



СКОЛКОВО
Московская школа управления

К ВОПРОСУ О
«РАЗЪЕДИНЕНИИ»:
ДЕЙСТВИТЕЛЬНО ЛИ
СТРАНЫ БРИК
МОГУТ ПОЙТИ СВОИМ
СОБСТВЕННЫМ ПУТЕМ?

SIEMSEЖЕМЕСЯЧНЫЙ ОБЗОР

Институт исследования
быстрорастущих рынков СКОЛКОВО
Февраль, 2010

ВВЕДЕНИЕ ²

ТВЕРДЫЙ ХАРАКТЕР СТРАН БРИК:
ДЕМОНСТРАЦИЯ БЛЕСТЯЩИХ
МАКРОФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ПРОДОЛЖАЕТСЯ ⁴

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ
В СТРАНАХ БРИК ОКАЗЫВАЕТ
ЗАМЕТНОЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ
НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ БАЛАНС
ГОСУДАРСТВ ⁸

ВОЗВРАЩЕНИЕ К ТЕЗИСУ
О «РАЗЪЕДИНЕНИИ» ¹²

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ²²

ВВЕДЕНИЕ

Ключевые страны с формирующимся рынком добились существенных сдвигов в макроэкономической сфере как более крупные и устойчивые участники мировой экономики. В частности, крупная экономика Бразилии, России, Индии и Китая – так называемых стран БРИК – на протяжении двух последних лет достаточно хорошо выдерживала глобальный спад, и в следующем десятилетии готова добиться гораздо более значительного мирового присутствия. Относительно высокие макроэкономические показатели этих стран вновь вызвали вопрос о том, не произошла ли своего рода изоляция БРИК (или стран с формирующимся рынком в целом) от более богатого раз-

витого мира. Иными словами, не развиваются ли циклы деловой активности в странах БРИК по своим собственным закономерностям и не приобретают ли они все большую макроэкономическую независимость от перипетий цикла деловой активности США? Этот вопрос является предметом давних споров и обусловлен смещением экономической устойчивости и «разъединения». Ожидается, что в глобализованной мировой экономике торговые и финансовые связи будут укрепляться, и это повлечет за собой сопутствующие вторичные эффекты. Как точно подметил Джон Липски¹ из МВФ, «мировой финансовый кризис болезненно продемонстрировал, что глобализованная экономика – это реальность».

В данной статье исследуется наблюдаемая в последнее время экономическая устойчивость БРИК и делается попытка определить, является ли она признаком изоляции этих стран от развитого мира. Мы пришли к выводу, что способность отражать внешние вызовы, которую демонстрируют в последнее время страны БРИК, по-видимому, в большей степени связана с их системами предотвращения кризисов и более эффективным макроэкономическим управлением, чем с движением к макроэкономической независимости от клуба богатых наций. С другой стороны, хотя мы не находим доказательств «разъединения», которые проявлялись бы в торговых связях или связях финансового сектора, мы отмечаем заметный сдвиг в структуре торговли БРИК с уменьшением доли США в пользу зоны евро и развивающихся стран, что действительно обеспечивает странам БРИК известную невосприимчивость к деловому циклу США. 

Мировой финансовый кризис болезненно продемонстрировал, что глобализованная экономика – это реальность

¹ Building a Post-Crisis Global Economy—An Address to the Japan Society, John Lipsky (Джон Липски – первый заместитель директора-распорядителя Международного валютного фонда), Нью-Йорк, 10 декабря 2009 г.

ТВЕРДЫЙ ХАРАКТЕР СТРАН БРИК:

ДЕМОНСТРАЦИЯ БЛЕСТЯЩИХ
МАКРОФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В целом воздействие внешних финансовых факторов на страны с формирующимся рынком может передаваться посредством различных механизмов и сходиться на нет в течение длительного периода времени. Если говорить о ближайшей перспективе, то «бегство в надежность» заставляет инвесторов отказываться от более ликвидных активов стран с формирующимся рынком, причем основной удар, связанный с паникой на финансовых рынках, принимают на себя рынки акций. Это влечет за собой повышение стоимости заимствования, уменьшение торговых потоков, а также сокращение прямых иностранных инвестиций – с сопутствующими последствиями для внутренней экономики с точки зрения роста ВВП и уровня безработицы.

В соответствии с вышеописанным сценарием, кризис и рецессия, поразившие страны с развитой экономикой в конце 2008 года, заставили рынки акций замереть и быстро вызвали резкое сокращение торговли и финансирования для зависимых от экспорта формирующихся рынков. И даже на этом фоне весьма примечательна общая устойчивость стран с формирующимся рынком в период финансового кризиса, обусловленного непервоклассным ипотечным кредитованием в США. По сравнению с кризисом 1997–1998 годов в Азии воздействие на страны с формирующимся рынком было гораздо менее серьезным, что можно отнести на счет более эффективного макроэкономического управления и более высокой макроэкономической определенности. По существу, у директивных органов были необходимые средства, которые позволили среагировать на кризис и принять достаточно оперативные меры по замещению предсказуемого снижения внешнего спроса внутренним. Соответственно, восстановление экономики ключевых стран с формирующимся рынком началось гораздо раньше, чем в их развитых странах-контрагентах.

В случае стран БРИК экономические показатели говорят сами за себя. Совсем недавно Китай объявил, что в 2009 году его экономика выросла на 10,7% – это даже выше 9,6%, зарегистрированных в 2008

Кризис и рецессия, поразившие страны с развитой экономикой в конце 2008 года, заставили рынки акций замереть и быстро вызвали резкое сокращение торговли и финансирования для зависимых от экспорта формирующихся рынков

году. Индия также сообщает о высоких результатах, при этом по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года в третьем квартале 2009 года рост ускорился до 7,9%, тогда как во втором квартале он составил 6,1%. В отличие от этого, новости из Бразилии и России были не столь благоприятными: Россия сообщила об отрицательном (-8,9%) росте ВВП в третьем квартале по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, а в Бразилии этот показатель составил -1,2%. Тем не менее в Бразилии в 2010 году ожидается резкое восстановление экономики, а в России в 2010 году, скорее всего, будет наблюдаться умеренный рост, за которым последует более активное восстановление в оставшийся период десятилетия².

Данные таблицы 1 резко контрастируют с показателями по развитым странам. В то время как страны с развитой экономикой настраиваются на предстоящий им период умеренного роста со скромными потребительскими расходами, страны БРИК будут играть роль движущей силы мирового экономического развития.

ТАБЛИЦА 1. Страны БРИК превосходят ожидания

Макроэкономические детерминанты	Рост реального ВВП (процентное изменение)						
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010f	2011f
Мир	3.5	4.0	3.9	1.8	-2.2	2.7	2.6
США	3.1	2.7	2.1	0.4	-2.5	2.5	1.4
Зона евро	1.8	3.1	2.7	0.6	-4.0	0.8	1.2
Япония	1.9	2.0	2.3	-0.7	-5.5	1.4	1.0
БРИК							
Бразилия	3.1	3.9	5.6	5.1	0.0	4.5	3.7
Россия	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.8	3.0	4.1
Индия	9.2	9.7	9.1	6.1	5.8	7.1	7.8
Китай	10.4	11.6	13.0	9.6	10.7	9.3	8.3

Источник: Economic Intelligence Unit

Хотя на протяжении всего кризиса непервоклассных ипотек макроэкономические показатели оставались достаточно высокими, по крайней мере в Китае и Индии, результаты функционирования финансовых рынков в целом были изменчивыми. Растущая интеграция БРИК с мировыми финансовыми рынками оказалась противоречивым

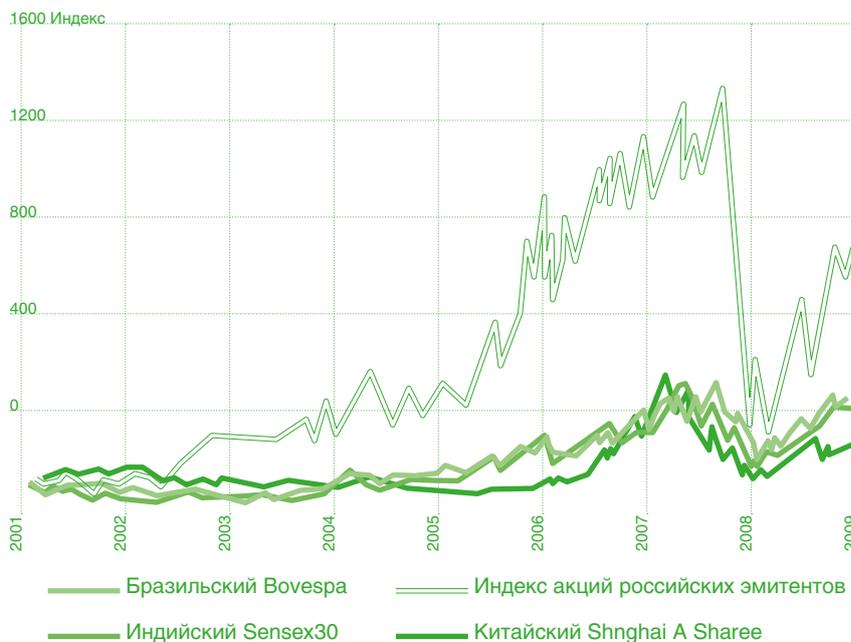
² Согласно прогнозам компании Economic Intelligence Unit (EIU), потенциальный рост ВВП, или максимальный уровень выпуска, который может быть достигнут в экономике без оказания давления на цены, в Китае и Индии составляет примерно 8%, а в Бразилии и России – 4%. Эти предположения основаны на сохранении высоких темпов роста производительности труда. Более широкое применение новых технологий обеспечивает достаточные возможности для роста производительности как в обрабатывающей промышленности, так и в секторе услуг.

благом, поскольку они по-прежнему подвержены чередованию периодов эйфории и паники. Как класс активов формирующиеся рынки первыми ощущают на себе воздействие любой паники, даже если она обусловлена внешними причинами.

В динамике финансовых рынков явно прослеживаются сходные тенденции, особенно во время кризиса. Однако, несмотря на беспорядочное бегство инвесторов, вызванное финансовым кризисом непервоклассных ипотек, индексы акций БРИК довольно быстро восстановились (рис. 1), чему содействовала твердая уверенность финансовых рынков в своей способности обеспечить превосходные результаты в будущем. Интересно отметить, что с января 2000 года по декабрь 2009 года самый сильный рост, 724%, продемонстрировал индекс акций российских эмитентов (RTX, Russian Traded Index); за ним следуют бразильский Bovespa, который вырос на 301%, и индийский Sensex – 249%, а также китайский индекс торгуемых на Шанхайской бирже акций типа «А» (Shanghai A Share) с относительно скромным ростом в 140%. Такие показатели роста³ разительно контрастируют с динамикой индекса US Dow30, который за десять лет снизился на 8,9%, и S&P 500, который потерял 24%.

Блестящие показатели функционирования рынков акций можно наблюдать и на рынках облигаций. Согласно данным BofA Merrill Lynch по индексам, за 2000–2009 годы совокупный доход по бразильским суверенным облигациям, выраженный в долларах США, составил 273%. Китай показал результат в 100%, однако приз рынка облигаций вновь ушел в Россию, где доход достиг 575%. Очевидно, что ярко выраженные настроения на повышение рынка акций и облигаций были связаны с перспективами роста российской экономики в этот период. 

РИС. 1. Повороты рынка акций БРИК
ДИНАМИКА рынка акций БРИК (30 дек 1999 г. = 100)



Источник: Bloomberg

³ В долларах США за десять лет рост Bovespa составил бы 314%, Sensex – 226%, Shanghai A Share – 191% и все те же 724% для выраженного в долларах индекса акций российских эмитентов.

МАКРОЭКО- НОМИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СТРАНАХ БРИК

ОКАЗЫВАЕТ ЗАМЕТНОЕ
ВОЗДЕЙСТВИЕ НА
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ БАЛАНС
ГОСУДАРСТВ

Чем объясняется улучшение показателей стран БРИК? Финансовый кризис в Азии 1997–1998 годов, подтолкнули страны с формирующимся рынком к совершенствованию макроэкономического управления. В частности, ускорение темпов экономического роста во многом помогло облегчить рецидив кризиса финансирования, а также позволило уменьшить налогово-бюджетные дисбалансы. Хотя в 2009 году финансируемые правительствами программы стимулирования действительно переломили ситуацию в налогово-бюджетной сфере практически всех стран, возобновление более активного роста должно уменьшить необходимость бюджетного дефицита.

Более существенное значение имеет сокращение дефицита по счетам текущих операций; несмотря на очевидность некоторого ухудшения сальдо в Бразилии и Индии, считается, что с учетом более крупных валютных резервов размер дефицита счета текущих операций поддается управлению. Следует отметить, что хронический дефицит счетов текущих операций называли причиной возникновения в 1997 году кризиса в Азии и его быстрого распространения на Латинскую Америку, где данный дефицит в то время составлял 3,4% ВВП.

Хотя в 2009 году финансируемые правительствами программы стимулирования действительно переломили ситуацию в налогово-бюджетной сфере практически всех стран, возобновление более активного роста должно уменьшить необходимость бюджетного дефицита

ТАБЛИЦА 2. Считается, что сальдо бюджетов и счетов текущих операций поддаются управлению

	Сальдо бюджета				Сальдо счета текущих операций			
	2007	2008	2009е	20010f	2007	2008	2009е	20010f
Мир	-0.1	-1.1	-6.7	-6.7	0.6	0.3	0.3	0.1
США	-1.2	-3.2	-10.0	-10.6	-5.2	-4.9	-3.2	-3.7
Зона евро	-0.7	-1.9	-6.9	-7.6	0.6	-0.6	-0.4	-0.7
Япония	-2.5	-2.7	-7.4	-8.0	4.8	3.2	2.8	2.7
БРИК								
Бразилия	-2.2	-1.6	-3.1	-3.0	0.1	-1.8	-1.0	-2.1
Россия	5.4	4.1	-7.4	-5.6	6.0	6.1	3.7	3.6
Индия	-2.7	-6.2	-8.1	-7.4	-1.0	-3.0	-0.3	-0.3
Китай	0.6	-0.4	-3.8	-3.6	10.7	9.6	6.2	4.6

Источник: Economic Intelligence Unit

В итоге уязвимость стран БРИК по отношению к финансовым кризисом снизилась – более ясные доказательства этого представлены в таблице 3. Запасы ликвидности возросли, значительные успехи были достигнуты в плане уменьшения зависимости от краткосрочного долга, и одновременно уменьшилась опора на внешний долг. Неявная цель экономической политики заключалась в том, чтобы избежать нехватки ликвидности и необходимости брать кредиты у Международного валютного фонда с сопутствующими предъявляемыми условиями. В связи с этим страны существенно нарастили запасы ликвидности, и теперь их уровень вызывает вопросы относительно более долгосрочных последствий такой политики. Например, объем резервов Китая достиг почти 2,5 трлн долларов США, однако продолжающееся снижение стоимости доллара США может обесценить этот запас ликвидности⁴.

ТАБЛИЦА 3. Показатели ликвидности и уязвимости свидетельствуют о сильных позициях

Показатели ликвидности и уязвимости свидетельствуют о сильных позициях	1995	2000	2005	2009е
Совокупные резервы (млрд долл. США)				
Бразилия	50	32	53	228
Россия	14	24	176	415
Индия	18	38	132	262
Китай	75	168	822	2,480
Совокупные резервы (млрд долл. США)				
Бразилия	68.8	80.6	41.4	9.5
Россия	82.0	63.9	24.0	11.5
Индия	71.7	28.7	13.5	14.6
Китай	60.7	30.6	12.0	6.7
Отношение краткосрочного долга к совокупным резервам (%)				
Бразилия	68.8	80.6	41.4	9.5
Россия	82.0	63.9	24.0	11.5
Индия	71.7	28.7	13.5	14.6
Китай	60.7	30.6	12.0	6.7

Источник: Economic Intelligence Unit

⁴ Естественным результатом будет стремление Китая диверсифицировать свои валютные авуары, отказываясь от доллара США, и этот вопрос периодически вызывает всплески настроений на финансовых рынках. Несмотря на отсутствие детальных данных о состоянии валютных резервов, составляемые МВФ данные о структуре официальных валютных резервов указывают на то, что страны с формирующимся рынком уменьшают долю активов, деноминированных в долларах. Например, если в 2000 году страны с формирующимся рынком держали 73,3% своих резервных активов в долларах США, то к третьему кварталу 2009 года эта доля сократилась до 57,5%. Доля евро, напротив, выросла с 19,7% до 31,4%. Если такая тенденция сохранится, это может способствовать дальнейшему падению доллара США.

Благодаря улучшению макрофинансовых показателей в целом и прочности балансов страны БРИК поднялись на более высокие места в рейтингах. Постепенное приближение стран БРИК к рейтингам инвестиционной категории показано в таблице 4, где представлены кредитные рейтинги долгосрочного валютного долга, присвоенные агентствами Standard & Poor's (S&P) и Moody's. Десять лет назад Китай был единственной страной БРИК, имевшей инвестиционный рейтинг, и медленно продвигался вверх по рейтинговой шкале; действительно, спреды

по суверенным свопам кредитного дефолта (СКД) – которые можно рассматривать как показатель риска дефолта страны, – равные примерно 70 базисным пунктам (б. п.), свидетельствуют о том, что финансовые рынки назначают Китаю более высокий кредитный рейтинг, чем рейтинговые агентства, нередко отстающие с повышением категории. Что касается других стран БРИК, то продвижение к инвестиционной категории, стоившее им больших усилий, было более медленным, а ее присвоение произошло сравнительно недавно. Бразилия получила инвестиционный статус от S&P в апреле 2008 года (агентство Moody's перевело ее в эту категорию намного позже, в сентябре 2009 года); Россия в январе 1999 года официально получила статус дефолта, но к январю 2005 года перешла в инвестиционную категорию; Индия поднялась в рейтинге в январе 2007 года, хотя с февраля 2009 году агентство S&P перевело ее в категорию стран с негативными перспективами – несмотря на высокие экономические показатели. Низкие спреды по СКД указывают на то, что финансовые рынки более оптимистично оценивают риски, связанные с БРИК, по сравнению с другими странами с формирующимся рынком. 

Низкие спреды по СКД указывают на то, что финансовые рынки более оптимистично оценивают риски, связанные с БРИК, по сравнению с другими странами с формирующимся рынком

ТАБЛИЦА 4. Страны БРИК имеют рейтинг инвестиционной категории

Дата	Долгосрочные рейтинги (валютные)			
	Бразилия	Россия	Индия	Китай
Январь 2010г.	BBB- /Baa3	BBB/Baa1	BBB-/Baa3	A+/A1
Январь 2000г.	BB- /B2	B-*/B3	BB/Ba2	BBB/A3

Источник: Bloomberg. *По состоянию на декабрь 2000 года.

ВОЗВРАЩЕНИЕ К ТЕЗИСУ О «РАЗЪЕДИНЕНИИ»

Выше показано, что страны БРИК становятся более влиятельной силой в мировой экономике. Однако, несмотря на то что высокие экономические показатели и более прочные балансы обеспечивают надежный буфер, помогающий пережить кризис, «разъединение»⁵ этих стран с развитыми рынками не столь очевидна. Напротив, мы находим свидетельства большей взаимозависимости, особенно в финансовой сфере.

Показатели открытости, такие как доля экспорта и импорта по отношению к ВВП, в последнее десятилетие росли (таблица 5), поскольку страны стремились извлечь выгоду из глобального экономического подъема. Соответственно, модели самообеспеченности, на которых вплоть до 1990-х годов строилось планирование в Индии, уступили место структурам, предполагающим более сильную зависимость от торговли, с увеличением доли экспорта и импорта в ВВП. По всей видимости, только в России зависимость от внешней торговли уменьшилась, однако сильная зависимость от экспорта энергоносителей (как России, так и Бразилии) повысила изменчивость поступлений от экспорта.

Только в России зависимость от внешней торговли уменьшилась, однако сильная зависимость от экспорта энергоносителей (как России, так и Бразилии) повысила изменчивость поступлений от экспорта

ТАБЛИЦА 5. Показатели открытости свидетельствуют о большей взаимозависимости

Показатели открытости	Экспорт (% номинального ВВП)				Импорт (% номинального ВВП)			
	1995	2000	2005	2008	1995	2000	2005	2008
Мир	21.3	24.6	28.3	32.2	20.9	24.5	28.0	31.5
США	11.0	11.0	10.3	12.7	12.2	14.8	16.0	17.6
Зона евро	28.9	37.0	38.3	41.9	27.4	36.3	36.8	40.9
Япония	9.1	11.0	14.3	17.5	7.7	9.5	12.9	17.3
БРИК								
Бразилия	7.3	10.0	15.1	14.3	8.8	11.7	11.5	14.2
Россия	29.3	44.1	35.2	31.4	25.9	24.0	21.5	21.9
Индия	11.0	13.2	19.9	22.7	12.2	14.2	22.7	28.0
Китай	19.5	23.4	36.3	35.8	17.9	21.0	30.9	27.9

Источник: Economic Intelligence Unit

⁵ Вопрос о разъединении вызывает серьезные споры. См., например "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?", IMF Working Paper WP/08/143 by M. A. Kose, C. Otrok and E. Prasad, июнь 2008 г.

Хотя показатели открытости свидетельствуют о более сильной внешней зависимости стран БРИК друг от друга, можно выделить и ряд других моментов.

- За исключением Китая, объемы торговли между странами БРИК по-прежнему ничтожно малы. Даже по отношению к Китаю доли импорта находятся в пределах 4–14%. Доля импорта самого Китая из других стран БРИК составляет примерно 2%; это указывает на то, что страны блока БРИК не могут поддерживать друг друга, по крайней мере в настоящее время.
- Значимость доли экспорта и импорта из развитых стран уменьшилась, особенно в отношении торговли с США. Важность торговли со странами с формирующимся и быстроразвивающимися

ТАБЛИЦА 6. Происходит диверсификация торговли стран БРИК с уменьшением доли развитых стран

Диверсификация торговли БРИК	% экспорта в			% импорта из		
	1995	2000	2008	1995	2000	2008
% торговли Бразилии с						
Соединенными Штатами	19.4	19.2	13.7	23.6	17.5	14.9
Европейским союзом	29.9	22.8	22.9	29.9	24.6	21
Японией	4.3	2.9	3.0	7.0	4.6	3.7
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами	40.9	47.1	48.9	37.7	45.8	52.5
% торговли России с						
Соединенными Штатами	8.4	3.1	3.0	9.4	4.7	5.2
Европейским союзом	46.8	58.0	57.3	44.4	45.1	43.6
Японией	3.2	2.0	1.9	1.9	6.0	7.0
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами	46.6	42.3	44.5	44.6	42.8	43.5
% торговли Индии с						
Соединенными Штатами	21.1	16.8	11.7	8.7	6.3	6.7
Европейским союзом	27.4	22.4	21.3	25.7	17.4	14.5
Японией	5.1	2.4	1.8	5.7	2.8	2.6
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами	32.0	43.0	49.5	39.5	27.3	58.9
% торговли Китая с						
Соединенными Штатами	20.7	21.4	17.7	12.1	7.4	7.2
Европейским союзом	16.4	19.1	20.5	14.9	11.2	11.7
Японией	16.2	11.0	8.1	20.2	15.2	13.3
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами	15.4	20.3	28.7	15.6	25.9	32.3

Источник: МВФ

рынками, напротив, растет (причем это касается как экспорта, так и импорта), и в дальнейшем такие изменения, скорее всего, усилятся. Китай проводит довольно агрессивную политику в этом вопросе; например, несмотря на низкую долю экспорта в Африку (2,7%), Китай неуклонно наращивает свое присутствие в странах этого континента.

В рамках текущего экономического цикла существенное внимание уделялось тому, способны ли страны БРИК в настоящее время сдвинуть с места мировую экономику и обеспечить ее рост. В этом контексте целесообразно рассмотреть значение БРИК в торговле развитых стран. В таблице 7 представлен пример США и Японии. Здесь выделяется одна особенность: богатые страны по большей части экспортируют продукцию между собой. Несмотря на повышение значимости экспорта из стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, именно они в значительной степени зависят от продаж в США. Кроме того, экспорт в страны БРИК из США и Японии остается довольно скромным; самая большая доля экспорта – из Японии в Китай – составляет всего 16%. В связи с этим трудно поверить в риторические заявления о том, что рост стран БРИК в скором времени даст толчок для роста стран с развитой экономикой.

ТАБЛИЦА 7. Региональная структура экспорта и импорта США и Японии

Диверсификация торговли США и Японии		% экспорта в			% импорта из		
		1998	2005	2008	1998	2005	2008
% торговли США со							
странами с развитой экономикой		67.0	63.8	59.1	23.6	17.5	14.9
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами		33.0	36.1	40.8	37.7	45.8	52.5
Б	Бразилия	2.2	1.7	2.5	1.1	1.5	1.5
Р	Россия	0.5	0.4	0.7	0.6	0.9	1.3
И	Индия	0.5	0.9	1.4	0.9	1.1	1.2
К	Китай	2.1	4.6	5.5	8.0	15.0	16.5
% торговли Японии со							
странами с развитой экономикой		74.8	65.8	57.7	58.1	42.0	36.8
странами с формирующимся рынком и быстроразвивающимися странами		25.1	34.1	42.2	41.8	57.9	63.1
Б	Бразилия	0.7	0.5	0.8	1.0	0.9	1.1
Р	Россия	8.4	3.1	3.0	1.0	1.2	1.8
И	Индия	0.6	0.6	1.0	0.8	0.6	0.7
К	Китай	5.2	13.4	16.0	13.2	21.0	18.9

Источник: МВФ

Финансовые рынки не дают неопровержимых доказательств «разъединения», и передача воздействия между этими рынками носит двусторонний характер. Влияние БРИК объясняется наращиванием международных резервов (таблица 3 и сноска 5), и любые намеки на изменение их валютных предпочтений оказывают резкое воздействие на доллар США и финансовые рынки США. К тому же весомое иностранное участие на рынках облигаций и акций США добавляет еще один аспект значимости. В собственности иностранных держателей находится 49% казначейских ценных бумаг США, 27% инструментов участия в капитале и 24% корпоративных облигаций. Таким образом, в настоящее время предпочтения стран БРИК, касающиеся размещения активов, могут серьезно отразиться на США. Коротко говоря, двусторонние причинно-следственные связи между странами БРИК и развитыми финансовыми центрами стали более ярко выраженными.

Финансовый кризис – хороший пример для изучения связей между финансовыми рынками. Мы анализируем ряд факторов «страха», которые могут привести, казалось бы, устойчивые финансовые центры в крайне нестабильное состояние. Общий урок заключается в том, что факторы страха остаются сильно ограниченными. Хотя «смерть» Lehman Brothers – событие из ряда вон выходящее – повергла рынок в панику, мы также отмечаем, что финансовые рынки довольно быстро вернулись в исходное настроение, особенно по отношению к более твердо стоящим на ногах странам БРИК. В конечном итоге данные демонстрируют вновь обретенное уважение к экономическим детерминантам стран БРИК, на которое не повлияли ни недавний крах Дубая, ни проблемы, наблюдающиеся в Греции. Показатели страха перечислены ниже.

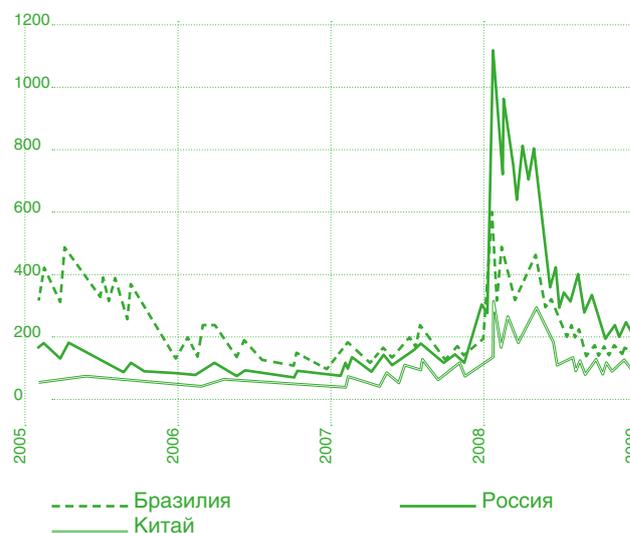
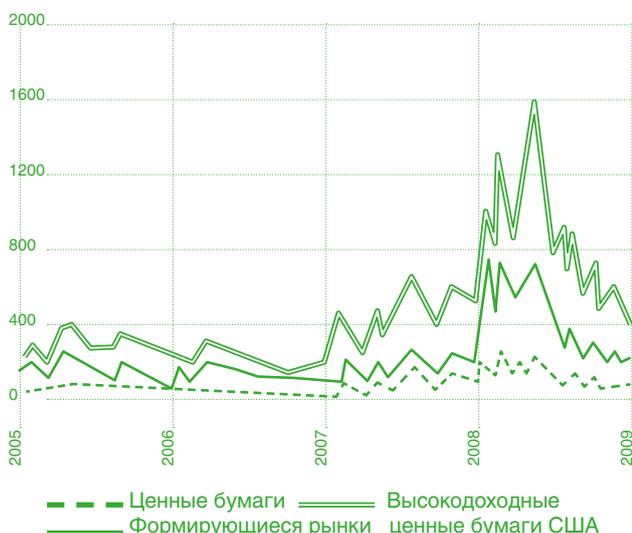
1) Свопы кредитного дефолта (СКД). В общем смысле спреды по свопам кредитного дефолта представляют собой оценку риска невыполнения обязательств, или премии, которую покупатель готов платить за защиту от дефолта. С кончиной Lehman первоначальное «бегство в надежность» повлекло за собой рост спредов по СКД – при истощении ликвидности даже для кредитоспособных заемщиков. Тем не менее в отношении формирующихся рынков инвесторы были настроены более спокойно; после первоначальной паники спреды по СКД резко

В собственности иностранных держателей находится 49% казначейских ценных бумаг США, 27% инструментов участия в капитале и 24% корпоративных облигаций

пошли назад (см. рис. 2), и сейчас спреды для стран с формирующимся рынком почти совпадают с уровнями середины 2008 года. Та же ситуация наблюдается в случае Бразилии и Китая, и хотя цена защиты от российского дефолта остается повышенной, она тоже стабилизируется. Из-за пестрой истории российских дефолтов финансовые рынки склонны наказывать Россию в наибольшей степени. Для Индии ряды данных по суверенным СКД отсутствуют, но СКД отдельных банков также вернулись к своим докризисным уровням.

В случае формирующихся рынков относительно быстрый возврат к обычному состоянию обнадеживает, указывая на известную степень «разъединения» с кредитным циклом США. Учитывая высокие экономические показатели БРИК, финансовые рынки не смешивают их с другими странами с формирующимся рынком, что означает отход от прежних воззрений. Например, в настоящее время спреды по СКД для Китая, Бразилии и России составляют 70 б. п., 115 б. п. и 160 б. п. соответственно, что значительно ниже уровня спредов по СКД для стран с формирующимся рынком (250 б. п.). И напротив, для США спреды по СКД инвестиционной категории составляют 77 б. п., тогда как индекс высокодоходных ценных бумаг существенно выше и равен 480 б. п. Таким образом, вложения в БРИК рассматриваются как более надежный класс активов, в отличие от высокодоходных ценных бумаг США и активов других стран с формирующимся рынком.

ТАБЛИЦА 2. Считается, что сальдо бюджетов и счетов текущих операций поддаются управлению
А: Спреды по свопам кредитного дефолта **В:** Суверенные свопы кредитного дефолта



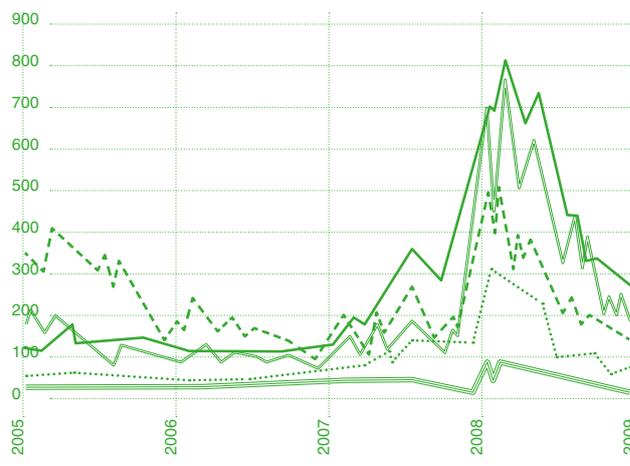
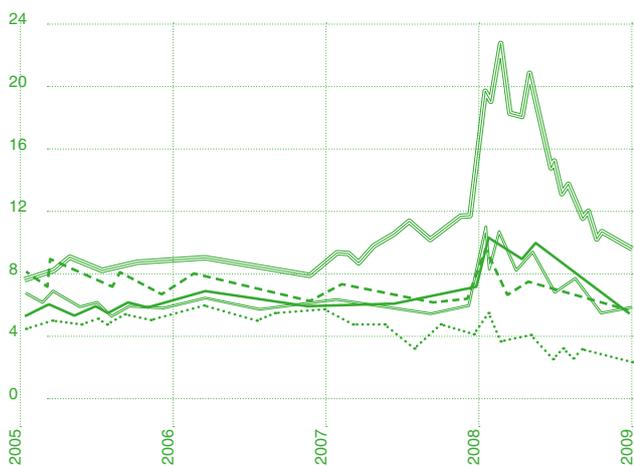
Источник: Bloomberg

2) Процентные ставки и спреды по суверенным облигациям. На рис. 3 суверенные облигации сравниваются с высокодоходными облигациями США и облигациями США категории ВВВ. Повышение и снижение доходности и спредов – показатель премии за риск по сравнению с казначейскими облигациями США – также указывает на стадное поведение. Однако в данном случае фактор страха был более слабым и довольно быстро утратил свое значение. Все страны БРИК имеют инвестиционный рейтинг, а динамика процентных ставок и спредов, как правило, повторяет динамику по ВВВ-кредитам для России и Бразилии. Кредитный рейтинг Китая, А+, проявляется в виде очень низких доходностей и спредов.

Динамика процентных ставок и спредов, как правило, повторяет динамику по ВВВ-кредитам для России и Бразилии

РИС. 3: Доходность и спреды
А: Процентные ставки

В: Динамика спредов (базисные пункты)



----- Бразилия
 _____ Россия
 Китай
 _____ Облигации США категории ВВВ
 _____ Высокодоходные облигации США

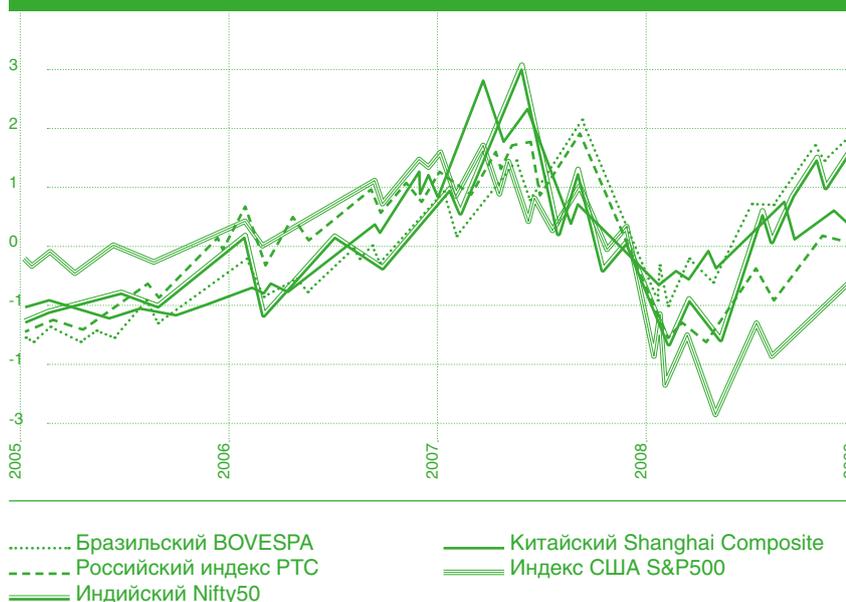
----- Суверенные облигации Бразилии
 _____ Суверенные облигации России
 Суверенные облигации Китая
 _____ Корпоративные облигации США
 _____ VIX индекса S&P500

Источник: Bloomberg, BofA Merrill Lynch

3) Рынки акций. На рис. 4 показано сходство колебаний рынков акций, которое с большой вероятностью указывает на их синхронизированную динамику. Кроме того, несмотря на различие поворотных точек, корреляция весьма высока. Опять же, передача воздействия от одних финансовых рынков к другим, по всей видимости, остается сильной между всеми странами.

Сходство колебаний рынков акций, которое с большой вероятностью указывает на их синхронизированную динамику

РИС. 4. Рынки акций демонстрируют общие тенденции
Рынки акций (нормированные данные)

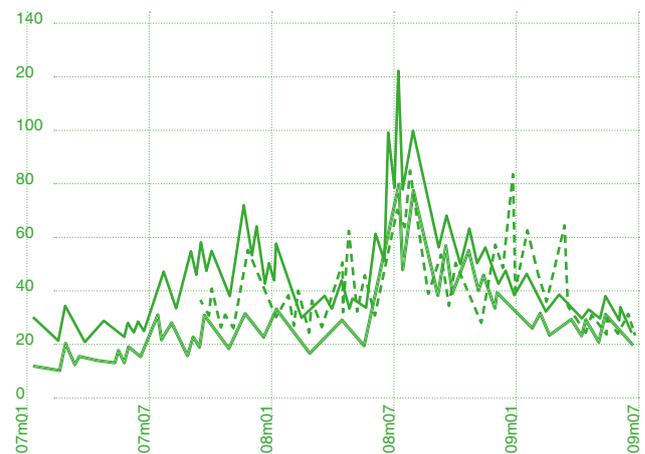
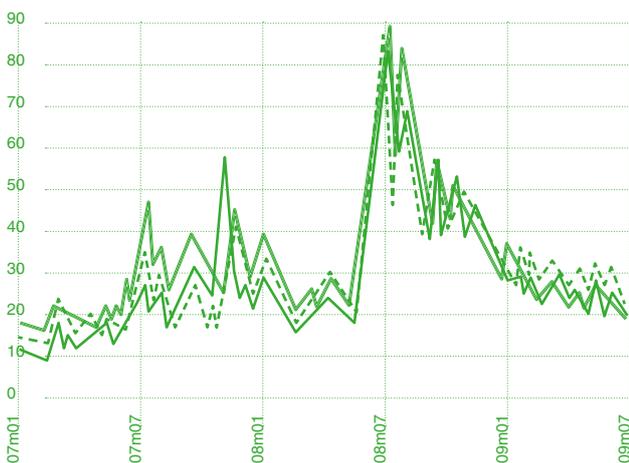


Source: Bloomberg

4) Изменчивость рынков акций. Конечной оценкой «страха» является подразумеваемая изменчивость индексов акций (обычно ее называют VIX), которая выводится из цен на ряд опционов на соответствующие индексы акций, с тем чтобы получить показатель подразумеваемой изменчивости⁶. Она представляет собой быстро рассчитываемый замещающий показатель для измерения страха инвесторов, поскольку изменчивость обычно связана с потрясением на финансовом рынке. На рис. 5 отслеживается изменение показателей VIX для США, зоны евро и Японии, а затем рассматривается сходство их колебаний с динамикой соответствующих показателей для Индии (на базе индекса Nifty 50) и Китая (на базе основных индексов акций; данный показатель часто называют CHIX). Как правило, эти оценки страха демонстрируют более значительное варьирование, чем показатели по США, зоне евро и Японии, а также высокую степень сходства колебаний. Таким образом, финансовые рынки указывают скорее на более плотное «объединение», чем на «разъединение». 

РИС. 5. Изменчивость рынков акций – индексы VIX
А: Изменчивость рынка акций (VIX) США, зона евро и Япония

В: Изменчивость VIX Индии и Китая по сравнению с США



— Индекс США S&P500
- - - VIX зоны евро
— VIX Японии

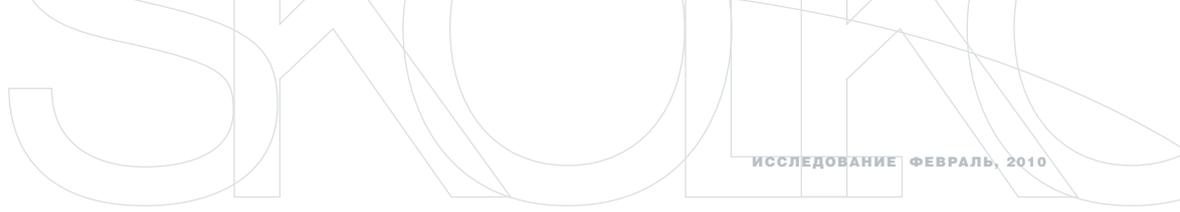
— VIX S&P500
- - - VIX Индии
· · · VIX Китая

Source: Bloomberg

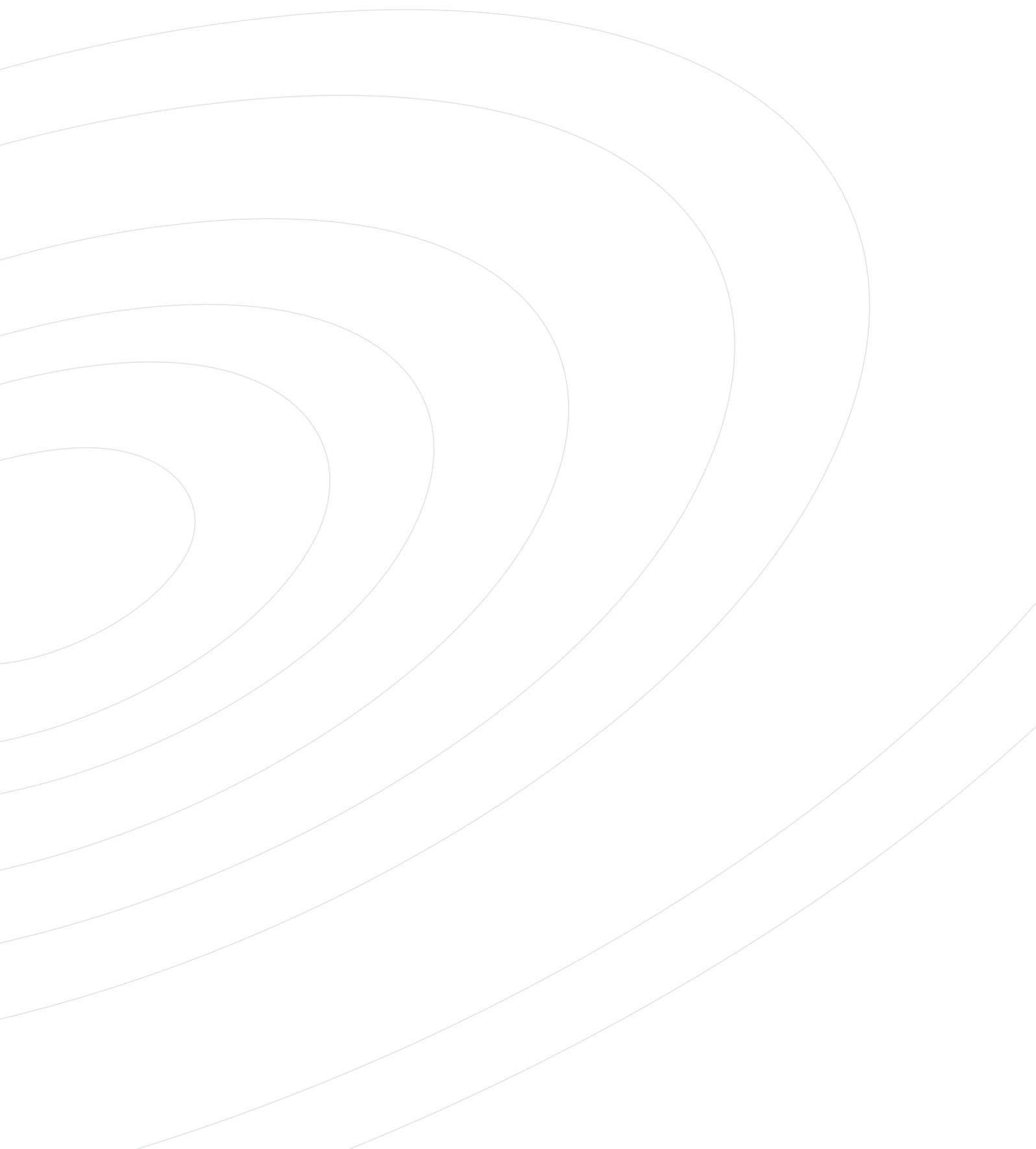
⁶ Проще говоря, показатель VIX является представительной переменной для ожидаемого процентного изменения (в годовом исчислении) указанного индекса акций в течение следующих тридцати дней. Таким образом, текущее значение VIX, равное 20, для S&P 500 означает, что в течение следующих 30 дней рынок ожидает изменение индекса на 20% в годовом исчислении, или на 5,8% (20/√12 месяцев).



СКОЛКОВО
Московская школа управления



ИССЛЕДОВАНИЕ ФЕВРАЛЬ, 2010



ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Несмотря на отсутствие в настоящее время признаков «разъединения» стран БРИК, они, как представляется, действительно стали меньше зависеть от рынка США, в особенности через торговлю

Нередко продвигаясь весьма неравномерно, страны БРИК так или иначе вышли на мировую экономическую арену. Если оценивать реакцию финансовых рынков, создается впечатление прочной убежденности в том, что эти ключевые страны с формирующимся рынком благополучно пережили кризис и готовы возобновить активный рост. В общем и целом качество основ экономики стран БРИК позволяет им развиваться независимо, и если в политике сохранится курс на содействие экономическому росту при меньшем государственном вмешательстве, то эти страны с формирующимся рынком должны усилить свое экономическое влияние.

Однако, с другой стороны, мы не находим подтверждений экономического «разъединения»: деловые и финансовые циклы как в странах с формирующимся рынком, так и в развитых странах во многом остаются синхронными. Это значит, что глобализация, которая принесла огромные выгоды странам БРИК, также неразрывно соединила их вследствие расширения торговых и финансовых связей. Несмотря на отсутствие в настоящее время признаков «разъединения» стран БРИК, они, как представляется, действительно стали меньше зависеть от рынка США, в особенности через торговлю. К тому же финансовые рынки, по видимому, рассматривают вложения в страны БРИК как отдельный класс активов по сравнению с другими формирующимися рынками, и инвестиционный статус этих активов обеспечивает известный иммунитет к событиям, связанным с идиосинкратическими рисками, таким как недавний дефолт Дубая и финансовые проблемы с суверенными обязательствами в Греции. 📊

Обзоры Института исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО:

- «Мировой финансовый кризис:
его влияние и ответные действия в России и Китае»
(Февраль 2009)

- «Управление в условиях экономического спада.
Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае»
(Март 2009)

- «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая:
адаптация в условиях кризиса»
(Май 2009)

- «Российские и китайские транснациональные компании:
операционные трудности и вызовы кризиса»
(Июнь 2009)

- «Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках:
посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию»
(Август 2009)

- «Демография – это судьба?
Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК»
(Сентябрь 2009)

- «Структура управления публичных компаний:
в России и Китае»
(Декабрь 2009)

- «Размер имеет значение:
насколько велик масштаб БРИК?»
(Январь 2010)

- «К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК
могут пойти своим собственным путем?»
(Февраль 2010)

Московская школа управления СКОЛКОВО

– совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения.

Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Президент Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена – программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года – первая международная программа Full-time MBA, в январе 2010 года стартовала вторая программа Executive MBA. Сейчас идёт набор студентов на программы MBA и Executive MBA, которые начнутся в сентябре 2010 года.

Московская школа управления СКОЛКОВО

Россия, 123317, Москва,
Пресненская набережная, дом 10,
ММДЦ «Москва-Сити» Блок С, 30 этаж.
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 287 88 01

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО (SIEMS).

Возглавляемый профессором Сын Хо “Сэм” Пак и расположенный в Пекине (Китай) Институт стремится стать лидирующим научно-исследовательским центром по изучению быстрорастущих экономик, уделяющий особое внимание России, Китаю и Индии. Работа института сфокусирована на предоставлении справочных материалов обществу, корпоративным менеджерам и чиновникам путем создания точных, но практических знаний в целом комплексе сфер, включая сферы государственной и макроэкономической политики, промышленности и технологий, а также в сфере разработки корпоративных стратегий.

Исследования Института являются междисциплинарными, они основаны на сотрудничестве и привлечении ученых со всего мира и охватывают различные области общественных наук через сравнительный подход к анализу данных, полученных из этих трех стран. Среди исследователей Института есть как представители трех основных стран, работающих на постоянной основе, так и сотрудники из других областей, в настоящее время активно задействованные в исследовании быстрорастущих рынков. Институт стремится стать центром для создания, распространения и обмена знаниями среди ученых и менеджеров, имеющих дело с быстрорастущими рынками по всему миру посредством регулярного участия в круглых столах и форумах. Исследовательские продукты Института распространяются главным образом через рабочие документы, отчеты, книги, статьи и конференции, посвященные специальным темам.

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО

Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634

Московская школа управления СКОЛКОВО
Россия, 123317, Москва,
Пресненская набережная, дом 10,
ММДЦ «Москва-Сити» Блок С, 30 этаж.
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 287 88 01
info@skolkovo.ru
www.skolkovo.ru

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Китай, 100101, Пекин
Unit 1607-1608, North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Road, Chaoyang District
тел./факс: +86 10 6498 1634