Терри ЧАН,
управляющий директор, глава группы корпоративных исследований,
Standard & Poor's, Азиатско-Тихоокеанский регион

Мы рассмотрели уровень инвестиций в экономиках ряда стран в течение определенного временного отрезка до так называемого азиатского и глобального финансового кризиса. Результатом этого исследования стала гипотеза о том, что если в экономике слишком велик объем инвестиций по сравнению с их доходностью, то в случае инвестиционного спада такая экономика может быть подвержена определенной коррекции. Так, в экономике Китая отмечается самый высокий в мире уровень отношения инвестиций к ВВП, и спад инвестиционного цикла может причинить ущерб не только экономике Китая, но и других стран, а также негативно повлиять на мировые цены.

Избыточные инвестиции: китайский риск

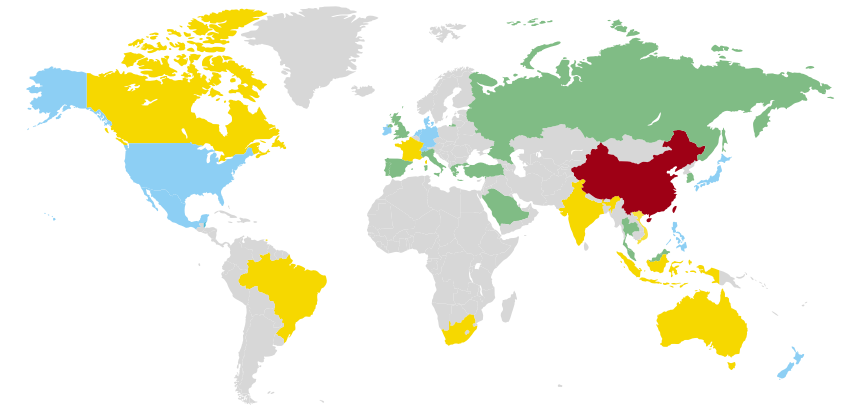
Иногда хорошего бывает слишком много. Инвестиции в экономику способствуют росту производительности, однако чрезмерный энтузиазм инвесторов может привести к избытку инвестиций в некоторых странах. Инвестиции становятся избыточными, когда их слишком большие объемы сочетаются с падением доходности. Энтузиазм инвесторов, который способствует чрезмерному росту объема инвестиций, улетучивается по мере снижения их доходности. В странах, где инвестиции являются значительным фактором общего роста экономики, такое резкое их сокращение может привести к спаду инвестиционного цикла и обусловить необходимость коррекции в экономике.

Анализ службы кредитных рейтингов Standard & Poor's позволяет предположить, что объем инвестиций в некоторых странах слишком высок по отношению к доходности таких инвестиций. В рамках исследования экономик 32 стран мы сравнили отношение инвестиций к ВВП в каждой экономике и темпы роста реального ВВП, определив четыре категории стран по степени риска, которому подвержены их экономики: высокого, среднего, низкого и минимального. Эти категории различаются по нашей оценке степени риска экономической коррекции в результате избытка инвестиций.

Согласно результатам нашего исследования, наиболее высокому риску спада и последующей коррекции подвержена экономика Китая вследствие низкой эффективности инвестиций в последние несколько лет. Страны, ориентированные на экспорт товаров, — Австралия, Бразилия, Канада, Индия, Индонезия и ЮАР, а также Франция

Рисунок 1

Риск экономической коррекции из-за избыточности инвестиций



Высокий риск	Средний риск	Небольшой риск		Наименьший риск	
Китай	Австралия	Греция	Россия	Германия	Филиппины
	Бразилия	Гонконг	Саудовская Аравия	Ирландия	Сингапур
	Канада	Италия	Испания	Япония	Щвейцария
	Франция	Южная Корея	Таиланд	Мексика	Тайвань
	Индия	Малайзия	Турция	Нидерланды	США
	Индонезия	Португалия	Великобритания	Новая Зеландия	
	Южная Африка				
	Вьетнам				

и Вьетнам — подвержены риску спада, который мы определяем как средний (см. рисунок 1). Однако в этой категории стран Бразилия, Канада, Франция, Индонезия и ЮАР находятся в лучшем положении, чем Австралия, Индия и Вьетнам (см. рисунок 8).

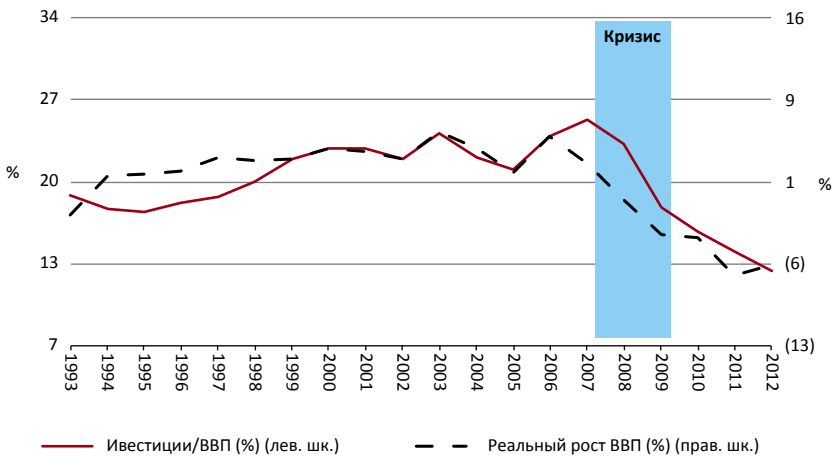
Мы распределили 32 страны по четырем категориям риска, сравнивая отношение инвестиций к ВВП (кривая инвестиций) и темпы роста реального ВВП (кривая роста) в каждой стране. Если кривая инвестиций экономики находится выше кривой роста на два стандартных отклонения (на основе значения скользящего среднего за три года, заканчивающихся в конце 2012 года), то, как мы полагаем, экономика подвержена высокому риску коррекции; на одно стандартное отклонение — среднему риску; если кривая инвестиций проходит около кривой роста — низкому риску, а если находится ниже кривой роста — минимальному риску экономической коррекции.

Исследованные 32 страны включают 20 крупнейших экономик мира в Азиатско-Тихоокеанском регионе, страны BRICS (Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка) и GIIPS (Греция, Ирландия, Италия, Португалия и Испания). На эти регионы приходится около 85% мирового ВВП.

Мы рассматриваем избыточность инвестиций как продолжающийся спад доходности инвестиций, который можно измерить как уровень доходности инвестиций в ВВП. Уровень избыточности инвестиций в стране может быть основным показателем приближающейся экономической коррекции, то есть нахождение кривой инвестиций над кривой роста свидетельствует об уменьшении доходности инвестиций. Если такая тенденция сохраняется в течение длительного времени и абсолютное отношение инвестиций к ВВП в процентах остается высоким, негативное влияние на темпы роста реального ВВП будет гораздо значительнее в случае экономической коррекции. Соответственно, чем значительнее сроки и масштаб избытка инвестиций, тем значительнее будет экономическая коррекция.

Такой подход подразумевает, что средний показатель ROI ВВП за определенный период является надлежащей оценкой инвестиционного цикла экономики — подъема или спада. Это, в свою очередь, позволяет допустить, что создание новых технологий про-

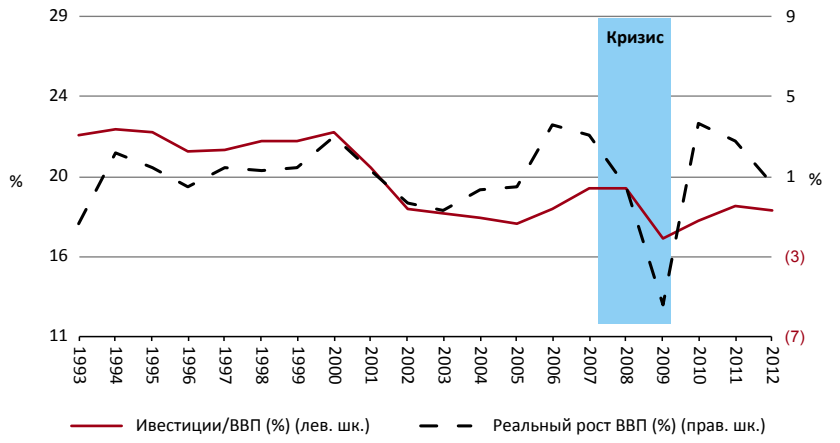
Рисунок 2. Инвестиции и рост, 1993–2012 гг.: Греция*



Источник: Международный валютный фонд

*Для каждой оси Y точка в середине представляет среднее выборочное значение, а ближайшие к ней точки — два стандартных отклонения от него

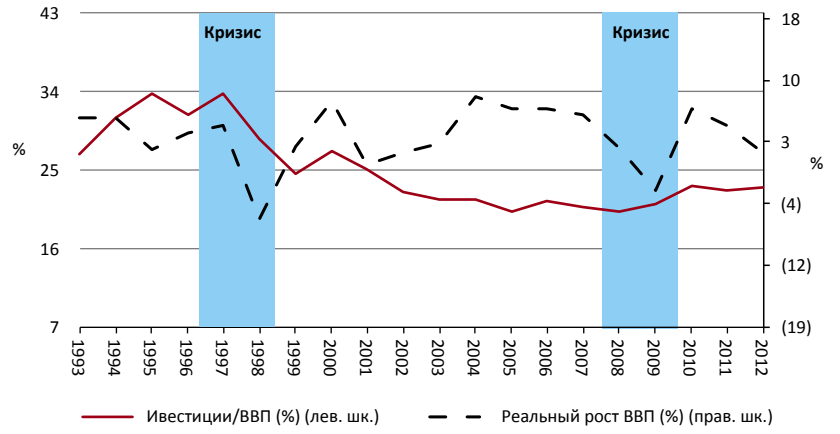
Рисунок 3. Инвестиции и рост, 1993–2012 гг.: Германия*



Источник: Международный валютный фонд

*Для каждой оси Y точка в середине представляет среднее выборочное значение, а ближайшие к ней точки — два стандартных отклонения от него

Рисунок 4. Инвестиции и рост, 1993–2012 гг.: Гонконг*



Источник: Международный валютный фонд

*Для каждой оси Y точка в середине представляет среднее выборочное значение, а ближайшие к ней точки — два стандартных отклонения от него

Страна	Средний рост реального ВВП, 1993–2012 гг.	Стандартные отклонения реального ВВП, 1993–2012 гг.	Показатель доходности, скорректированной с учетом рисков (коэффициент Шарпа)
Австралия	3.43	0.97	3.54
Бразилия	3.26	2.19	1.49
Канада	2.69	1.80	1.50
Китай	10.16	1.99	5.11
Франция	1.51	1.58	0.96
Германия	1.32	2.05	0.65
Греция	1.43	3.75	0.38
Гонконг	3.80	3.66	1.04
Индия	6.76	1.83	3.70
Индонезия	4.65	4.52	1.03
Ирландия	4.34	4.26	1.02
Италия	0.79	2.04	0.39
Япония	0.83	2.12	0.39
Корея	4.94	3.62	1.37
Малайзия	5.45	4.18	1.30
Мексика	2.65	3.61	0.73
Нидерланды	2.09	2.00	1.05
Новая Зеландия	2.85	2.01	1.42
Филиппины	4.28	1.92	2.23
Португалия	1.30	2.33	0.56
Россия	2.02	6.60	0.31
Саудовская Аравия	3.03	2.60	1.17
Сингапур	6.14	4.48	1.37
ЮАР	3.13	1.70	1.84
Испания	2.26	2.41	0.94
Швейцария	1.61	1.51	1.07
Тайвань	4.58	3.02	1.52
Таиланд	3.95	4.65	0.85
Турция	4.12	5.10	0.81
Великобритания	2.35	2.06	1.14
США	2.52	1.83	1.38
Вьетнам	7.25	1.41	5.14

Таблица 1

Средние темпы роста реального ВВП, стандартные отклонения и коэффициент Шарпа, 1993–2012 гг.: экономики 32 стран

изводства дает возможность компенсировать уменьшение доходности дополнительных факторов производства. Несмотря на использование таких упрощенных допущений, наш подход представляется достаточно обоснованным.

РЕЦЕССИЯ КАК СРЕДСТВО, СПОСОБСТВУЮЩЕЕ ВЫЗДОРОВЛЕНИЮ ЭКОНОМИКИ

Если рассматривать избыточность инвестиций как своего рода нездоровое состояние экономики, мы можем разграничить страны, находящиеся в категориях низкого и минимального риска, на страны, пострадавшие и не пострадавшие от этого «заболевания». Страны первой группы пострадали от избыточных инвестиций, но их «излечила» рецессия 2008–2009 годов (глобальный финансовый кризис), хотя и не без определенных последствий: Греция (см. рисунок 2), Ирландия, Италия, Новая Зеландия, Саудовская Аравия, Испания, Великобритания и США.

Страны второй группы, по нашему мнению, не пострадали от избыточных инвестиций: Германия (см. рисунок 3), Гонконг (рисунок 4), Япония, Корея, Малайзия, Мексика, Нидерланды, Филиппины, Португалия, Россия, Сингапур, Швейцария, Тайвань, Таиланд и Турция.

Португалия избежала избыточного инвестирования, однако пострадала от кризиса в еврозоне в связи с высоким уровнем долга. Японии также удалось избежать избыточных инвестиций — по иронии судьбы вследствие снижения отношения инвестиций к ВВП, которое наблюдалось на протяжении длительного времени.

Некоторые азиатские страны, не пострадавшие от избыточных инвестиций во время глобального финансового кризиса, сталкивались с ними во время азиатского финансового кризиса в 1997–1998 годах и, к счастью, хорошо усвоили полученные уроки.

ПОДЪЕМ СТРАН-ЭКСПОРТЕРОВ НА ВОЛНЕ РОСТА ЭКОНОМИКИ КИТАЯ

Страны третьей группы пострадали от глобального финансового кризиса, который, однако, не устранил избыток инвестиций и не предотвратил его формирование. В эту группу входят Австралия, Бразилия, Канада, Китай, Франция, Индия, ЮАР и Вьетнам. Индонезию кризис затронул лишь в некоторой степени, в то время как положительная оценка со стороны инвесторов привела к росту объема инвестиций.

Самому высокому риску спада в результате избыточных инвестиций подвержен Китай (рисунок 5). На волне роста экономики Китая росла экономика стран, ориентированных на экспорт, таких как Австралия, Бразилия, ЮАР, Индонезия, Индия и Канада. Инвестиции в этих странах были обусловлены ростом инвестиций в секторы экономики, ориентированные на экспорт в Китай, что неудивительно. Рисунок 6 ил-

«В КИТАЕ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ, СКОРРЕКТИРОВАННАЯ С УЧЕТОМ РИСКА, САМАЯ ВЫСОКАЯ СРЕДИ РАССМАТРИВАЕМЫХ 32 СТРАН»

люстрирует, что в 2012 году эти страны были крупнейшими экспортерами руд в КНР (разумеется, экспорт этих стран в Китай не ограничивается рудами).

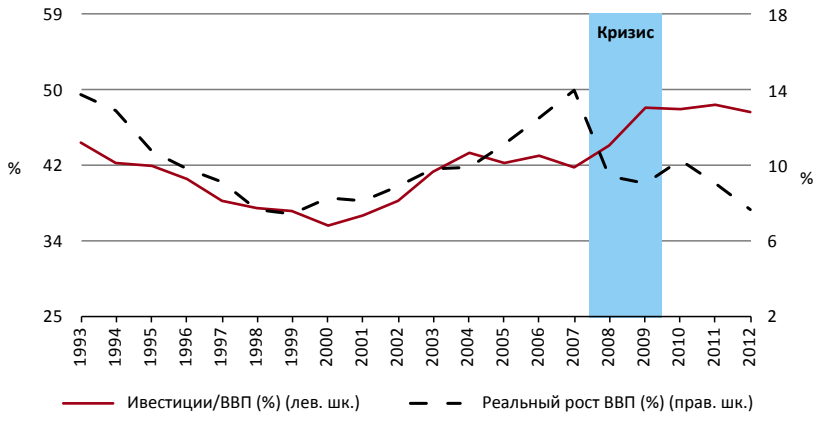
Исключением из этой группы стран-экспортеров стала Франция (рисунок 7). Несмотря на то что Франция, как и большинство других европейских стран, пострадала от глобального финансового кризиса, в ее экономике не наблюдается значительного повышения ROI ВВП. Такая оценка низкой доходности инвестиций подтверждается выводами недавнего Консультационного обзора МВФ и отчета специальной комиссии французского правительства по конкурентоспособности предприятий, в которых отмечается отставание Франции в конкурентной борьбе в связи с рядом структурных проблем, вызванных недостатками в функционировании рынка труда и товарного рынка.

КИТАЙСКИЙ ФАКТОР

Чтобы оценить выводы о росте инвестиций в ВВП, сделанные на основе нашей гипотезы, мы также измерили уровень доходности, скорректированной с учетом риска, в рассматриваемых 32 странах. Мы учитывали средние темпы роста реального ВВП как показатель доходности, а стандартное отклонение роста как показатель риска. Мы разделили рост реального ВВП на стандартное отклонение за период с 1993-го по 2012 год и получили показатель доходности, скорректированной с учетом риска (коэффициент Шарпа) (см. таблицу 1).

Данные из таблицы 1 представлены на рисунке 8. В отношении средней высокой доходности ожидается высокая волатильность, а в отношении средней низкой доходности — низкая волатильность, что обусловливает аналогичные коэффициенты доходности, скорректированной с учетом риска. Из рисунка 8 следует, что большинство стран сгруппированы в рамках одного стандартного отклонения от среднего значения доходности, скорректированной с учетом риска, равного 1.48 (затененный участок). Китай, Вьетнам, Индия и Австралия, которые отнесены в категории высокого–среднего риска, согласно нашей гипотезе о сравнении инвестиций в ВВП и темпов роста, характеризуются доходностью, скорректированной с учетом риска, выше среднего. В теории, если верен принцип аналогичных показателей доходности, скорректированных с учетом риска, в этих странах сократятся будущие доходы или повысится волатильность.

Доходность инвестиций, скорректированная с учетом риска, в экономиках Бразилии, Канады, Франции, Индонезии и ЮАР, которые отнесены к группе среднего риска, согласно нашей гипотезе о сравнении инвестиций в ВВП и темпов роста, расположена в границах одного стандартного отклонения от выборочного среднего значения. Наши выводы совпадают с данными о том, что средняя разница между стандартными отклонениями за 2010–2012 годы между кривой инвестиций и кривой роста этих стран меньше, чем аналогичное значение разницы по Австралии, Индии и Вьетнаму. Другими словами, в категории низкого риска Бразилия, Канада, Франция, Индонезия и Южная Африка характеризуются меньшей степенью риска, чем Австралия, Индия и Вьетнам.



Источник: Международный валютный фонд

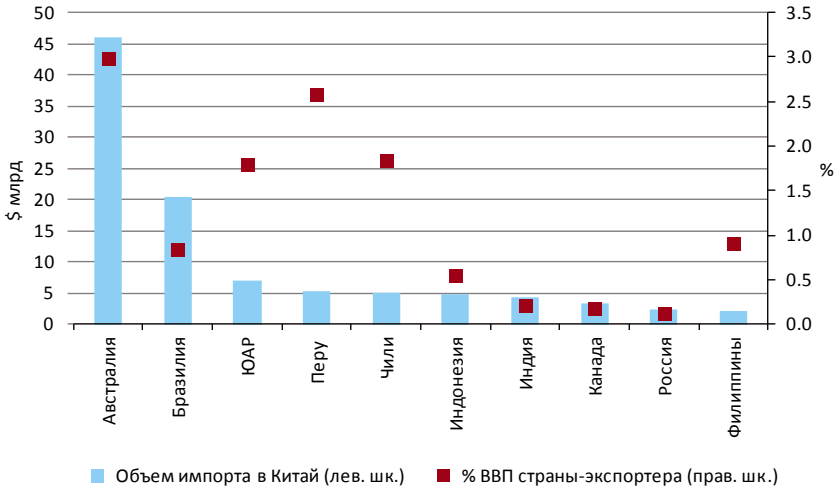
*Для каждой оси Y точка в середине представляет среднее выборочное значение, а ближайшие к ней точки — два стандартных отклонения от него

Рисунок 5

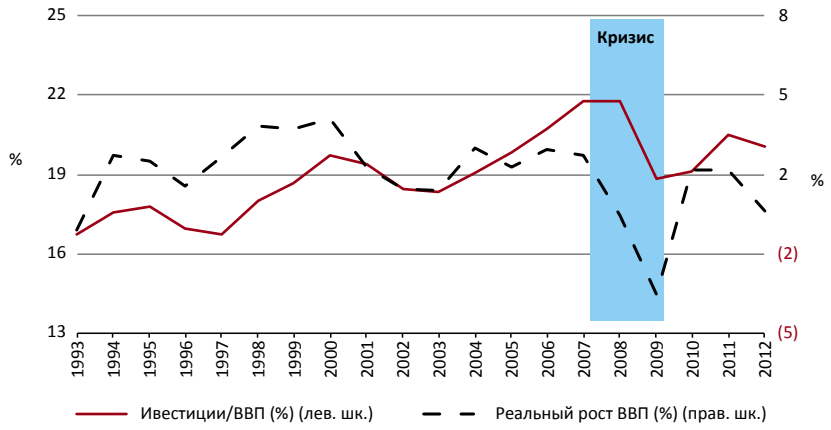
Инвестиции и рост, 1993–2012 гг.: Китай*

Рисунок 6

Импорт руды, шлака и золы в Китай в разбивке по стране-экспортеру, по данным за январь-ноябрь 2012 г.



Источник: объем импорта — данные пограничной службы Китая, ВВП — данные Всемирного банка



Источник: Международный валютный фонд

Для каждой оси Y точка в середине представляет среднее выборочное значение, а ближайшие к ней точки — два стандартных отклонения от него.

Рисунок 7

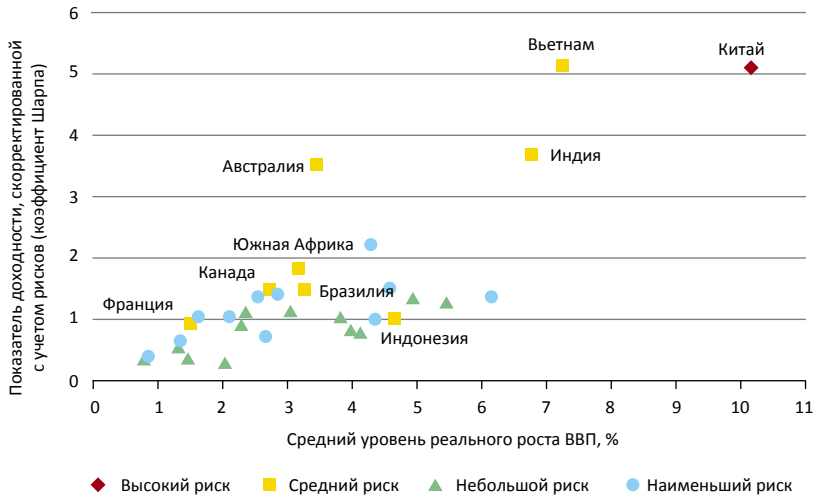
Инвестиции и рост, 1993–2012: Франция*

АНАЛИЗ КРИВОЙ ОТНОШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ К ВВП И ТЕМПОВ РОСТА

Предельный коэффициент капиталоотдачи (ICOR) рассчитывается путем деления валового накопления основного капитала, выраженного в качестве процентной доли валового внутреннего продукта (ВВП), на темпы роста реального ВВП, иногда с отставанием (как правило, на один год). Этот коэффициент является индикатором того, сколько новых долларов необходимо инвестировать, чтобы сгенерировать один доллар роста ВВП в реальном выражении. Чем выше коэффициент, тем меньше эффективность или производительность инвестиций. Обратной величиной коэффициента ICOR является коэффициент доходности инвестиций в рост реального ВВП (ROI ВВП). Чем выше коэффициент, тем больше эффективность или производительность инвестиций.

Рисунок 8

Средние темпы роста реального ВВП, стандартные отклонения и коэффициент Шарпа, 1993–2012 гг.: экономики 32 стран



Источник: Международный валютный фонд

Инвестиционная составляющая ВВП представляет собой поток денежных вливаний в производительные мощности. Рост производительности представляет собой рост реального ВВП (другими источниками роста являются потребление, государственные расходы и чистый экспорт). С учетом результатов исследования отношения инвестиций к ВВП (вводные данные) и темпов роста реального ВВП (выходные данные) мы можем делать допущения об относительном уровне производительности, инвестиционном цикле и, соответственно, риске уменьшения темпов роста реального ВВП.

ПОКАЗАТЕЛИ ИЗБЫТОЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Наша гипотеза предполагает, что продолжающийся спад эффективности инвестиций, выраженный в форме ROI ВВП, свидетельствует о смене фазы экономического цикла и начале экономической коррекции. Такое допущение основано на том, что если эффективность инвестиций в течение какого-то времени снижается вследствие избыточности таких инвестиций, инвесторы сокращают объемы капитала (своего рода «регрессия к среднему»), что, в свою очередь, окажет негативное влияние на темпы роста реального ВВП.

Эффективность инвестиций можно продемонстрировать с помощью двух кривых — инвестиций как доли ВВП (кривая инвестиций) и роста реального ВВП (кривая роста) на диаграмме с осями ординат, откалиброванными относительно выборочных средних и стандартных отклонений соответствующих кривых за заданный период. Анализ взаимосвязи кривой инвестиций в рост ВВП и кривой роста основан на допущении, что чем значительнее срок и превышение кривой инвестиций над кривой роста и чем выше абсолютное отношение инвестиций к ВВП в процентах, тем значительнее неблагоприятное влияние на темпы роста реального ВВП в случае экономической коррекции.

Однако распределение коэффициентов корреляции кривых, скорее всего, является асимметричным. Нахождение кривой инвестиций ниже кривой роста не подразумевает, что коррекция не произойдет. Коррекция может быть вызвана другими причинами, отличными от избыточных инвестиций, такими как чрезмерное потребление, чрезмерное расходование государственных средств или резкое сокращение экспорта.