

Евродолги СНГ в контексте спроса на риск emerging markets: в условиях растущей неопределенности в развитых экономиках

Роман Дзугаев

Дирекция анализа экономики и финансовых рынков
Национальный Банк «ТРАСТ»

Июнь 2011 г.

Финиш QE2: как долго жить без новых стимулов

Пара мыслей об инфляции в США

Повышение ставок ЕЦБ: о сигналах регулятора

Emerging markets и СНГ: взгляд в будущее

Контакты

QE2 завершается в срок...

В июне завершается QE2. Целевой объем программы:

- **выкуп до USD600 млрд. казначейских облигаций (далее – UST);**
- **реинвестирование поступлений от выбытия агентских бумаг (находящихся на балансе ФРС) в UST. Объем данной компоненты QE2 – до USD250-300 млрд.**



Реализованный объем покупки UST со стороны ФРС на 14.06.11 – USD727.3 млрд.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

И снова ФРС заговорил об exit strategy...

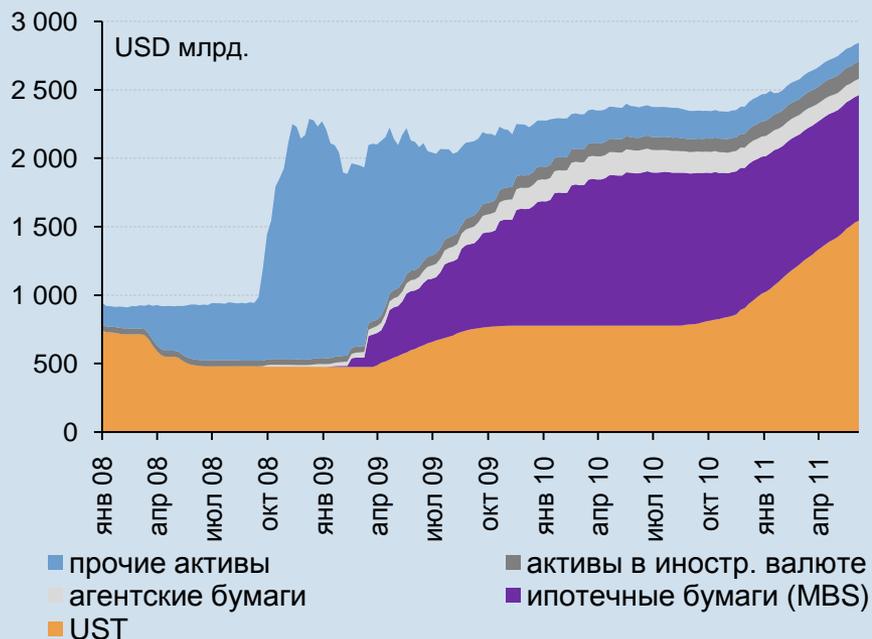
На заседании 26-27 апреля ФРС обозначил возможные сценарии и инструментарий выхода из состояния мягкой монетарной политики. Основные постулаты:

- ФРС будет постепенно сокращать баланс с целью вернуть работоспособность традиционным монетарным инструментам (ставка Fed Funds)
- в перспективе ФРС вернется к традиционной структуре портфеля ценных бумаг на балансе, включающего только UST (по оценкам ведомства, это займет до 5 лет)
- первый шаг – прекращение реинвестирования поступлений от агентских бумаг в казначейские облигации
- мнение большинства в FOMC: первичным шагом должно стать повышение ставки Fed Funds, а лишь затем – продажа активов с баланса ФРС

«Нетипичность» баланса ФРС

По состоянию на начало июня баланс ФРС составляет порядка USD2.85 трлн.

Активная часть



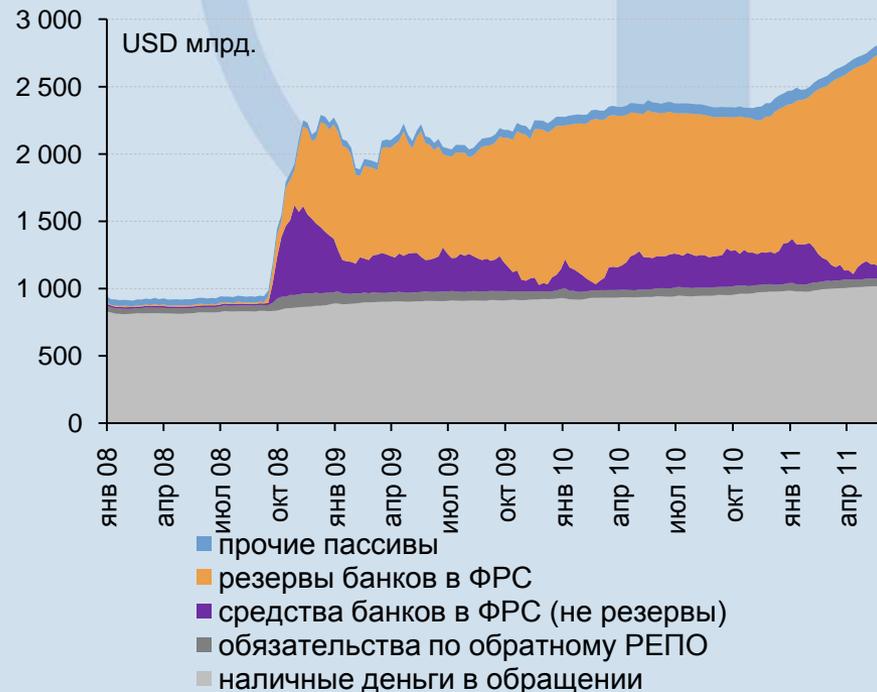
UST: 54%

ипотечные бумаги (MBS): 32%

агентские бумаги: 4%

активы в иностр. валюте, прочие активы:
≈ по 4.5-5%

Пассивная часть



резервы банков в ФРС: 57%

наличные деньги в обращении: 36%

средства банков в ФРС (не резервы): 2%

обязательства по обратному РЕПО: 2%

прочие пассивы: 3%

Что мы вынесли из риторики ФРС:

- окончание QE2 **не есть** начало exit strategy
- ФРС не способно быстро распродать портфель MBS (риски «просадить» неокрепший рынок ипотечных бумаг и негативного влияния на первичные ставки по ипотеке, слабость рынка жилья)
- ФРС не способно повысить ставки при текущей структуре баланса ФРС

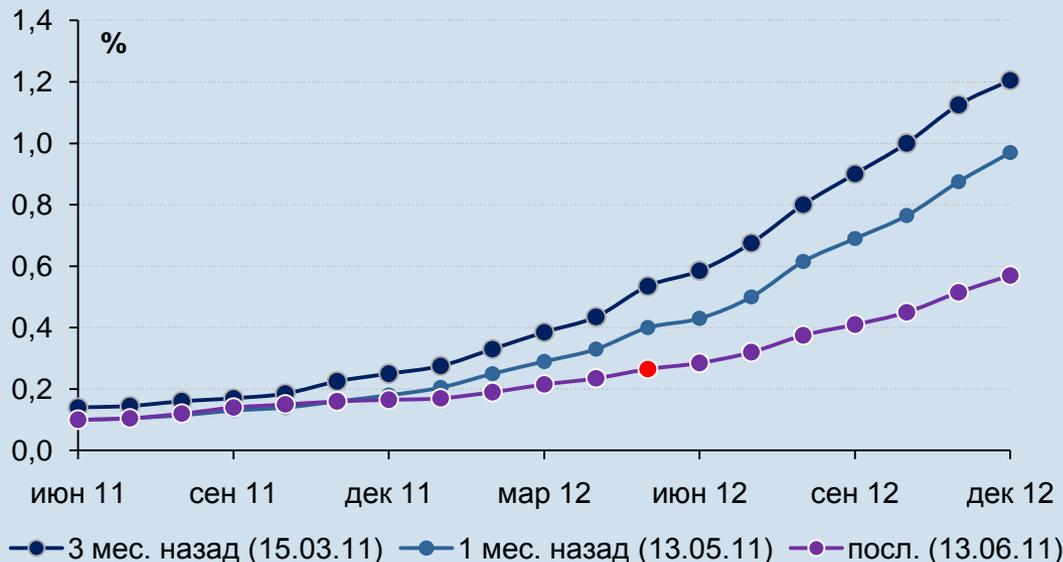
Почему? Конец 80-х – первая половина 90-х – таргетирование ставки Fed Funds через операции на открытом рынке

Середина 90-х – вербальные интервенции

С сентября 08 – масштабный влив ликвидности в финансовую систему. Итог – ФРС не способен стерилизовать влияние кредитования банков на банковские резервы через продажу UST. Возможность вербальных интервенций – сомнительна

Что мы думаем о «жизни после QE2» (1)

- В оставшуюся часть 2011 года повышения ставки Fed Funds (целевой диапазон 0-0.25%) не произойдет. Дальнейшее суждение – зависит от политики ФРС
- Рынок ждет повышения ставки не раньше мая-июня 2012 года, исходя из цен фьючерсных контрактов 30-Day Federal Funds (CME)

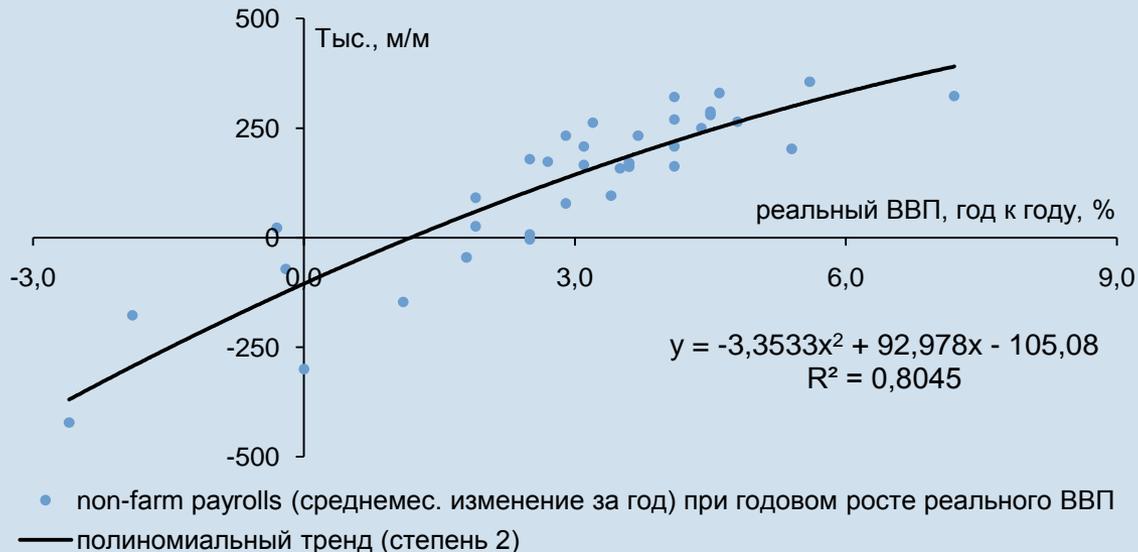


Кривая фьючерсов 30-Day Federal Funds, контракты с исполнением в июне 2011 – декабре 2012 гг.

- ФРС будет «возрождать» ставку Fed Funds за счет более активного использования инструментов draining reserves (начисление процентов на резервы, обратное РЕПО, депозитные аукционы)

Что мы думаем о «жизни после QE2» (2)

- По завершении QE2 ФРС **возьмет паузу** и понаблюдает за экономикой
- Смотрим на рынок труда: ФРС не видит долгосрочных инфляционных рисков, в этой связи **занятость** будет **превалирующей задачей мандата** центробанка США



Зависимость среднего изменения non-farm payrolls за год от годового роста реального ВВП (1976-2010):

для прогнозного роста ВВП в 3.1-3.3% в 2011 году (ФРС) среднемесячный рост non-farm payrolls в текущем году должен составить 151-165 тыс.

За 5 мес. 2011 – 153 тыс.

- мы считаем, что QE3 состоится – при пока неработающих традиционных монетарных инструментах покупка активов остается единственным действенным механизмом регулирования ставок. Оптимальная форма реализации QE3 – все же реинвестирование купонов от агентских бумаг в UST

Спрос – не драйвер инфляции в США

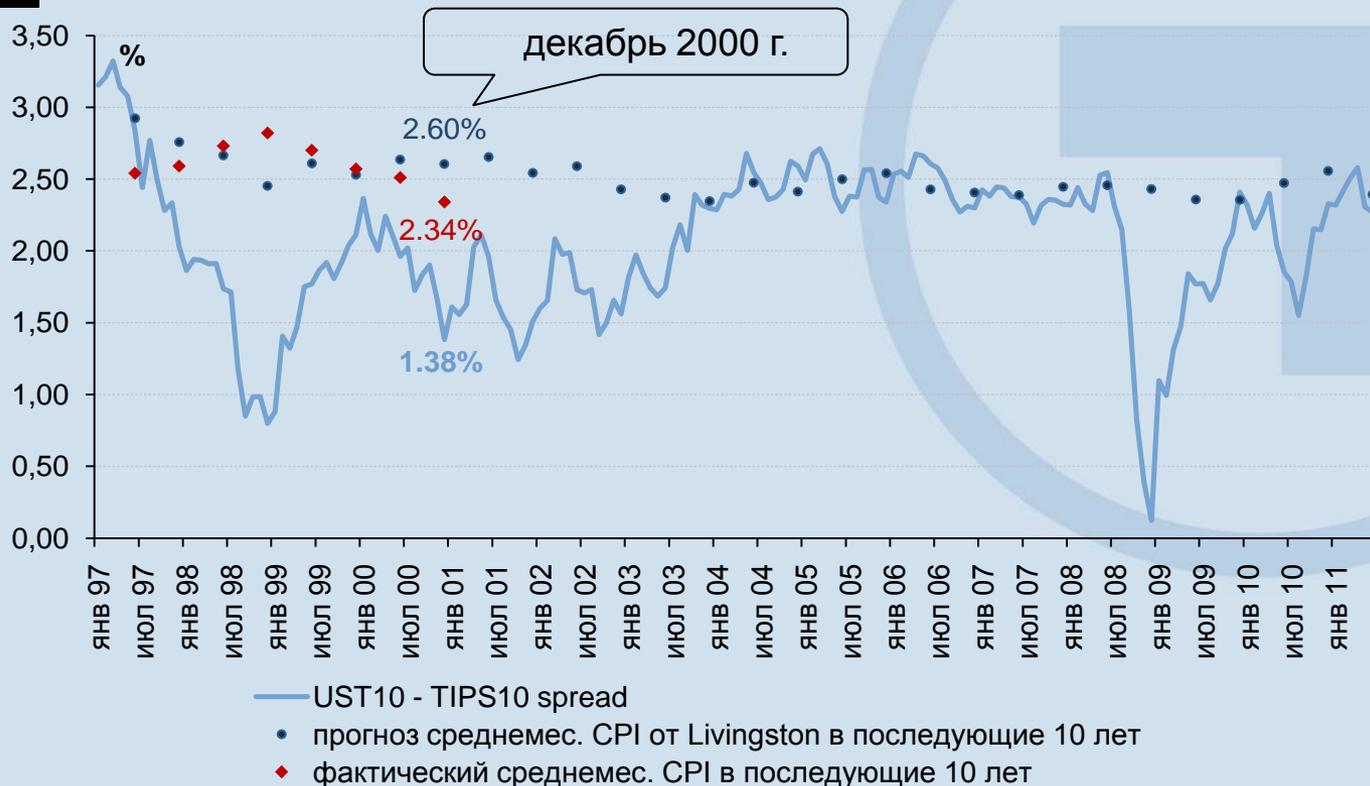
Прирост почасовой оплаты труда в частном секторе США, год к году, янв. 08 – май 11, месячные значения



С начала 2010 года средний **прирост почасовой оплаты труда** в годовом исчислении составляет **1.82%**. В качестве опережающего индикатора ускорения инфляции мы традиционно ставим сторону спроса.

Как мы думаем, это – одна из причин, по которой ФРС не опасается ускорения инфляции в средне-долгосрочной перспективе

Индикаторы будущей инфляции



- с 2004 года спред UST10-TIPS10 соизмерим с форвардным прогнозом инфляции на предстоящие 10 лет (источник прогноза – Livingston Survey, ФРБ Филадельфии)

- сопоставить спред с фактическим форвардным CPI за 10 лет возможно лишь до 2001 года – **спред был ниже фактического CPI**

- спред UST-TIPS – гораздо более волатилен в сравнении с прогнозами

- величина спреда – отражает не только ожидания будущей инфляции, но и учитывает премии за невысокую ликвидность TIPS, а также инфляционные риски по UST

ЕЦБ: индикатор strong vigilance (1)

- **Strong vigilance (англ.) – высокая бдительность.** Используя данную формулировку (и ее варианты – particular vigilance, ongoing vigilance, ЕЦБ в 2005-2007 гг. сигнализировал о предстоящем повышении ставок.
- с началом цикла повышения ставок в 2011 году регулятор, похоже, возвращается к прежней практике

Заседание	«strong vigilance» / число упоминаний	Решение по ставкам
октябрь 05	да (4)	сохранена
ноябрь 05	да (4)	сохранена
декабрь 05	нет	+0.25%
январь 06	нет	сохранена
февр. 06	да (3)	сохранена
март 06	нет	+0.25%
апрель 06	нет	сохранена
май 06	да (2)	сохранена
июнь 06	нет	+0.25%

Заседание	«strong vigilance» / число упоминаний	Решение по ставкам
июль 06	да (2)	сохранена
август 06	нет	+0.25%
сент. 06	да (2)	сохранена
октябрь 06	нет	+0.25%
ноябрь 06	да (2)	сохранена
декабрь 06	нет	+0.25%
январь 07	нет	сохранена
февр. 07	да (1)	сохранена
март 07	нет	+0.25%

ЕЦБ: индикатор strong vigilance (2)

Заседание	«strong vigilance» / число упоминаний	Решение по ставкам
апрель 07	нет	сохранена
май 07	да (1)	сохранена
июнь 07	нет	+0.25%
июль 07	нет	сохранена
август 07	да (1)	сохранена
сент. 07	нет	сохранена
октябрь 07	нет	сохранена
ноябрь 07	нет	сохранена

Заседание	«strong vigilance» / число упоминаний	Решение по ставкам
декабрь 07	нет	сохранена
июнь 08	heightened alertness	сохранена
июль 08	нет	+0.25%
март 11	да (3)	сохранена
апрель 11	нет	+0.25%
июнь 11	да (5)	сохранена
июль 11		?

- решение об изменении ставок регулятор, как правило, принимает после обнародования прогнозных данных по экономике
- в марте и сентябре публикуются прогнозы ЕЦБ, в июне и декабре – прогнозы Eurosystem

Доходности евробондов стран СНГ *

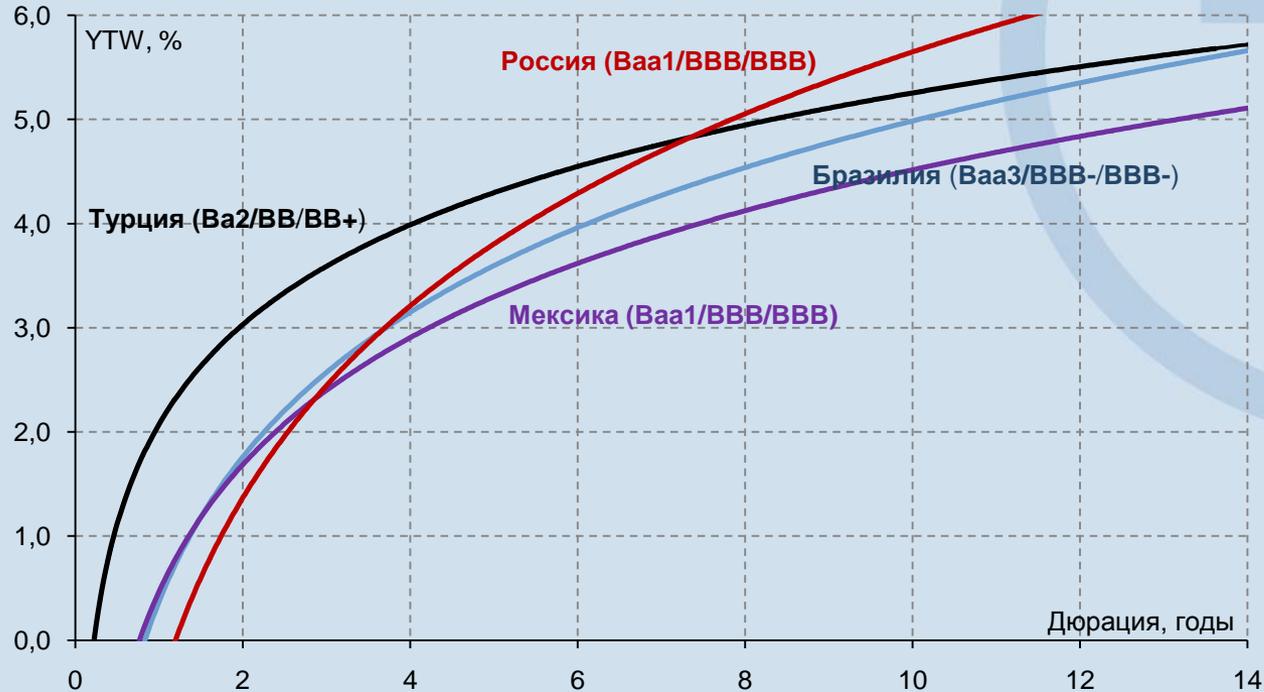


* рассчитаны по соответствующим индексам Trust Dollar Index (из семейства облигационных индексов НБ Траст)

- На начало июня 2011 года с начала 2010 доходности еврооблигаций России снизилась на 145 бп, Казахстана – на 400 бп, Украины – на 135 бп
- Посткризисные минимумы евробондам России и Казахстана достигались в октябре 2010 года (4.76% и 6.49% соответственно), Украины – в начале июня текущего года (7.09%)

Россия vs emerging markets

Суверенные кривые отдельных стран EM



- Бумаги России по-прежнему предлагают премию к евробондам Мексики (с сопоставимым рейтингом) и Бразилии (с более низким)
- Мы не ждем, что в эпоху постепенного ухода от стимулирующей монетарной политики произойдет кардинальное изменение данной ситуации, сохраняющейся длительное время

Дальнейший взгляд на рынки

- Затянувшийся подъем планки госдолга США – фактор покупок в UST. Ожидаем, что конечные цифры сокращения бюджетных расходов также поддержат цены UST
- USD Index (DXY) реже рассматривается как защитный актив (когда плохая статистика по США ведет к уходу в доллар)
- Завершение QE2 не ознаменуется сиюминутной коррекцией на рынках, но во втором полугодии мы ждем более низких ценовых уровней по commodities, валютам против доллара, индексам акций
- Россия и остальные эмитенты еврооблигаций СНГ находятся в крайне высокой зависимости от конъюнктуры в commodities
- Большого от российских долгов (в части дальнейшего снижения доходностей), чем мы увидели при текущих максимумах по нефти, не ждем.

Взгляд на евробонды: Украина

- **Ключевые риски экономики – высокая зависимость от мировых цен на commodities и медленная реализация структурных преобразований**
- **Еврооблигации украинских корпоративных эмитентов можно разделить на две группы: сельскохозяйственные холдинги и сырьевые (металлургические) компании**
- **Самостоятельное кредитное качество почти всех нам видится сильным (кроме Авангарда)**
- **Некоторые заслуживают рейтинга на 2-3 ступени выше имеющихся и в основном сдерживаются суверенным**
- **Из отдельных торговых идей мы выделяем лишь DTEK 15 и Mriya 15**

Взгляд на евробонды: Казахстан

- **Всех эмитентов можно разделить на две группы: "первый эшелон" – госкомпании, и небольшие игроки (Жаикмунай, KazakhGold)**
- **"Первый эшелон" имеет почти безупречное кредитное качество, основные проблемы - огромные инвестпрограммы, финансирование которых во многом осуществляется за счет долгового рынка (евробонды)**
- **За счет присутствия в списке EMBI Global все выпуски "первого эшелона" торгуются ниже кривой Газпрома, таким образом, не предоставляя интересных торговых идей**
- **Бумаги Жаикмуная и KazakhGold несут в себе существенные риски нефинансового характера, которые не компенсируются даже привлекательной на первый взгляд доходностью**

Взгляд на евробонды: Белоруссия

- Суверенные евробонды Беларуси на фоне экономического кризиса ушли в пике; проведенная девальвация и согласование стабкредита ЕврАзЭС позитивны для госбумаг; ждем снижения доходности до 9-9.5% в ближайшее время
- Масштабная приватизация госсобственности выступает в качестве одного из условий кредита ЕврАзЭС; наиболее вероятные активы для продажи – Белтрансгаз, Беларуськалий, МАЗ; неоднозначная позиция властей Беларуси затруднит процесс
- Минск намерен получить дополнительную поддержку от МВФ; жесткие требования по экономическим реформам делают маловероятным данный сценарий в краткосрочной перспективе

@: roman.dzugaev@trust.ru
тел. +7 495 647 2364

Дирекция по анализу экономики и финансовых рынков

@: research.debtmarkets@trust.ru
тел: +7 495 789 3609
www.trust.ru/analytics/