Международные финансовые рынки 2009-2011 гг:

НАДЕЖДЫ И СТРАХИ

Саймон Вайн,
Начальник Управления
долговых и производных инструментов

Альфа-Банк

Москва, 2009 год

Alfa-Bank

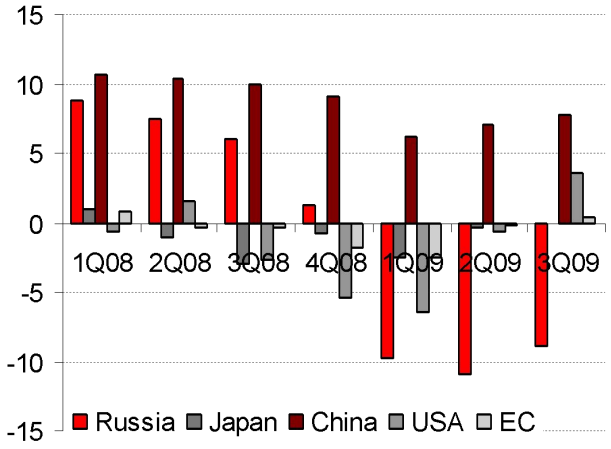
Промежуточные итоги: точка отсчета

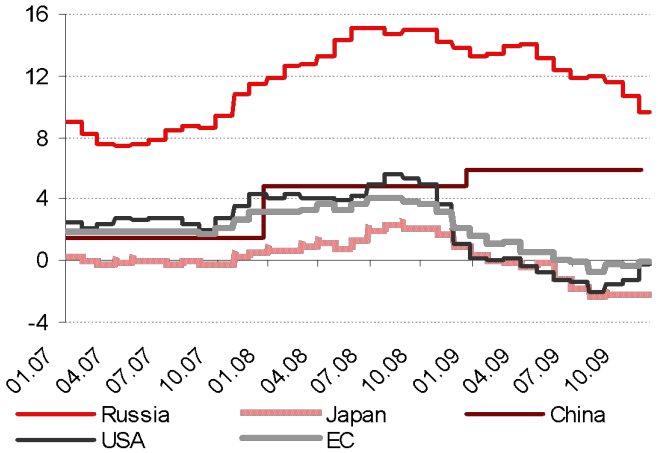
Сейчас уже можно констатировать, что острая фаза кризиса закончилась и причин ожидать «второй волны» в мировом масштабе нет. Однако до выхода на траекторию устойчивого роста еще далеко и этот путь каждая страна должна найти самостоятельно.

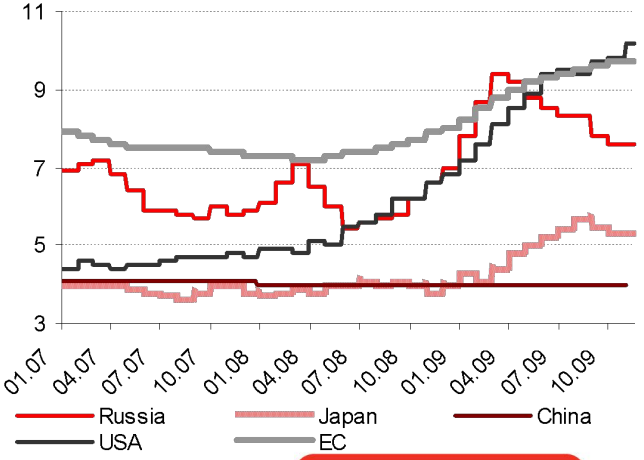
Чего мы достигли к настоящему времени?

ИТОГИ практически одинаковы для всех стран:

Прекращение падения ВВП	Снижение инфляции	Рост безработицы





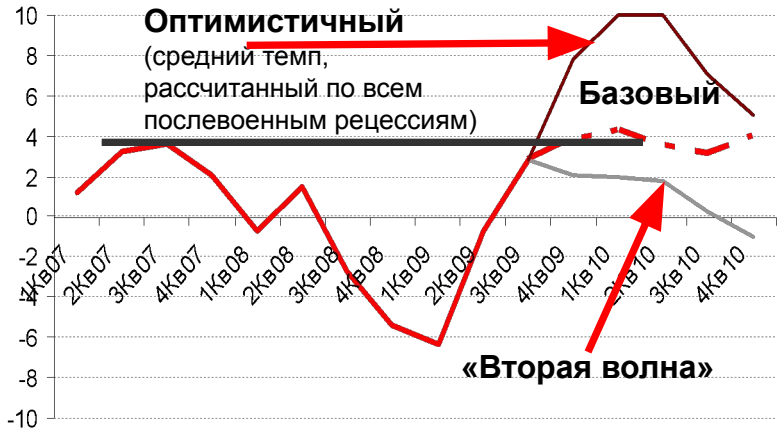


Источник: Bloomberg

Alfa-Bank

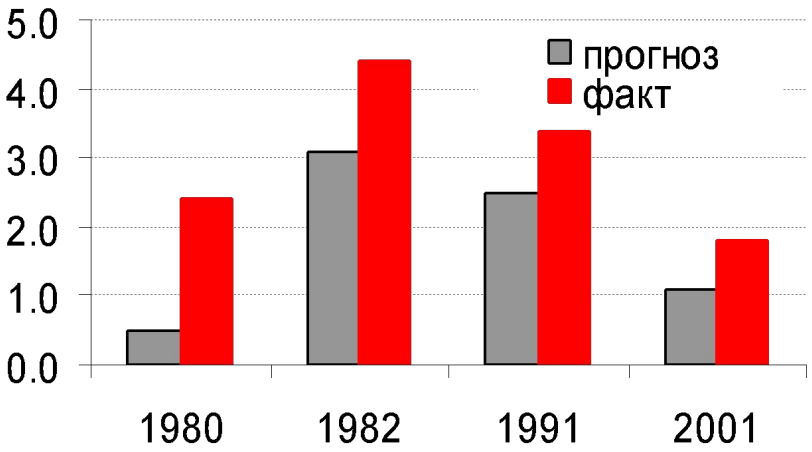
Страхи versus НАДЕЖДЫ: «дно» пройдено?

Прогнозы по темпам восстановления экономики



Источник: BEA, Deutsche Bank

Выход из рецессии быстрее прогнозов



Источник: BEA, Deutsche Bank

1. ***В 3КВ09 падение приостановилось – первые ростки: рост промышленности, розничного спроса, ВВП.***
2. ***Показатель Запасов достиг минимума в марте: пополнение запасов – стимул для производства.***
3. ***Исторически темпы восстановления после рецессии аналогичны глубине падения экономики***
   - рецессии с 70-хх гг продемонстрировали, что после достижения «дна» экономика в течение следующего года возвращается к тем темпам роста ВВП, с которых начиналось падение.
   - Исходя из исторической статистики можно ожидать, что к 4кв2010г рост ВВП США составит 3,5-4%.

В 2010 ГОДУ ЖДЕМ РОСТ ЭКОНОМИК.

Исторически, рост экономики в первый год после кризиса опережал прогнозы минимум на 1 п.п.

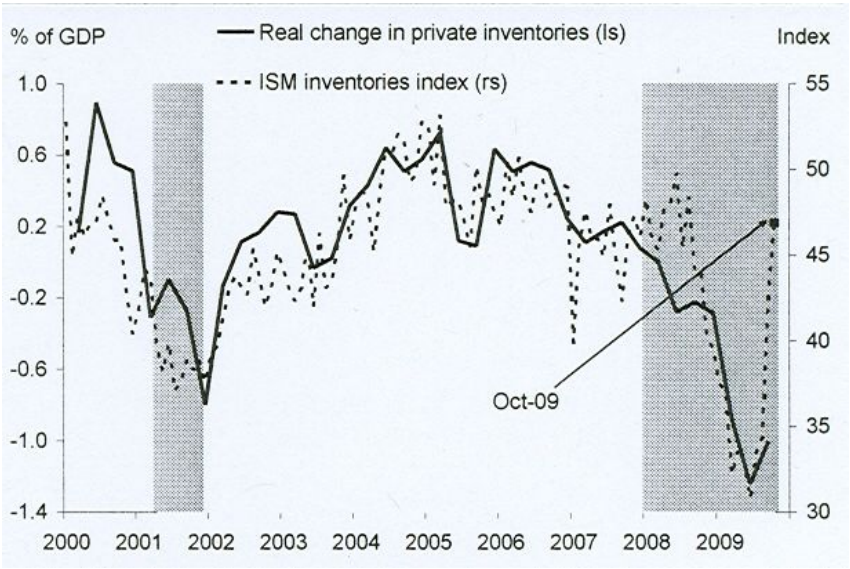
Однако проверкой на прочность станет сворачивание программ поддержки и сжатие ликвидности.

В ближайшее десятилетие экономика останется неустойчивой. Периоды роста будут сменяться «паузами». Рынки будут реагировать высокой турбулентностью.

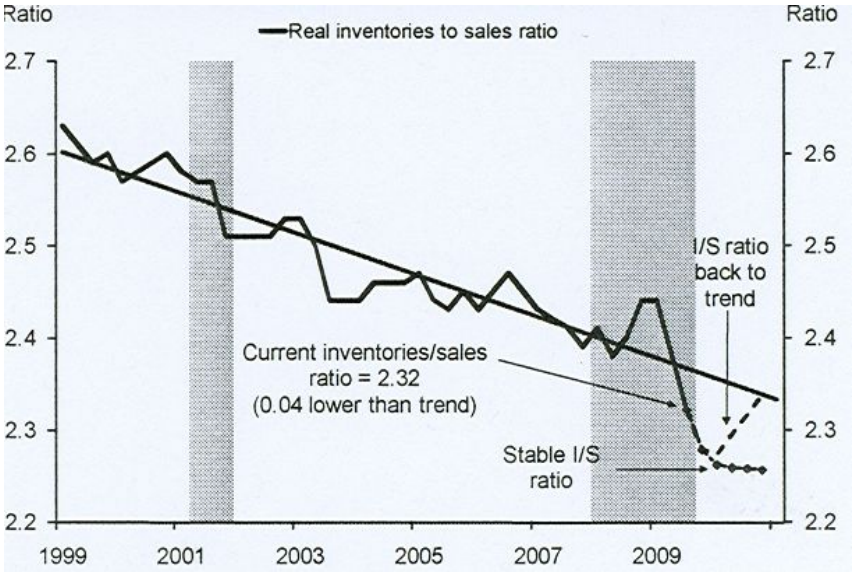
Alfa-Bank

Что дает надежды на рост?

Сокращение запасов замедлилось



Динамика коэффициента покрытия продаж запасами



Источник: BEA, Deutsche Bank

СТИМУЛЫ ДЛЯ ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ США:

- ***ЗАПАСЫ – цикличная часть ВВП. При стабильной экономике их «вклад» в динамику ВВП составляет около 1 п.п. Однако их резкое сокращение или наращивание в периоды нестабильности экономики увеличивает их вклад темпы падения/роста.***
- ***Максимальное падение запасов пришлось на 1П09, усилив падение ВВП на 2 п.п.***
- ***Сейчас объем запасов всего в 2,3 раза превышает продажи, что существенно ниже линии тренда. Даже простое поддержание соотношения на достигнутом уровне требует пополнения запасов, которое «добавит» 0,4% к экономическому росту.***

Наращивание запасов и восстановление спроса всегда является «триггером» для выхода из рецессий.

На долю этих «циклических» показателей приходится порядка 20% ВВП.

По оценкам, восстановление спроса в этой сфере в период до 2011 г может добавить «лишних 2 п.п.» к росту ВВП.

Alfa-Bank

СТРАХИ versus надежды: падение фондовых индексов

Рост фондовых рынков с минимума в марте уже превысил 60%.

Что развернуло рынки и является ли этот тренд обоснованным?

ПРИЧИНЫ РОСТА:

1. *Оценки экономики крайне драматичны, экономические ожидания – на историческом минимуме.*
2. *Сигналом разворота стало падение соотношения заказов и запасов до минимальных с 70-х гг уровней.*

СИТУАЦИЯ СЕЙЧАС: Показатели заказов и запасов, экономических ожиданий находятся на локальных максимумах. Возможен ли разворот рынка вниз?

ИСТОРИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Рецессии 1970-83 гг – разворот был обусловлен:

1. Достижение показателем заказов локальных максимумов совпало с повышением ставок ФРС.
2. Одновременно – после делевереджа экономики спрос на кредиты стал расти.

РОСТ РЫНКА СМЕНИЛСЯ КОРРЕКЦИЕЙ

Рецессии 1991-2002 гг – рынок продолжал рост:

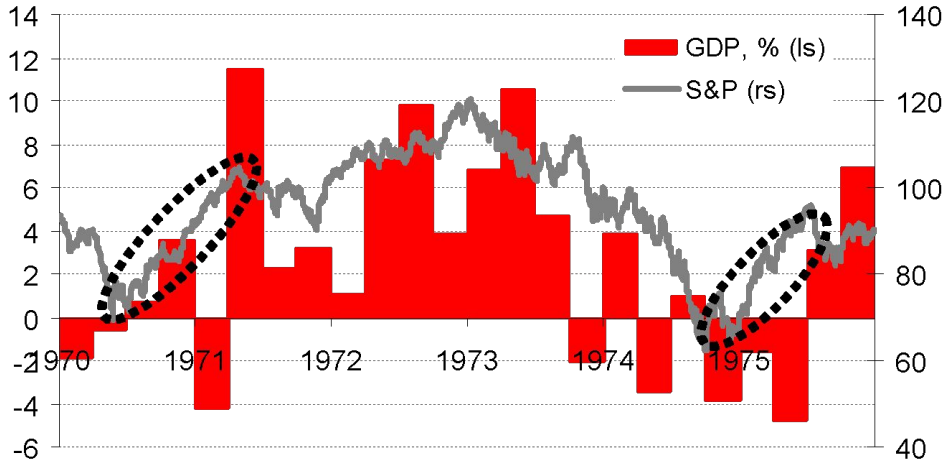
1. Продолжительный период мягкой денежной политики.
2. Делеверидж сохраняется.
3. Банки направляют кредитные ресурсы на рынок публичного долга, что ведет к снижению ставок.

Сочетание сохраняющегося делевереджа, низких ставок и сигналов выхода из рецессии – обеспечивает РАЛЛИ НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ

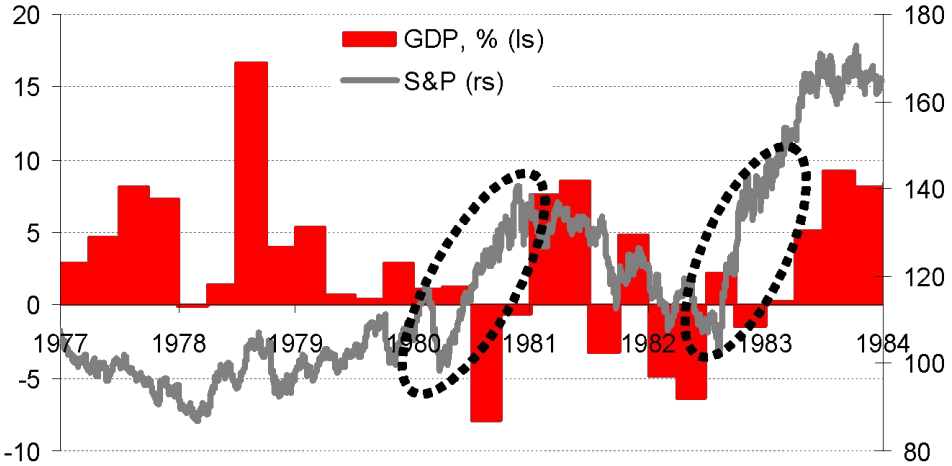
Alfa-Bank

Рост рынка опережает восстановление экономики

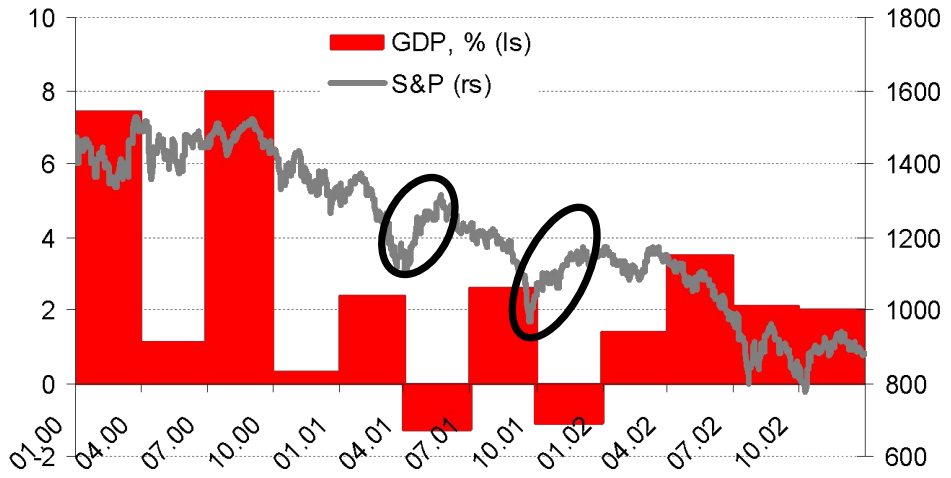
Рецессии 1970-76 гг:



Рецессии 1977-84 гг:



Рецессия 2001 г:

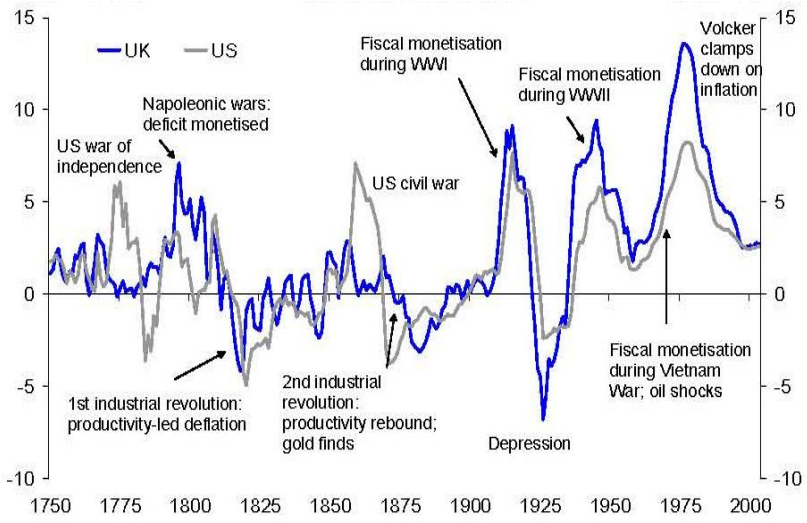


Темпы посткризисного роста: 1974 vs 2009

Источник: Bloomberg, аналитический отдел Альфа-Банка

ИНФЛЯЦИЯ – причины и последствия

Исторический аспект: рост дефицита бюджета ускоряет инфляции



Источник: Deutsche Bank

ФАКТОРЫ В ПОЛЬЗУ УСКОРЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ:

-Рост ликвидности в результате действий ЦБ (агрегат М1 вырос в США и Европе за год на 13%).

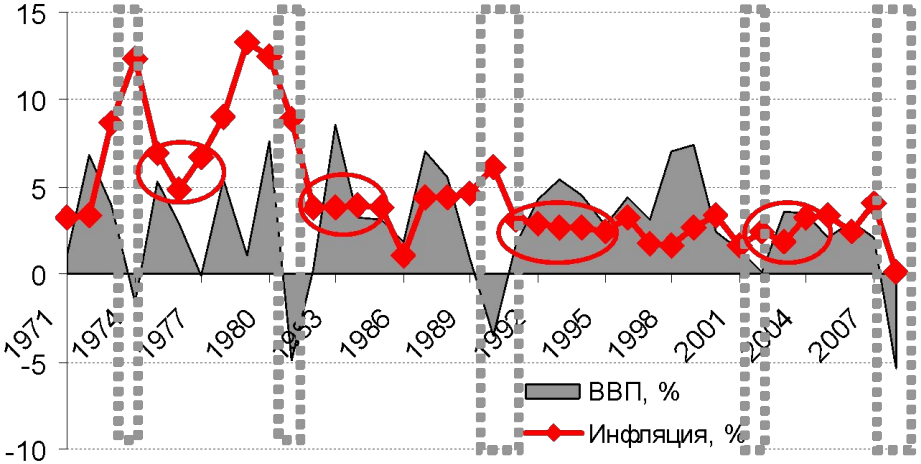
-Рост дефицитов бюджетов.

ФАКТОРЫ В ПОЛЬЗУ СТАБИЛИЗАЦИИ ИНФЛЯЦИИ:

-Наращивание госдолга не ведет к всплеску инфляции, если соотношение долг/ВВП остается в пределах 100%.

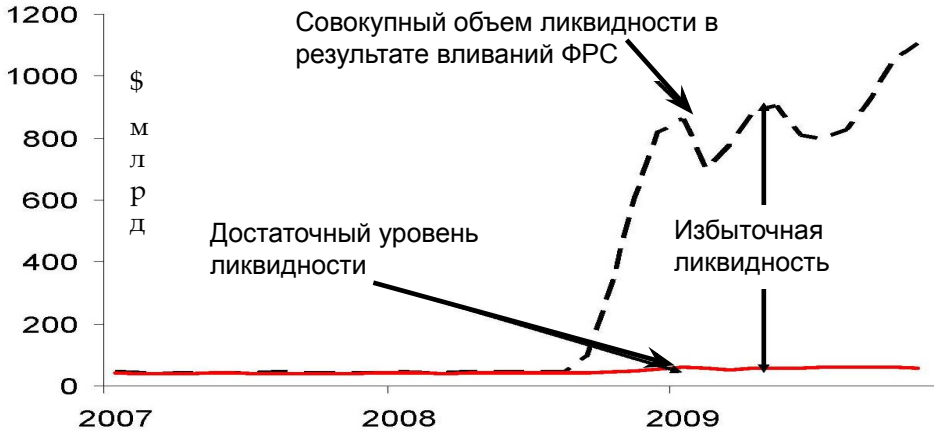
-Исторически инфляция резко снижается при наступлении рецессии и держится на низких уровнях еще в среднем 3 года после восстановления экономики.

Исторический аспект: восстановление после рецессии необязательно ведет к всплеску инфляции



Источник: Bloomberg, аналитический отдел Альфа-Банка

ФРС наращивает денежную ликвидность

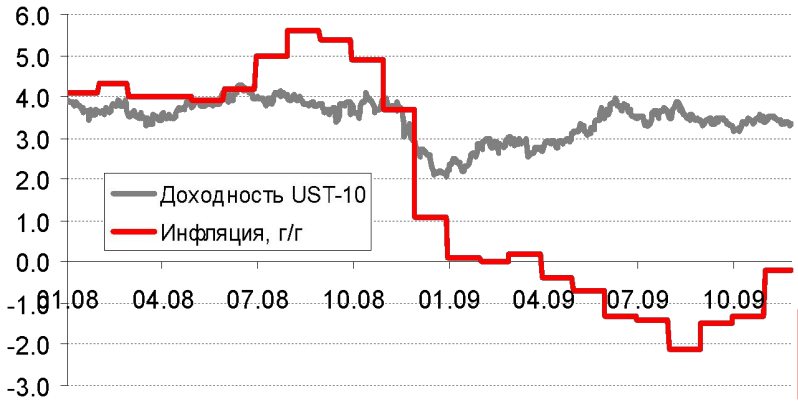


Источник: FRB, Deutsche Bank

Alfa-Bank

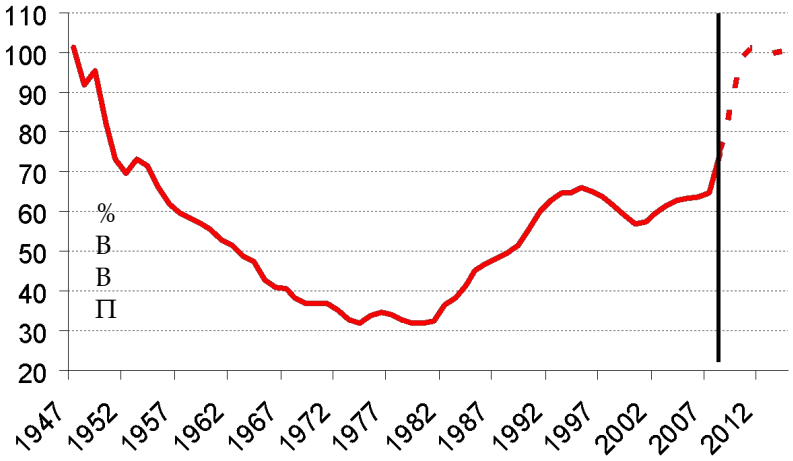
ИНФЛЯЦИЯ растет, а ставки?

Доходность UST-10 заметно выросла во 2П2009 под влиянием инфляционных ожиданий



Источник: Bloomberg, аналитический отдел Альфа-Банка

Уровень долга США к 2012 г может достичь послевоенных лет



Источник: OECD, FRB, Bloomberg

ВСЕГДА ЛИ НАРАЩИВАНИЕ ДОЛГА ВЕДЕТ К РОСТУ СТАВОК?

СЦЕНАРИЙ I

Рост денежной массы → Ускорение инфляции

Давление на номинальные доходности → Реальные доходности сокращаются вплоть до отрицательных значений

СЦЕНАРИЙ II

Рост долга → Рост инфляционных ожиданий

Инфляция остается ниже ожиданий

Рост номинальных доходностей

Реальные доходности растут

Alfa-Bank

Инвесторы всегда ожидают худшего

2008-2009 г: Инвесторы опасаются роста

Источник: FRB, Deutsche Bank

1992-94 гг: Инвесторы ожидали роста ставок уже тогда, когда ФРС только приступила к снижению

Источник: FRB, Deutsche Bank

Инфляционные ожидания традиционно сильнее фактических значений.

Инвесторы, как правило, опасаются ухудшения условий, нежели смягчения кредитной политики и снижения ставок.

Alfa-Bank

Ключевой вопрос момента: КОГДА СВОРАЧИВАТЬ ПОДДЕРЖКУ

Стабилизация экономик – результат мощных регуляторных действий и денежных вливаний властей.

Ключевой вопрос – сможет ли экономика восстанавливаться без государственных «костылей» (финансовых ресурсов, низких ставок, дотаций, налоговых послаблений и прочих видов экономического либерализма).

Уже несколько «второстепенных» стран, чьи экономики не так серьезно пострадали от общемирового кризиса, провели символическое повышение ключевых ставок (Израиль, Австралия).

Однако существуют опасности как слишком раннего, так и слишком позднего сворачивания программ поддержки экономик.

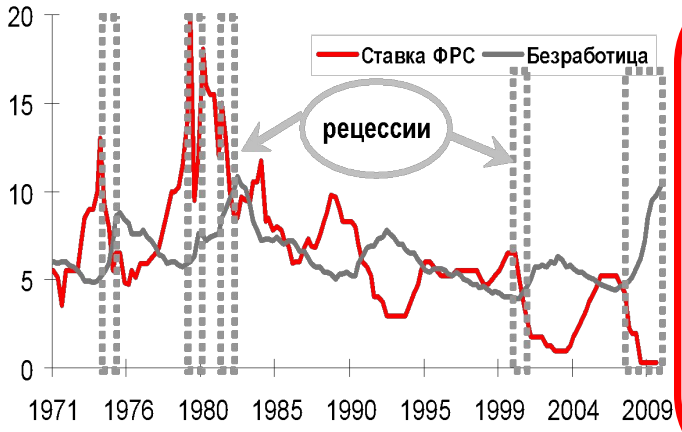
Слишком рано → **«Вторая волна» - возвращение рецессии**

Слишком поздно → **Раскручивание инфляционной спирали**

Alfa-Bank

БЕЗРАБОТИЦА – как индикатор восстановления

Ставка ФРС против безработицы



Источник: Deutsche Bank

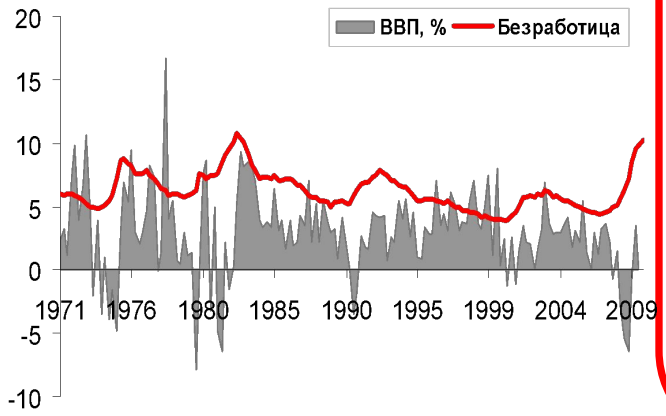
РОЛЬ БЕЗРАБОТИЦЫ В ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКЕ ФРС:

1. *Исторически ФРС никогда не начинала повышение ставок при растущей безработице. Однако как этот показатель помогает в определении момента повышения ставок?*
2. *Рост безработицы является опережающим индикатором начала рецессии, но запаздывает, отражая восстановление экономики.*

Текущий уровень безработицы – пик близок?

С начала кризиса уровень безработицы вырос в 2,5 раза – с 4,7% в декабре 2007г до 10,2% - в октябре 2009г.

Начало восстановления ВВП опережает улучшения на рынке труда



Источник: Bloomberg, аналитический отдел Альфа-Банка

Насколько должна упасть безработица для начала повышения ставок?

Первое повышение ставки ФРС происходит В СРЕДНЕМ через полгода при снижении безработицы В СРЕДНЕМ на 70 б.п.

Индикатором скорости принятия решения выступает БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ:

- *при ее низком уровне ФРС склонна подождать с повышением ставки;*
- *при симптомах раскручивающейся инфляционной спирали повышение ставки следует сразу за первыми сигналами улучшения рынка труда.*

Alfa-Bank

Безработица и потребление

Почему ФРС смотрит на безработицу, а не на восстановление спроса?

1. *С одной стороны: безработица – социальный фактор, а восстановление спроса – экономический, отражающий состояние экономики.*
2. *Однако как проверить качество спроса?*
3. *Рост продаж может быть обусловлен программами поддержки. Такой экономический рост не выдержит отмены мягкой денежной политики.*

Свежие примеры: отмена программы по софинансированию покупки новых автомобилей в октябре привела к спаду в автопроме; отмена жилищных субсидий вызвала обвал продаж новостроек на 10,6%

Снижение безработицы стимулирует рост ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОГО спроса, не зависящего от денежных вливаний в экономику.

Как следствие – снижение безработицы – сигнал УСТОЙЧИВОСТИ восстановления экономики

Американский или Японский путь выхода из кризиса?

США: начало 1990-х гг

Банкротство более тысячи банков, контроль над ними перешел к государству

↓

В их кредитных портфелях оказалась недвижимость, которая служила залогом по невыплаченным кредитам

↓

Создание госкорпорации, которая собрала всю недвижимость и продала ее с огромными скидками

↓

Восстановление доверия к банковской системе:
слабые банки больше ее не отягощали.

Рынок недвижимости ожил:
люди перестали ожидать постоянных распродаж недвижимости из залогов.

ЯПОНИЯ: 1990- … гг

Огромное количество проблемных кредитов в банках

↓

Правительство не берет на себя проблемные кредиты, но предоставляет финансовую помощь банкам

↓

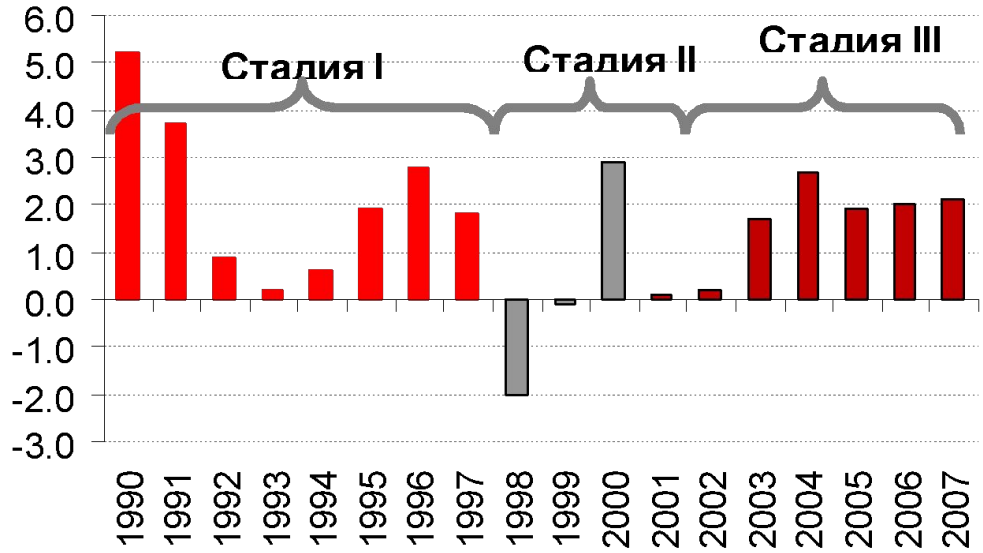
Предоставленные государством средства позволяют банкам и их клиентам «оставаться на плаву», препятствуя резкому росту банкротств

↓

ВЫХОД ИЗ КРИЗИСА ЗАТЯНУЛСЯ НА 20 ЛЕТ

Уроки истории: Япония

Фазы восстановления экономики Японии в период банковского кризиса 1990-х гг



Источник: IMF, Haver Analytics

Рассмотрим банковский кризис Японии в 90-х гг прошлого века. Можно провести ряд параллелей между событиями того времени и нынешними проблемами мирового масштаба, чтобы понять в какой точке «выхода» из кризиса мы находимся.

СТАДИЯ I Восстановление экономики было основано на внешних «костылях» и прервалось с ужесточением денежной политики и под влиянием ухудшения внешней конъюнктуры (Азиатский кризис 1997-98 гг).

СТАДИЯ II Возвращение к стабилизации, а затем и к восстановлению экономики благодаря новому смягчению денежно-кредитной политики.

СТАДИЯ III Новый виток неблагоприятного внешнего воздействия (dotcom crash) не увел экономику в отрицательную зону. Сопротивление внешнему давлению стало возможным благодаря усилению внутреннего частного спроса и серьезным экономическим реформам.

Источник: Bloomberg

Япония: выводы

1. Слишком ранее прекращение поддержки экономики привело к еще более сильному падению как только внешняя ситуация ухудшилась.

Нельзя рассчитывать на выход из кризиса только за счет внешней конъюнктуры. Пока население и компании не «поверят» в экономический рост – экономика сохраняет зависимость от поддержки. Сохранение «нулевых» ставок без дополнительных мер не способствует выходу из рецессии.

2. Первые «ростки» восстановления неустойчивы и требуют сохранения мер, направленных на поддержку экономики.

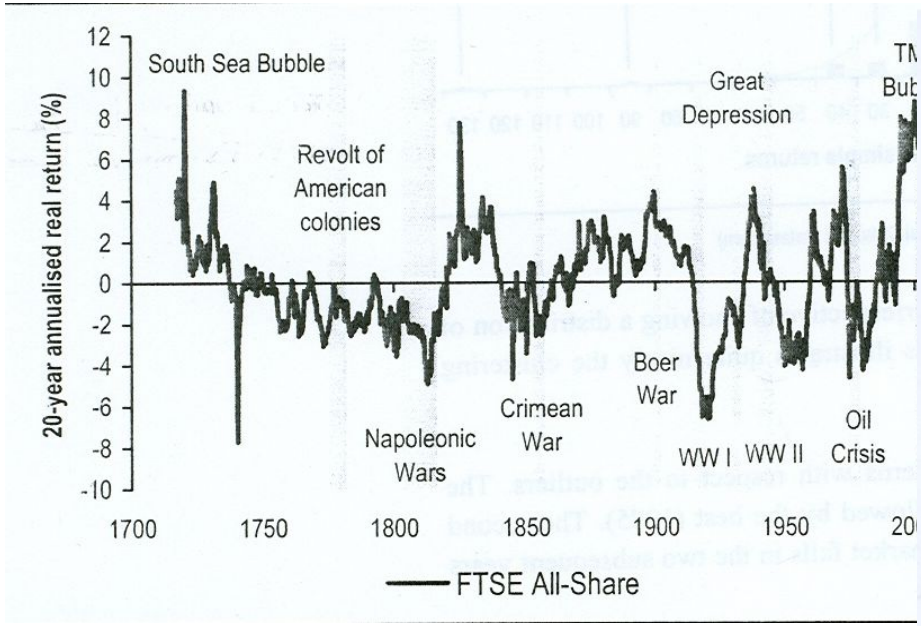
Необходимо осторожно оценивать перспективы роста. Для выхода на устойчивый рост надо избавиться от внешней зависимости.

3. При выборе момента для сокращения поддержки необходимо ориентироваться на ПСИХОЛОГИЮ – оценить степень ожиданий восстановления экономики.

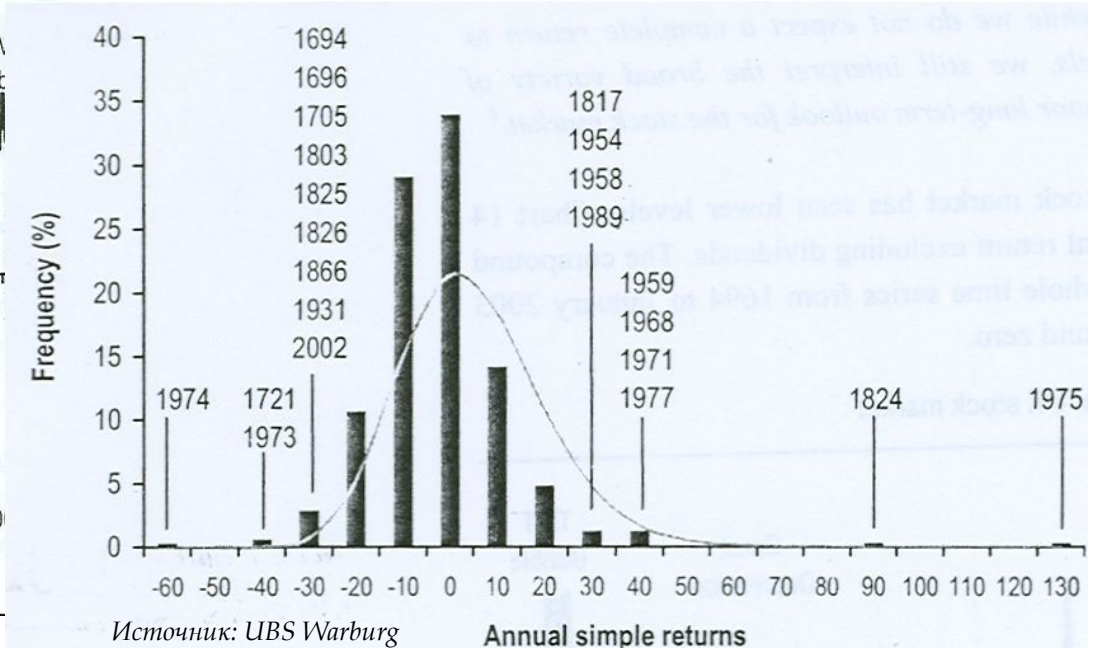
Ориентиром могут служить индикаторы доверия и восстановление внутреннего частного спроса, способного заместить изымаемые госресурсы.

Alfa-Bank

Финансовые рынки: исторический аспект



Источник: UBS Warburg



Источник: UBS Warburg

Источник: Bloomberg, Barclays Capital

Источник: Bloomberg

Alfa-Bank

НАША КОМАНДА

Начальник Управления долговых ценных бумаг и деривативов **Саймон Вайн**	**(7 495) 745 7896**
АНАЛИТИЧЕСКАЯ ПОДДЕРЖКА:	Вице-президент по продажам Игорь Панков (7 495) 786-4892
Старший аналитик долговому рынку Екатерина Леонова (7 495) 785-9678	Вице-президент по продажам Владислав Корзан (7 495) 783-5103
Старший кредитный аналитик Денис Воднев (7 495) 792-58-47	Менеджер по продажам Ольга Паркина (7 495) 785-74 09

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!