Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник отдела доверительного управления, «КИТ Финанс Брокер»

Emerging markets: новые вызовы

Массированный отток капитала с развивающихся рынков (emerging markets, EM), спровоцированный заявлением Федерального резерва о возможности сокращения программы выкупа активов в 2013 году, вызвал новую волну скепсиса относительно перспектив экономического роста этой группы стран. Ситуация усугубляется замедлением кредитного цикла в EM, которое началось на рубеже 2010 и 2011 годов. И, напротив, позитивные ожидания восстановления развитых экономик (DM) продолжают усиливаться. Подобная дивергенция между развивающимися и развитыми рынками идет вразрез с широко известными посткризисными концепциями развития глобальной экономики.

ИСТОРИЯ DECOUPLING

С 2008 года взаимоотношения между развитыми и развивающимися экономиками были крайне противоречивыми.

На стыке 2007 и 2008 годов превалировало мнение, что мировая экономика и особенно развивающиеся страны не отреагируют на ипотечный кризис в США. Предполагалось, что развитые страны войдут в фазу экономической стагнации, а развивающиеся экономики продолжат динамично двигаться вперед и вытянут мировую экономику из рецессии. Подобный эффект получил название decoupling.

Однако вслед за банкротством Lehman Brothers в сентябре 2008 года многие страны из группы EM вступили в стадию глубокой рецессии и некоторые из них были близки к коллапсу финансовых систем. Общее ухудшение макроэкономической ситуации было весомым аргументом в пользу опровержения decoupling. Но уже во втором квартале 2009 года развивающиеся экономики нащупали дно, и далее последовало устойчивое восстановление. Это укрепило уверенность инвесторов в том, что развивающиеся страны смогут вернуться на предкризисную траекторию роста. Надежды оправдались, но «запала» хватило всего на пару лет.

Посткризисное V-образное восстановление мировой экономики 2009–2010 годов базировалось на двух столпах: 1) рост правительственного долга США (на 30% ВПП, или $6.5 трлн); 2) рост кредита частного сектора развивающихся экономик (на 30% ВВП, или $12 трлн). Однако темпы наращивания частного долга в странах emerging markets оказались слишком быстрыми. Отсутствие развитых внутренних финансовых систем не позволило эффективно перераспределить капитал в рамках развивающихся экономик в очень сжатые сроки. Таким

образом, значительное расширение кредита частного сектора помогло EM на коротком промежутке времени, но уже в 2010–2011 годах начались проблемы — кредитный цикл начал резкое торможение. В США, напротив, кредит частного сектора усилил темпы роста со второй половины 2011 года. В перспективе кредитный цикл будет снижаться в развивающихся экономиках и восстанавливаться на американских рынках. Это поддержит рост в США и будет замедлять его на развивающихся рынках. Более того, продолжающееся восстановление циклических расходов в Соединенных Штатах поможет экономике, несмотря на ужесточение фискальной политики (fiscal cliff) и охлаждение глобальной экономики.

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ КИТАЯ

После 2009 года модель мировой экономики претерпела существенные изменения. Стало очевидно, что развивающиеся страны стали менее зависимы от США и все больше от Китая и внутренних экономических взаимоотношений. Об усилении связей внутри группы EM можно судить по трем индикаторам.

Во-первых, увеличились торговые потоки между развивающимися рынками. Во-вторых, повышенный спрос на сырьевые активы со стороны таких крупных развивающихся стран, как Китай и Индия, привел к росту экономик стран-экспортеров (Бразилия, Чили и Россия). В-третьих, финансовые потоки между развивающимися странами расширились: 2/3 прямых иностранных инвестиций Китая были обеспечены другими развивающимися азиатскими странами. В свою очередь, Китай направлял значительный объем инвестиций в страны — производители сырья. Помимо этих факторов, нужно учитывать тот факт, что доля США в глобальном импорте упала с 19% в 2000 году до 13% в 2013 году.

Высокая зависимость развивающихся экономик от ситуации в Китае как раз и стала главной причиной разрушения концепции decoupling . Темпы роста второй экономики мира замедляются с конца 2010 года вслед за снижением темпов роста кредитования (ВВП Китая реагирует на изменения в динамике кредита с лагом в 2–3 квартала).

Подобная трансформация нашла свое прямое отражение в динамике цен на активы в EM и США: с конца 2010 года индекс MSCI EM показывает крайне слабую динамику и, напротив, MSCI USA вышел на свои исторические максимумы.

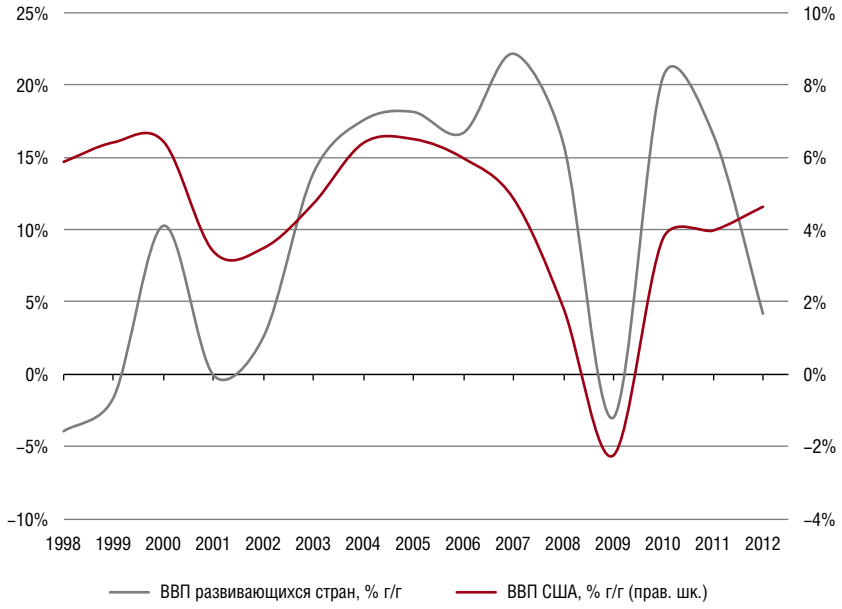
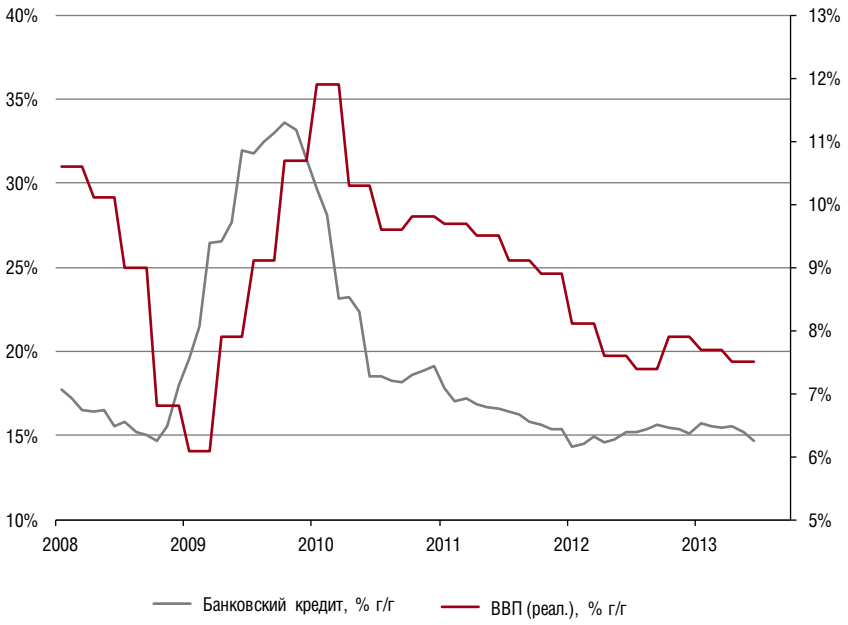


Рисунок 1
ВВП: развивающиеся страны vs США

ДИВЕРГЕНЦИЯ МЕЖДУ EM И DM

С фундаментальной точки зрения замедление кредитного цикла в EM напрямую отражается в падении корпоративных прибылей. Рентабельность активов (ROA) для нефинансового сектора EM упала ниже, чем в США. Аналогичная ситуация с возвратом на капитал (ROE). Кроме этого, на корпоративные прибыли EM давят постоянно растущие издержки на труд, при этом в США наблюдается обратная ситуация. С точки зрения сравнительных финансовых мультипликаторов,

Рисунок 2
ВВП Китая vs объем кредита в экономике



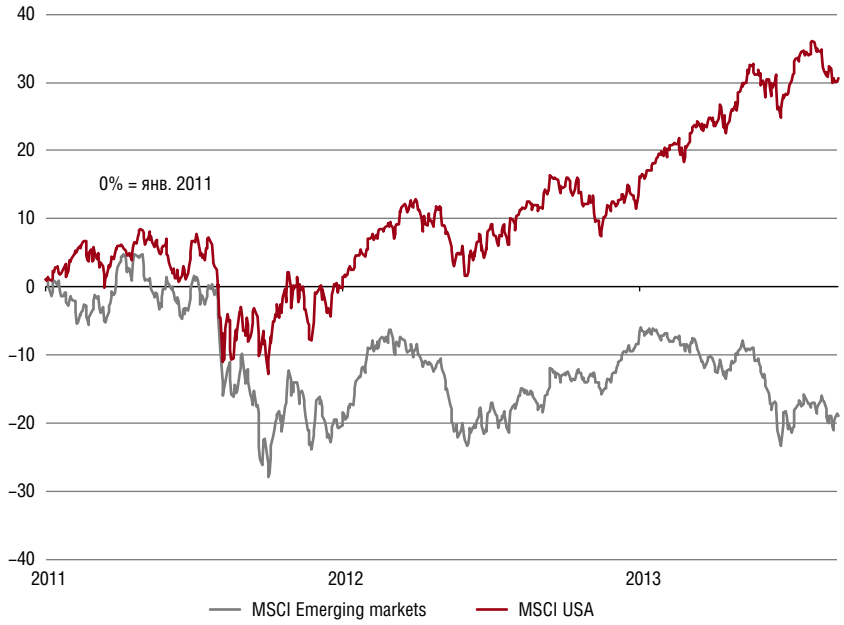
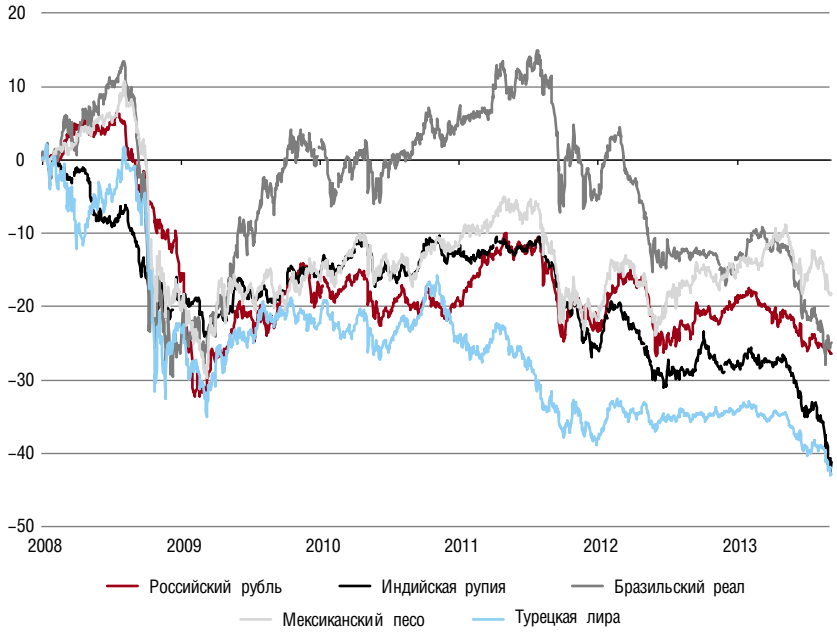


Рисунок 3
Дивергенция между EM и DM

ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ РАСШИРЕНИЕ КРЕДИТА ЧАСТНОГО СЕКТОРА ПОМОГЛО EM НА КОРОТКОМ ПРОМЕЖУТКЕ ВРЕМЕНИ, НО УЖЕ В 2010–2011 ГОДАХ НАЧАЛИСЬ ПРОБЛЕМЫ – КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ НАЧАЛ РЕЗКОЕ ТОРМОЖЕНИЕ

по которым торгуются акции, EM не являются дешевыми ни в абсолютных, ни в относительных терминах. К примеру, price-to-earnings отношения на 15–20% выше у компаний развивающихся рынков, чем у американских корпораций. Таким образом, комбинация относительно высоких мультипликаторов вкупе с продолжающимся понижением целевых показателей по уровню корпоративных прибылей в странах EM не добавляла развивающимся рынкам инвестиционной привлекательности. В этом и кроется причина того, что акции EM выглядят хуже относительно развитых рынков.

Рисунок 4
Динамика валют EM против USD, %



Говоря про перспективы EM, нельзя не отметить высокую вероятность циклического восстановления в Китае. Многочисленные опережающие индикаторы сегодня указывают на то, что второе полугодие 2013 года для второй экономики мира может оказаться куда более позитивным, а разговоры а-ля «hard lending» отойдут на второй план. С учетом высокой зависимости экономик EM от состояния китайской экономики можно ждать улучшения макроэкономического фона и по остальным развивающимся странам. Таким образом, ставка на сужение спреда между фондовыми индексами EM и DM может дать неплохие дивиденды.

FED TAPERING

Помимо сжатия кредитного цикла, развивающиеся страны столкнулись с еще одной проблемой — ростом стоимости фондирования.

Дело в том, что ультрамягкая монетарная политика, которой стала придерживаться Федеральная резервная система в ответ на ипотечный кризис и начало процесса деливериджа, поспособствовала снижению уровня процентных ставок в экономиках EM и снизила стоимость внешнего фондирования.

Портфельные инвесторы сегодня держат в долговых обязательствах EM колоссальный объем средств: если взять 22 страны, входящие в emerging markets, то иностранцы владеют от 23% до 58% объема всего выпущенного долга в этих странах. Иными словами, с 2006 года нерезиденты увеличили объем долга стран EM в своих портфелях в 18 раз.

ФРС четко просигнализировала о своих планах по выходу (Fed Tapering) из программы количественного смягчения QE3. В мае 2013 года глава ФРС Бен Бернанке сообщил конгрессу, что Центробанк планирует сокращать объем выкупа активов, на который направляется $85 млрд в месяц. Завершение программы QE и связанный с этим рост доходностей treasuries оказывает сильное давление на долговые и валютные рынки EM.

Отток капитала с развивающихся рынков, связанный с ожидаемым завершением эпохи дешевого доллара, сильнее всего бьет по странам с большим дефицитом счета по текущим операциям — Бразилии, Индии, Индонезии и так далее. Именно эти страны позволили своим валютам обесцениться более чем на 10% с момента начала разговоров про tapering. Да, собственно, валюты практически всех стран EM сдали позиции против доллара США.

Динамика USD Emerging Market Sovereign Bond Index, взвешенного по рыночной стоимости индекса, который создан для оценки долговых бумаг эмитентов EM по фиксированному курсу доллара США, отражает рост доходности долговых обязательств EM более чем на 110 б.п. за последние три месяца.

Однако не стоит ожидать в развивающихся странах кризиса, подобного тому, что мы видели в 1997–1998 годах. Эти страны внесли значительные коррективы в проводимую монетарную политику: их валюты стали более-менее свободно конвертируемыми (центральные банки отказались от фиксированных курсов), все страны нарастили золотовалютные резервы, которых у них вообще не было в 1998 году.

ДАВЛЕНИЕ ДОЛЛАРА

Emerging markets исторически показывали сильную позитивную динамику относительно американских акций в периоды, когда происходил рост глобальной экономики, сырьевых товаров, а доллар был слабым. И наоборот, EM оказывались слабыми в периоды дефляционного давления, которое очень часто сопряжено с ростом доллара. Недавнее ралли американского доллара указывает на то, что глобальная экономика больше накренена в сторону дефляционных процессов, чем инфляционных. А это среда, в которой акции EM ведут себя хуже относительно развитых рынков. Более того, чем сильнее в такой ситуации будет доллар, тем шире будут кредитные спреды в EM.

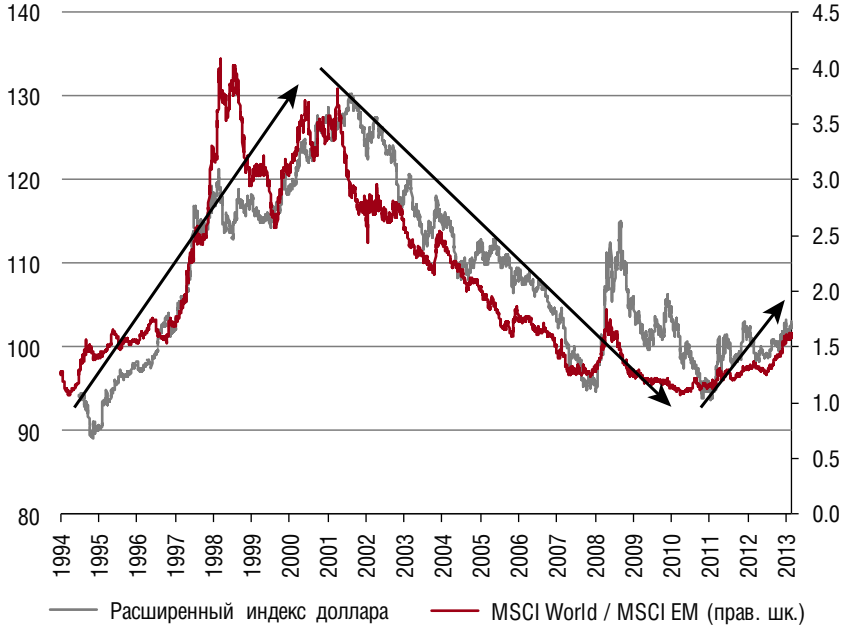


Рисунок 5
Расширенный индекс доллара vs MSCI World / MSCI EM

График индекса доллара к 38 валютам других стран, рассчитанного с помощью торгово-взвешенного индекса доллара Федрезерва, однозначно указывает на то, что 10-летний цикл ослабления доллара США завершен. При этом укрепляющийся доллар США оказывает негативное влияние на динамику развивающихся рынков — это хорошо видно через отношение индексов MSCI World к MSCI EM (первый отражает динамику развитых рынков, второй — развивающихся).

Важно, что слабость EM относительно того же S&P 500 становится все более сильной, захватывая все больше секторов и стран. За последние три года наблюдалась существенная дивергенция между странами внутри EM. Особенно отстали BRICS, в то время как относительно небольшие рынки чувствовали себя неплохо (к примеру, Турция). Но сейчас и они начали разворачиваться.

Несмотря на все проблемы развивающихся экономик в последние два года, сегодня можно говорить о том, что самый тяжелый период для emerging markets остался позади. При этом отдельные страны еще долгое время будут сталкиваться с новыми экономическими вызовами. В ближайшие 6–9 месяцев поддержку развивающимся странам может оказать улучшение ситуации в китайской экономике. Но глобальная идея «наращивай позиции в DM, сокращай в EM» по-прежнему остается доминирующей.

ВЫСОКАЯ ЗАВИСИМОСТЬ РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИК ОТ СИТУАЦИИ В КИТАЕ КАК РАЗ И СТАЛА ГЛАВНОЙ ПРИЧИНОЙ РАЗРУШЕНИЯ КОНЦЕПЦИИ DECOUPLING