



Сергей Суверов  
Руководитель аналитического  
департамента  
УК Русский Стандарт

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



В октябре 1987 года произошел обвал американских акций, когда за четыре дня индекс Dow Jones потерял более 30%. В 1997 – кризис в Юго-Восточной Азии, потянувший за собой российский дефолт. В 2007 – ипотечный кризис в США, перешедший в Великую рецессию. Спустя пять лет экономика США начала вставать на ноги, а экономисты уже пугают новым тайфуном, родиной которого может стать Китай и страны так называемой «хрупкой пятерки» (группа развивающихся стран с наиболее слабыми показателями бюджетного и текущего дефицита, в которую аналитики американского банка Morgan Stanley включили Бразилию, Индию, Индонезию, Турцию и ЮАР).

Насколько обоснованы опасения нового глобального финансового кризиса наподобие 1997 года? Мы попытались обобщить различные точки зрения ведущих аналитиков и инвесторов. На наш взгляд, сценарий неожиданного кризиса маловероятен. Развивающиеся страны вполне могут справиться с оттоком «быстрых денег», произошедшим из-за сворачивания программы количественного смягчения ФРС США. Даже относительно слабые страны «хрупкой пятерки» вряд ли столкнутся с угрозой дефолта, по крайней мере, в ближайшие 1-2 года.

■ ■ ■

Новости по теме:

12.02.2014 Bloomberg.com  
Blankfein Says Emerging  
Markets Still Better Than in  
1998

12.02.2014 LiveMint.com  
Mark Mobius says emerging-  
market rout near end as  
valuations lure

5.02.2014 Bloomberg.com  
Pimco's Bill Gross Says He  
Avoids China 'Mystery Meat'

03.01.2014 Blogs.Barrons.com  
George Soros: China is  
"Major" Risk For Global  
Economy

### Что говорят инвестиционные гуру?

Мнения влиятельных инвесторов в отношении развивающихся рынков разделились: руководитель американского инвестиционного банка Goldman Sachs Lloyd C. Blankfein считает, что кризиса, подобному 1997-98, не случится. «Развивающиеся страны могут лучше справиться с оттоком капиталов, чем это было в 1998 году, ... сейчас имеют лучше резервы, больше гибкости в валютных курсах и лучше управляются».

Marc Mobius, управляющий более чем 50 млрд. долл. в фонде Templeton Emerging Markets Group, также присоединился к оптимистам, заявив 12 февраля, что распродажа акций на развивающихся рынках подходит к концу, и отдельные компании стоит покупать.

Не менее именитые инвесторы George Soros и Bill Gross, управляющий крупнейшим в мире \$200 млрд. фондом облигаций Pimco Total return, более осторожны в своих оценках. Не так давно оба заявили, что замедление Китая является серьезным риском для развивающихся рынков.

Китай, несмотря на многолетние предсказания кризиса, по-прежнему является одной из самых быстроразвивающихся экономик мира. В 2013 его ВВП увеличился на 7,7%, ровно на столько же, как и в 2012 году. У Китая рекордные золотовалютные резервы – 3,8 трлн. долл., и практически отсутствует внешний долг. Китай неуязвим для любых внешних потрясений. Однако не

удивительно, что Bill Gross назвал Китай «mystery meat» (на сленге – мясо неизвестного происхождения). При росте ВВП Китая за период с 2000 года в постоянных ценах в 3,5 раза, капитализация китайских компаний не растет. Национальный фондовый индекс Shanghai Composite в реальном выражении в начале 2014 года дешевле, чем 20 лет назад! В последние годы макроэкономическая статистика из Китая подвергается сомнениям, и сделать заключение о его здоровье на основе официальных показателей всё сложнее.

В 2013 году легкой мишенью для спекулянтов стали страны «хрупкой пятерки». После того, как аналитики заговорили об их слишком сильной зависимости от притока краткосрочных портфельных инвестиций, инвесторы поспешили на выход, в результате чего все участники неформальной группы столкнулись с 20-30% девальвацией своих валют и были вынуждены резко поднимать процентные ставки. Яркие недавние примеры – Турция, где центральный банк 28 января 2014 поднял ключевые процентные ставки сразу в 2 раза с 4% до 8%, и Бразилия, центральный банк которой в январе предпринял уже седьмое повышение за последний год, доведя ставку до 10,5% при том, что инфляция замедлилась в годовом выражении до 5,6%!

### Анализируй это!

Насколько правомерно Morgan Stanley выдал черную метку Бразилии, Индии, Индонезии, Турции и ЮАР?

Если, отталкиваясь от методики американского банка, ранжировать страны по бюджетному и текущему дефициту, а также учесть размер государственного долга, то выделяется лишь тройка наиболее уязвимых: Индия, ЮАР и Бразилия. У Турции и Индонезии относительно невысокий государственный долг, что дает им время на исправление недостатков. К тому же по совокупности показателей они устойчивее, чем Польша, большинство стран Восточной Европы и еще одна важная для международных инвесторов латиноамериканская страна – Мексика. Стоит отметить, что Россия по данным критериям выглядит просто замечательно, не попадая ни в пятерку, ни в десятку уязвимых стран.

22 января швейцарский инвестиционный банк UBS выпустил обзор, в котором рассмотрел уязвимость развивающихся стран по 9 индикаторам: зависимости местных процентных ставок от динамики US Treasuries, инфляционному давлению, уровню процентных ставок в реальном выражении, волатильности на местном валютном рынке и т.д. По его расчетам, пятерка наиболее уязвимых стран выглядит так: Турция, ЮАР, Индия, Индонезия, Россия. Слабыми местами России UBS посчитал высокую инфляцию, волатильность курса рубля и значительную долю облигаций в руках нерезидентов при низкой ликвидности рынка.

Зато Бразилии благодаря произошедшему росту процентных ставок и снижению котировок облигаций уже не страшен дальнейший отток средств. В рейтинге уязвимости UBS она на 16 месте среди 22 значимых развивающихся стран.

### Макроэкономические показатели отдельных развивающихся стран в 2013 году...

Страна	Current Balance (% of GDP)	Fiscal Balance (% of GDP)	Government debt (% of GDP)
Индия	-2,7	-6,7	67,0
ЮАР	-7,1	-4,4	46,0
Бразилия	-3,5	-3,6	59,0
Польша	-1,5	-4,6	55,0
Венгрия	+1,5	-2,9	79,0
Мексика	-1,7	-2,4	38,0
Турция	-7,0	-1,2	37,0
Индонезия	-3,5	-2,1	25,0
Россия	+1,6	-2,0	8,0

### и стран Юго-Восточной Азии в 1996 году

Индонезия	-3,2	+1,1	23,9
Таиланд	-8,0	+2,0	15,0
Южная Корея	-4,0	+0,7	7,5

Источник: *Global Economic Outlook and Strategy Citi Research, 2 Dec 2013, Bloomberg, World Bank*

За исключением раздутого дефицита по счету текущих операций у ЮАР и Турции, сравнение нынешних показателей развивающихся стран с 1996 годом дает не очень много. Государственные финансы у «азиатских тигров» накануне того кризиса были в образцовом состоянии – с минимальным долгом и бюджетным профицитом. Проблема в том, что инвесторы не обратили внимание на оказавшийся потом критичным уровень краткосрочного валютного долга в частном секторе при неготовности правительств банкротить или передавать в иностранные руки значимые для экономики компании.

## Regression to the Mean

Макроэкономический анализ даже при условии правильно сделанных прогнозов ключевых показателей никогда не дает точного ответа: будет кризис или нет? На практике большую роль играют неизмеримые показатели: конкурентоспособность и

диверсификация экономики, качество институтов и государственной политики, уровень политической стабильности, инвестиционный климат. 2013 стал годом политических потрясений в странах, в которых еще недавно всё было спокойно – массовые демонстрации прошли в Бразилии, Турции и Таиланде. В 2014 году во всех странах «хрупкой пятерки» пройдут парламентские или президентские выборы. Всё это точно не даст расслабиться инвесторам до конца года.

При всей сложности перевода качественной оценки в количественную, на наш взгляд, интересно рассмотреть показатели, которые могут отражать риск развития кризиса из-за несоответствия институциональной инфраструктуры достигнутому экономическому благосостоянию. Более простыми словами – те страны, про которые можно сказать, что они вырвались «из грязи в князи» рискуют вернуться в свое привычное состояние скорее, чем те, где идет равномерный устойчивый эволюционный рост, сопровождающийся структурными экономическими реформами.

В ноябрьском обзоре «Взгляд на долговой рынок» мы рассказывали про исследование Ларри Саммерса (бывший глава Казначейства США) и Ланта Принчета [«Asiaphoria Meet Regression to the Mean»](#). Гарвардские экономисты пришли к выводу, что риск жесткой посадки китайской экономики гораздо выше, чем многие считают по нескольким причинам. Во-первых, исторические аналогии с бурным ростом Японии в 60-70-х годах, затем азиатских тигров в 80-90-х и других стран показывают, что после периода ускоренного роста, как правило, достигается потолок, после чего наступает временный спад или в лучшем случае темпы роста ВВП резко сбавляют к среднемировому значению порядка 2% в год. Во-вторых, накопленные статистические данные показывают, что разница между развитыми и развивающимися странами не в том, что первые уже развились, а вторые – развиваются и догоняют. На самом деле, богатые страны показывают относительно стабильные невысокие темпы роста, в то время, как развивающиеся временами действительно быстро растут, но испытывают более длительные и болезненные периоды спада. Чем беднее страна, тем больше контраст. Например, беднейшие страны (с уровнем среднедушевого дохода от 300 до 2000 долл. в год) 56% времени растут и 44% времени падают, показывая в среднем одинаковые темпы роста и падения ВВП (+5,37%/-5,38%).

Таким образом, последнее десятилетие, когда большая группа стран, традиционно относящихся к развивающимся, совершила резкий прыжок в процветание за счет сокращения благосостояния европейцев, американцев и остального мира, выглядит на редкость аномальным. Наша трактовка «Regression to the mean» состоит в том, что если процветание пришло не за счет органического развития, а благодаря потребительскому, кредитному буму и взлету цен на сырьевые товары, естественным завершением цикла будет откат назад. Это может произойти разными путями: через экономический кризис; девальвацию, уменьшающую реальные доходы населения; в лучшем случае через длительную стагнацию, за время которой другие страны

подтянутся или обгонят.

Наглядная иллюстрация того, что бедные остаются бедными, а богатые – богатыми – нижеприведенный график.

### ВВП на душу населения в отдельных странах относительно среднемирового уровня, %.



Источник: World Bank, расчеты УК Арикапитал

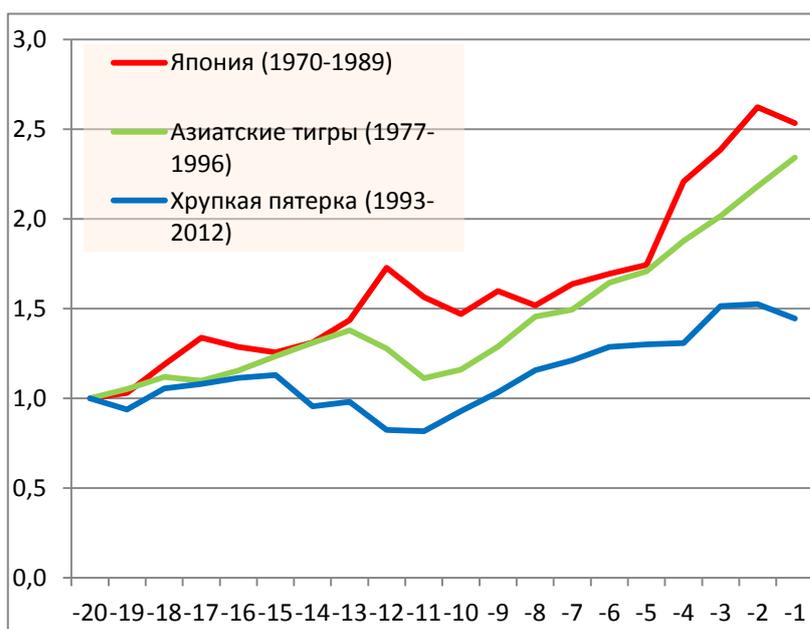
США являются примером не только процветания, но и редкой стабильности. Уже 50 лет ВВП в расчете на одного американца в 5-7 раз превышает среднемировой уровень. Лишь в 2011 году этот показатель вышел за рамки коридора, опустившись до 4,76, однако последующие три года Штаты берут убедительный реванш. В отличие от развитых стран, ВВП на душу населения в развивающихся странах колеблется значительно сильнее: от 50 до 90% в Турции, от 50% до 100% в Бразилии, от 50% до 130% в Мексике. Даже с учетом сглаживания скачков, Турция, Бразилия и Мексика показывают очень низкую скорость сближения с развитым миром. А если скорректировать данные по ВВП (на момент написания обзора в доступе есть данные Всемирного Банка только по 2012 год) на недавнюю 20-30% девальвацию турецкой лиры и бразильского реала, то эта скорость падает до нуля.

Что общего между японским чудом 80-х, бурным ростом азиатских тигров в 90-х и ситуацией в странах «хрупкой пятерки» сейчас?

Если посмотреть на изменение благосостояния населения во всех странах за 20 лет, предшествующих кризису, то можно заметить его резкий взлет. Например, японец в 1970 году жил в 2,5 раза лучше, чем среднестатистический житель Земли, а в конце 80-х разрыв достиг головокружительных 7-8 раз, причем Япония резко обогнала благополучные оазисы – Западную Европу

и США. Практически такой же сильный относительный скачок благосостояния произошел в странах – азиатских тиграх в годы, предшествующие кризису 1997 года. За период с 1977 по 1996 год доходы граждан Кореи, Индонезии, Малайзии и Таиланда более чем удвоились относительно среднемирового уровня.

### Изменение благосостояния отдельных стран (Начальный уровень ВВП на душу населения относительно среднемирового = 1)

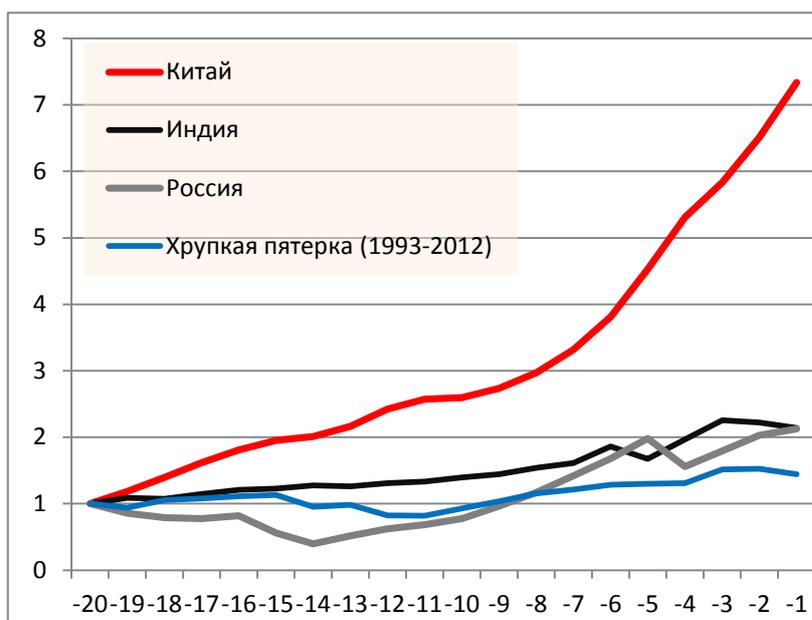


Источник: World Bank, расчеты УК Арикапитал

Сегодняшние перекосы в странах «хрупкой пятерки» значительно менее выражены. В целом жители стран пятерки стали относительно остального мира богаче в 1,5 раза за последние 20 лет с 1993 по 2012гг., но после прошедшей в 2013 и начале этого года девальвации отрыв значительно сократился. Более неустойчивым выглядит положение Индии и России, где относительный уровень доходов поднялся более чем вдвое. Но смягчающим обстоятельством служит то, что доходы индусов растут с очень низкого базового уровня – в 1993 году они составляли лишь 7% от среднемирового. Что касается России, то, наверное, также можно говорить о заниженной базе из-за последствий развала СССР.

Аномальный рост доходов произошел лишь в Китае. При жизни одного поколения страна перепрыгнула через несколько ступеней в мировой классификации. Буквально пару лет назад она считалась мировой фабрикой, где можно дешевле всего разместить любое трудоемкое производство. Сегодня с ВВП на душу населения по паритету покупательной способности на уровне почти 15 000 долл., это страна с 1 000 000 000 обеспеченных и требовательных потребителей!

### Изменение благосостояния отдельных стран (Начальный уровень ВВП на душу населения относительно среднемирового = 1)



Источник: World Bank, расчеты УК Арикапитал

### Выводы

На наш взгляд, экономисты, приводящие в качестве главного аргумента в пользу невозможности повторения азиатского кризиса наподобие 1997 года, учитывая современную гибкую валютную политику в большинстве развивающихся стран, в целом правы. В 1997 году Южная Корея и Индонезия до последнего пытались защитить нереалистично завышенные курсы национальных валют, практически растратив свои золотовалютные резервы, после чего капитулировали, но слишком поздно. Тогда только вмешательство МВФ, предоставившего беспрецедентный пакет помощи более чем в 100 млрд. долл., спасло от цепи суверенных дефолтов.

Сейчас благодаря ослаблению валют страны «хрупкой пятерки» сохранили большую часть резервов, и повысили конкурентоспособность своих экономик, особенно это относится к странам, ориентированным на экспорт. Учитывая инерционность всех процессов, в том числе и сокращение программы количественного стимулирования ФРС США, не факт, что этого будет достаточно для возобновления притока капиталов. Инвесторы и глобальные корпорации могут занять выжидательную позицию до тех пор, когда местные валюты, рабочая сила и в целом активы будут не просто справедливо оценены, а непристойно дешевы. Для этого может потребоваться дальнейшее

ослабление валют развивающихся стран еще на 20-30% и рост процентных ставок. Если экономическая политика развивающихся стран останется последовательной, и власти не пойдут на популистские действия, растрачивая резервы и вводя ограничения на движение капитала (что пока происходит только в маргинальных странах вроде Венесуэлы), то миссия не выглядит невыполнимой.

Аналитики Morgan Stanley тонко охарактеризовали положение вещей, назвав пятерку «хрупкой», а, не скажем, «сломанной». Хрупкие вещи часто бывают очень ценными и при бережном отношении служат своим хозяевам десятилетиями. В отсутствие внешних воздействий развивающиеся страны не станут эпицентром нового кризиса.

Причиной мирового кризиса может стать «жесткая посадка» китайской экономики. Как показывает история, деревья не растут до небес, тем более, что рост зарплат в Китае имеет следствием снижение страновой конкурентоспособности, КНР становится «дорогим» местом для ведения бизнеса, и многие международные компании уже начинают перемещать свои производства из Поднебесной в развитые страны. Риски связаны и с политикой госкапитализма, огромным непрозрачным теневым банковским сектором, и эти риски могут рано или поздно аукнуться кризисом «плохих долгов». Китай должен будет выбрать между радикальной девальвацией юаня ради восстановления конкурентоспособности экспорта, либо, пожертвовав экономическим ростом, заняться длительным переориентированием своей модели из «мастерской мира» в инновационную и высокотехнологичную страну, чтобы по-настоящему соответствовать статусу благополучного государства, после чего продолжить устойчивый, но относительно невысокий рост (в пределах 3-4%) уже в качестве постиндустриальной державы.

Показателен пример Южной Кореи. После трехкратного роста благосостояния за 20-летие с 1977 по 1996 год страна пережила жесточайший кризис, с которым справилась благодаря либеральным реформам и борьбе с «чеболями» (нескольким национальным конгломератам, контролировавшим всю экономику и финансовый сектор). Успехи были отмечены международными рейтинговыми агентствами, вернувшими Корею высокий кредитный рейтинг категории AA, и присвоением Корею статуса развитого государства. Однако по материальному достатку корейцы так и не смогли превзойти пик 1996 года. За 16 лет уровень ВВП относительно среднемирового снизился с 2,3 до 2,2.

Как относиться к риску трансформации Китая? На наш взгляд, лучше всего принять его как долгосрочный риск, на фоне которого придется жить и работать в ближайшие годы. О крахе Китая говорят уже последние лет пять, но пока ситуация в стране развивается в духе управляемого замедления. С учетом сокращения экспортоориентированности экономики (экспорт сократился с 38% ВВП в 2007 году до 26% в 2012 году), роста внутреннего рынка и сферы услуг, пока рано заявлять о неуправляемости ситуации. 2014 год, скорее всего, пройдет под знаком «мягкой посадки». Поэтому распродать активы прямо

сейчас и сидеть “в кэше” – плохой вариант. На наш взгляд, лучший результат на ближайший год принесет активная стратегия покупки при паническом падении и продажи в случае эйфории, если рынки вновь самоуспокоятся и забудут о рисках. При этом, риск «жесткой посадки» китайской экономики мы бы поставили в один ряд с проблемами «двухскоростной» еврозоны и отсутствия у периферийных стран ЕС реальных рычагов для сокращения гигантской безработицы, а также неразрешимого государственного долга Японии. Наконец, СМИ слишком сильно акцентируются на проблемах развивающихся стран, забывая о том, что государственный долг США, превышающий 100%, делает крайне проблематичным возврат к докризисным темпам роста, а ФРС продолжает печатать деньги, что выглядит ненормальным в условиях здоровой экономики.

В какой-то момент инвесторов вновь «осенит» идея, что развивающиеся страны не так уж плохо выглядят по сравнению с метрополиями. Так что, данный момент может оказаться неплохой точкой для покупки акций и перекладки из валютных в рублевые активы.

Учитывая злой рок, преследующий инвесторов в годы, оканчивающиеся на семерку (В октябре 1987 года индекс Dow Jones упал более чем на 30%, в 1997 – кризис в Юго-Восточной Азии, в 2007 начался ипотечный кризис в США), весь комплекс долгосрочных рисков может привести к новому кризису через 3-4 года. Его катализатором может стать Китай, Европа или Япония, но не развивающиеся страны «хрупкой пятерки».