.

Outlook for emerging markets for 2008

Outlook on the global economy

To start with our main conclusion, we remain moderately optimistic on the outlook of EM markets for 2008.

Global macro-economic outlook remains highly uncertain. It is clear that we are seeing a substantial slowdown in many developed economies, including the US, Europe and Japan. What happens in the US depends now on the behavior of the consumer. Low employment figures in December, alongside falling house prices and the likely tightening of consumer credit, have raised the risk of an abrupt slowdown in consumption growth. The prospect for a consumer-led recession poses difficult challenges for monetary and fiscal authorities in the US.

Rising global food prices and still resilient energy prices contribute significantly to the risk of a global slowdown. This is because central banks around the globe, with several exceptions - most notably the Fed - are reluctant to cut interest rates in the face of the worldwide trend of rising headline inflation.

EM growth seems to be holding up well especially in Latin America and Asia. There is, however, some evidence of emerging weakness in the Central European region. Much in the 2008 outlook will depend on the behavior of commodity prices. How far commodity prices will fall depends in part on growth in China.

Among commodities, food prices are likely to remain elevated, at least in the first half of the year because supply shocks dominate demand effects in soft commodities. We also think a sharp fall in energy prices is not very likely because of the secular trend for energy demand. On the other hand, base metals are vulnerable to the decrease in global IP.

An impotant source of vulnerability lies in countries that have a large current account deficit or have experienced large accumulation of foreign debt by the private sector. This vulnerability is already clear in the behavior of credit spreads in several Baltic States and Eastern European countries as well as Kazakhstan.

Overall, EM countries, particularly the ones that enjoyed improvements in terms of trade and improvements in fiscal accounts, are well poised to withstand a moderate slowdown in the G3 countries. Our base-case scenario for world growth remains that of a moderate slowdown, rather than a collapse.

Main risks facing global economy. Likely reaction of monetary authorities

We think there were two important developments highlighted in the credit crisis in the US and the weakness of the USD. The breakdown of the structured-products market will result in an extended period of tighter credit standards and the use of more traditional channels of credit creation. This should result in the decrease of the supply of credit for a potentially long period of time. On the demand side, the slow pace of US economic growth and impaired household balance sheet because of the drop in house prices and drop in equity should decrease credit demand. The possible outcome of contraction of the credit growth rate is a prolonged period of low growth in the US. USD weakness is the result of foreign investors' unwillingness to support a very large negative trade balance. If this trend continues, the result will be a shift in foreign flows away from the US and toward emerging countries.

Monetary authorities in the US have already responded to the credit crisis and signs of a decrease in economic activity by aggressively cutting interest rates. It seems that even lower interest rates will be required to stabilize security markets and have a stimulatory effect on the economy because of the tailwinds of credit contraction that we touched on above. The task is particularly difficult because of the inflationary effect of high food and commodity prices and the cheap dollar. The European central bank currently sees higher risks related to inflation rather than growth. We think this balance of risks is likely to shift over time, and the ECB will ease monetary policy as well. In some sense the reluctance of the ECB and other European central banks to endorse the “risk-management” style of the Fed is increasing future risks to growth in Europe.

As we mentioned above many EM central banks faced with strong domestic demand and inflationary pressures largely coming from food prices are maintaining a tightening bias. We think a fall in food inflation, due to statistical base effects, in the second half of the year, will allow central banks to ease monetary policy in the second half of 2008 and we're likely to see falling local interest rates. In the meantime a large interest-rate differential with the US and continuing trade and portfolio inflows are likely to support EM currencies vs. USD.

Perhaps countries that are most directly exposed to the slowdown in G3 growth are the smaller open economies in Non-Japan Asia, including Hong Kong, Malaysia, Singapore and Taiwan. In these countries monetary authorities have already switched from counteracting inflationary pressures to managing growth risk using monetary and fiscal tools to different degrees to cushion the impact of much lower global demand.

The important difference between the current credit crunch and the crises of previous years is that emerging market countries are currently by and large creditor nations. This is, to a large extent, the result of significant improvement in terms of trade for commodity exporters and generally conservative fiscal policies.

The role of China

In 2007 China accounted for a larger percentage of world growth (in purchasing power parity terms) and received a larger share of foreign direct investment than the US. The fast expansion of the Chinese economy is the single most important driver of demand for

commodities.

Economies of large Asian countries, particularly Chinese, Indian, and Indonesian economies, seem to be least exposed to the slowdown in demand from the West. Lack of correlation, up till now, of growth in China and in G3 is indicative of a smaller impact on GDP from lower exports: China is largely an investment-driven economy. The main risks to China come from within - an overly rapid economic expansion and runaway inflation. Another risk stems from the current government program to rein in excessive investment. Government officials have only recently started to express concern about the turmoil in global financial markets, emergency rate cuts in the US and prospects for export reductions. It is worth keeping in mind, however, that the Chinese government has formidable resources to counter a sharp slowdown of domestic demand when it becomes an issue.

It is also worth recalling that in 2000-2002, precipitous declines in equity markets served as an important mechanism of transmission of recession from the US to Europe. This time around contagion between different equity markets seems likely to become an important channel of transmission of recession from the US to EM. In particular, the Chinese equity market, which now has market capitalization in excess of 100% of China's GDP, is widely perceived to be in bubble territory. Even if China's policymakers would use expansionary monetary policies to mitigate a possible blow to growth, it would take time for these policies to work, and of course no such policy initiatives are under way at present.

Outlook for primary debt markets in Latin America

The situation in the primary debt markets in Latin America and the European time zone is currently difficult. Access to global markets is highly tiered. Investors are quite willing to buy scarce sovereign debt and blue-chip EM corporations are unlikely to face major difficulties in raising debt. The picture is also more sanguine in Asian markets where financial and non-financial companies are able to come to the markets.
One of the reasons for the lack of market access by high-yield EM issuers is that they compete with high-yield companies from developed countries for an investor's attention. In both sectors - EM and developed - the primary markets are unlikely to recover unless there is a period of stability in the secondary markets. Secondary markets for high-yield debt are illiquid, and valuations are, as a result, not transparent. The high-yield market is also weighed down by the existing large LBO-related pipeline.

The drying up of easy external financing has yet to translate into decreased credit expansion in Latin America (in contrast to EMEA). Companies in Brazil and Mexico - by far the largest by volume of issuance - are able to tap local debenture market, and rely on bank financing. Growth in consumer finance also remains brisk. Still, despite impressive growth in domestic debt (and equity) markets in Mexico and Brazil, these markets may not yet be deep enough to sustain the current high rates of credit growth, which is likely to moderate over time.

The most likely scenario, it seems, is that a normalization in primary markets will follow, with a lag, a stabilization in general global financial markets. And it is quite unlikely that the volumes of debt issuance will approach the levels of 2007 any time soon.

How vulnerable is the Russian economy?

We believe Russia is likely to withstand both the slowdown in the world economy and the consequences of the financial crunch relatively well. The vulnerability of Russia's banking sector to tightening credit conditions remains limited. State-controlled banks, which represent the key part of the financial sector, should retain access both to domestic and external capital markets. The banking sector foreign currency liability profile is manageable, provided that some banks are prepared to scale down their lending expansion or find a buyer.
An important source of external vulnerability of the Russian economy to a global growth slowdown is its reliance on commodity exports. As we mentioned above, the likelihood of a drastic decrease in the oil price is not high. However the main challenge to Russian policymakers at present appears to be avoiding an overheating of the economy which is reflected in high and risking inflation levels that accompanied the strong growth since 2000.

Will the credit crisis intensify or abate in 2008?

We think there are reasons to be moderately optimistic that emerging economies will be able to weather credit crunch in the US and the prospect of a slowdown in G3. Headline risk emanating from the US and European financial sector has so far not abated, and the short-term behavior of financial markets remains highly unpredictable. It is probably necessary to work under the assumption that further shocks to the financial system are forthcoming. However, it does seem that the global economy is sufficiently diversified to be able to absorb further shocks. As a consequence, we think volatility in debt markets will subside by the second half of the year. Nevertheless, the prospect of prolonged low growth in the US and moderation of credit growth in EM countries should leave the volumes in debt issuance well below, and credit spreads well above, the levels seen in the first half of 2007.

«Волатильность мировых рынков пойдет на спад во второй половине 2008 года»

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

МЫ ПО-ПРЕЖНЕМУ УМЕРЕННО ОПТИМИСТИЧНЫ 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 ФРС.

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 сырьевые продукты. Масштаб их падения отчасти зависит от роста экономики Китая.

Цены на продукты питания 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 государственных финансов, 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 энергоносители, 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 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 сырья, а также в в консервативной финансовой политике. 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). Быстрый рост экономики Китая является самым важным двигателем спроса на сырье.

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 Азии, где могут привлечь средства и финансовые, и нефинансовые компании.

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. Как в одном, так и в другом случае, 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. 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 глубокими, 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.

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 сырья. 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 высокий экономический рост с 2000 года.

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.