Сергей БЕШЕНОВ,
Cbonds

Манила нас манила

Филиппины — 7200 островов с финансовым центром столицей Манилой — действительно манят как неискушенного пальмами и тропическим климатом туриста, так и иностранный капитал, предлагая ему высокие доходности и разнообразные инструменты для инвестирования. Высокий темп роста экономики на протяжении последнего десятилетия, устойчивый уровень инфляции, стабильный филиппинский песо делают страну одним из самых инвестиционно-привлекательных регионов Юго-Восточной Азии. Политический курс, следующий путем масштабных институциональных реформ и истребления коррупции, дает шанс на «экономическое чудо» по примеру соседа — Сингапура.

Продолжая исследовать экономические особенности и инвестиционные возможности развивающихся стран, на этот раз поставим для себя несколько вопросов: почему именно эти страны называют развивающимися? Почему темп роста одних стран превышает темп роста других? Что делает эти страны более выгодными для инвестирования?

Самый простой ответ: где риск выше, там и доходность на капитал больше. Однако такая трактовка отражает лишь текущее положение дел. Попробуем выяснить, какие факторы определили развитие и процветание одних экономик и отставание от них других.

Обратимся к одной небезызвестной модели экономического роста, названной в честь Роберта Солоу, нобелевского лауреата по экономике 1987 года. Модель Солоу позволяет объяснить долгосрочный экономический рост, используя такие факторы, как накопление капитала, рост населения, а также рост производительности труда, тесно связанный с техническим прогрессом общества. В основе модели лежит функция от капиталовооруженности $y = f(k)$, где $k = K/AL$, K — количество накопленного капитала, AL — количество труда с постоянной эффективностью (фактор A отображает технический прогресс общества). Иными словами, капиталовооруженность — это определенное количество капитала на единицу труда, который эффективно этот капитал использует.

Представив динамику капиталовооруженности в виде фактических и необходимых инвестиций в экономику, Роберт Солоу получил следующую формулу:

$\dot{k} = sf(k) - (n+g+\delta)k$, где $\dot{k}$ — темп роста капиталовооруженности, $n=\dot{L}/L$ — темп роста населения, $g=\dot{A}/A$ — темп технологического прогресса, δ — амортизация капитала, $sf(k)$ — доля от дохода, которая сберегается и инвестируется. Таким образом, если фактические инвестиции $sf(k)$ выше необходимых инвестиций $(n+g+\delta)k$, то капиталовооруженность с постоянной эффективностью растет, и наоборот.

Из рисунка 1 видно, что пока капиталовооруженность невелика, ее наращивание продуктивно, но как только

капитала становится неоправданно много, продуктивность его использования падает (зачем двум рабочим три трактора?). Точка, в которой капиталовооруженность находится в равновесном положении (k*), описывает стационарное состояние. Иными словами, если капиталовооруженность равна константе, при которой фактические инвестиции равны необходимым, то экономический рост зависит только от роста населения, технологического прогресса и темпа амортизации. Подобная ситуация характеризует развитые страны, где темп экономического роста постепенно замедляется и составляет небольшую величину.

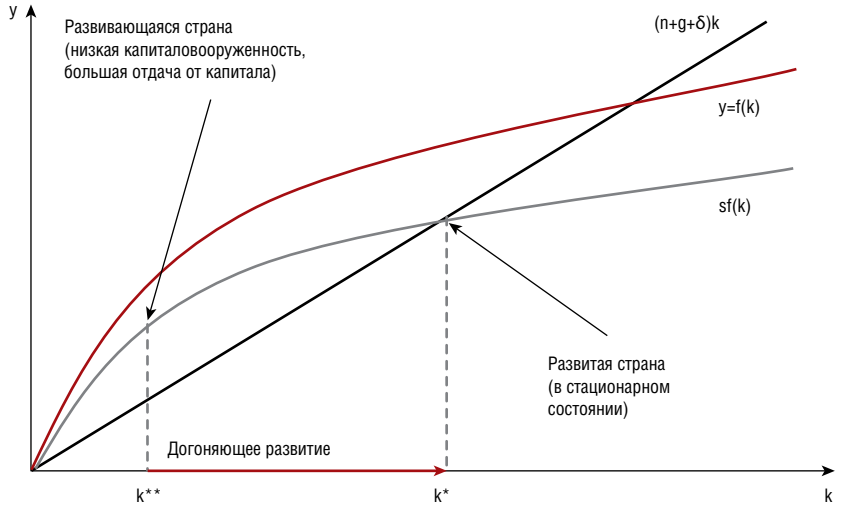
Что же касается развивающихся стран, перед ними стоит задача так называемого догоняющего развития (см. рисунок 1). Изначально они имеют более низкий показатель капиталовооруженности (k**), что и создает предпосылки для высокого темпа экономического роста. Привлекая инвестиции и технологии, такие страны создают высокий мультипликативный эффект и, как следствие, высокую рентабельность на активы и рост ВВП. В рамки модели отлично вписываются: немецкое «экономическое чудо» после Первой мировой войны, японское — после Второй мировой войны, а также «четыре азиатских тигра» (Four Asian Tigers) — экономики Южной Кореи, Сингапура, Гонконга и Тайваня, демонстрировавшие высокие темпы экономического роста с начала 1960-х до 1990-х годов. На сегодняшний момент «новыми азиатскими тиграми» окрестили Малайзию, Индонезию, Таиланд и Филиппины.

В целом следует сказать, что модель Солоу, как и любая другая модель роста, не является истиной в последней инстанции. Однако, исследуя ее на практике, можно наблюдать определенные закономерности, позволяющие объяснить те или иные явления в области экономического роста.

MILLENNIUM DEVELOPMENT GOALS

Вернемся к Филиппинам. Если определяющие факторы догоняющего развития — рост населения и капитала, подкрепленные технологиями, то Филиппины с задачей определенно справляются. Темп экономического роста на протяжении последнего десятилетия составляет в среднем 5.5% ежегодно; на конец текущего года прогнозируемый рост составляет 6.4% при 6.8% и 7.2% в 2012 и 2013 годах. Популяция страны ежегодно растет в среднем на 2.5%, при этом уровень экономически активного населения (особенно молодежи) увеличивается. Государственная программа национального развития Millennium Development Goals (Декларация тысячелетия) несет в себе следующие пункты: увеличение доступности и качества образовательных и медицинских услуг, борьба с бедностью (25% населения живет в нищете), обеспечение достойной работой высоко- и низкоквалифицированных рабочих, улучшение инвестиционного климата. Казалось бы, стандартная программа любой развивающейся страны, однако преимущества ее не столько в задачах, сколько в качестве их исполнения. Действующий президент Бенигно Акино эффективно борется с коррупцией на всех уровнях государственного управления, являясь гарантом всех масштабных проектов правительства.

Особое внимание стоит уделить импорту технологий. Филиппины сотрудничают с крупнейшими компаниями США, ЕС и Китая в области информационных технологий, электроники, автомобилестроения, авиастроения и добычи полезных ископаемых. Главным образом технический рост Филиппин обусловлен аутсорсингом производства и бизнес-процессов, доля которого неуклонно растет: по прогнозам ЦБ Филиппин, в 2014 году рост аутсорсинга бизнес-процессов составит 15%, до $15.3 млрд. Интересный факт: около миллиона филиппинцев трудятся в колл-центрах (создавая при этом примерно 5% от ВВП), обогнав даже Индию, некогда фаворита индустрии.



Источник: Solow, Robert M. (1956). «A Contribution to the Theory of Economic Growth». Quarterly Journal of Economics 70 (1): 65–94

Рисунок 1
Модель Солоу

ФИЛИППИНЫ СОХРАНЯЮТ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ РОСТА ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ — 7.6%,

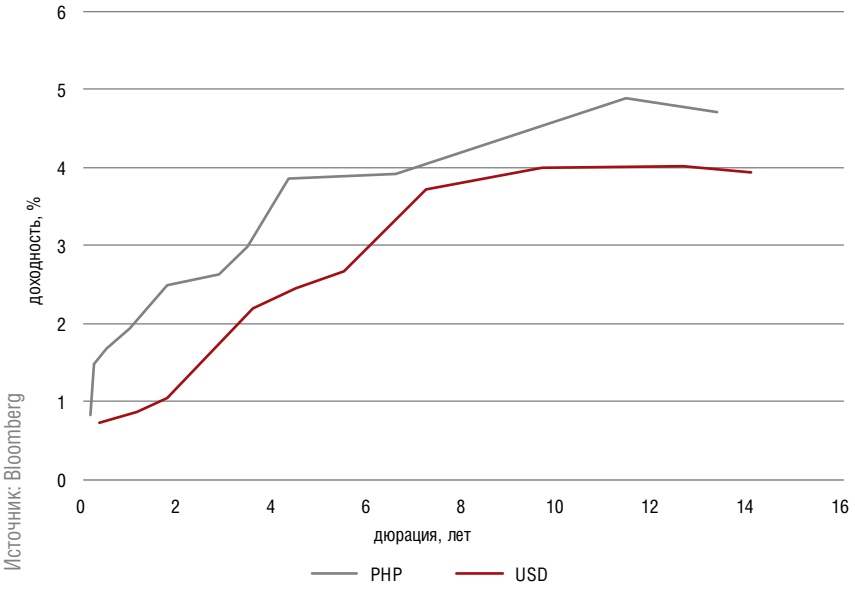


Рисунок 2
Кривые доходностей государственных облигаций и еврооблигаций

Государственные и частные инвестиции совместно с растущим потреблением — объективно главные драйверы экономики. На фоне глобального оттока капитала с развивающихся рынков Филиппины сохраняют положительный уровень роста прямых инвестиций 7.6%, хотя этот показатель понизился вдвое с июля 2013 года. В целом государство продолжает инвестировать в масштабные инфраструктурные проекты, привлекая к участию частных инвесторов.

Потребление общественного сектора, подгоняемое увеличивающимся уровнем жизни и новыми рабочими местами, задает постоянный темп для роста экономики. Стоит отметить, что немалую долю в рост потребления несут денежные переводы работающих за границей филиппинцев. На конец июня рост потребления составил 5.7%, рост денежных переводов — 6.2%, до $12.7 млрд, рост занятости — 2.8%, или 1.1 млн новых рабочих мест. Что касается государственных расходов, за полгода рост составил только 0.9% при росте 11.1% годом ранее. Причина замедления в том, что в 2013 году прошли парламентские выборы, было запущено несколько крупных государственных программ, также сказались непредвиденные траты, вызванные крупнейшим за последнее десятилетие тайфуном Йоланда.

Причина столь высокого темпа роста Филиппин — эффект низкой базы. Инвестиции в изначально слабую инфраструктуру и низкий уровень человеческого капитала, дают хороший результат. Проводя параллель с моделью Солоу, можно утверждать, что экономика Филиппин имеет все предпосылки к дальнейшему развитию. Накопление капитальных мощностей, привлечение инвесторов и технологий формируют положительный вектор роста.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Как было продемонстрировано в модели Солоу, для того чтобы разогнать темп роста развивающейся экономики, необходимы капитальные инвестиции, превышающие потенциальные. Привлечь их можно либо среди прямых инвесторов, либо путем государственного займа. Правительство Филиппин активно выходит на рынок долговых инструментов, привлекая средства для своих проектов и государственных программ как весьма надежный заемщик, проверенный временем.

7 мая S&P повысил долгосрочный кредитный рейтинг Филиппин с BBB– до BBB и краткосрочный рейтинг с A3 до A2, со стабильным прогнозом для обоих. Агентство повысило оба рейтинга на базе ожиданий, что правительство продолжит структурные, административные и институциональные реформы после президентских выборов в 2016 году. Рейтинг также отражает установившиеся низкие процентные ставки и уровень инфляции, хорошую ликвидность финансового сектора и позиции иностранных инвесторов, а также эффективную монетарную политику на протяжении длительного времени.

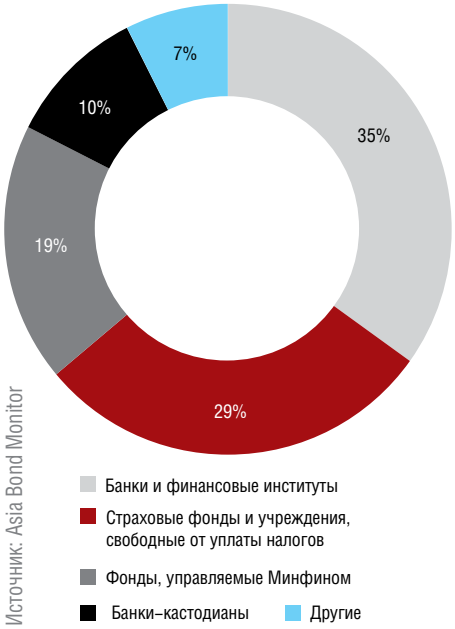
На конец второго квартала 2014 года внутренний долговой рынок

Таблица 1
Облигационный рынок Филиппин

Тип ценных бумаг	Объем облигаций в обращении, млрд						Темп роста, %	
	2-й кв. 2013 г.		1-й кв. 2014 г.		2-й кв. 2014 г.			
	фил. песо (PHP)	$	фил. песо (PHP)	$	фил. песо (PHP)	$	кв./кв.	г/г
Государственные векселя	308	7	293	7	288	7	(1.6)	(6.4)
Государственные облигации	3.165	73	334	75	3.415	78	2.2	7.9
Другое	113	3	116	3	116	3	0.0	2.1
Корпоративные облигации	541	13	680	15	673	15	(1.1)	24.4
Всего	**4.128**	**96**	**4.429**	**99**	**4.492**	**103**	**1.4**	**8.8**

Источник: Asia Bond Monitor

Рисунок 3
Профиль инвесторов в государственные облигации и векселя



Источник: Asia Bond Monitor

Филиппин вырос на 8.8% в годовом отношении: общий объем рынка достиг 4.492 млрд филиппинских песо ($103 млрд). Доля государственных облигаций более чем в пять раз превышает долю корпоративных — 3.819 млрд и 673 млрд песо соответственно.

Листинг и котирование государственных и корпоративных долговых инструментов осуществляется преимущественно на PDEX — Philippine Dealing & Exchange Corp — второй по величине бирже на Филиппинах. Годовой оборот бирже — более 5 трлн песо. Наибольшая доля торгов традиционно приходится на бумаги государственного эмитента. Государственные казначейские векселя (TBILLs) — дисконтные долговые инструменты — выпускаются каждые две недели на срок 91, 182 и 364 дня. TBILLs — наиболее активно торгуемые ценные бумаги филиппинского долгового рынка. Государственные облигации с фиксированным купоном (FXTNs) выпускаются на срок от двух до 25 лет. Купон по таким бумагам выплачивается каждые полгода. Также высокую ликвидность на вторичном рынке имеют RTBs — розничные государственные облигации, выпускаемые для индивидуальных инвесторов на срок более одного года. Объем каждого RTB выпуска от 20 млрд до 40 млрд песо. У розничных облигаций традиционно фиксированная ставка купона, которая выплачивается каждый месяц. Реализация государственных облигаций происходит через сеть дилеров, лицензированных Министерством финансов Филиппин.

Наибольшая доля инвестиций (35%) в государственные облигации остается за банками и финансовыми институтами, далее идут страховые фонды и учреждения, не облагаемые налогами (29%), затем — фонды, управляемые Министерством финансов (19%).

Объем выпуска корпоративных облигаций в первой половине года вырос на 24.4% в годовом выражении и достиг 673 млрд песо ($15 млрд). За первое полугодие компаниям удалось привлечь 58 млрд песо. Самыми крупными эмитентами стали San Miguel Brewery — первая пивоваренная компания Юго-Восточной Азии — и SM Investments — инвестиционный холдинг, специализирующийся на ритейл-сегменте. Также большое количество средств привлекли крупный филиппинский девелопер Ayala Land и RCBC банк.

Пожалуй, самой главной бедой Филиппин является их расположение. Находясь в сейсмоопасной зоне, эта страна год за годом сталкивается с природными катаклизмами, повышающими риски инвестирования в экономику государства. Однако, даже пережив мощнейший тайфун Йоланда в конце 2013 года, Филиппины показали высокий темп экономического роста. Потенциальным инвесторам следует обратить внимание на государственные ценные бумаги долгового рынка Филиппин как наиболее надежные и ликвидные. Стабильность Филиппин, гарантированная, с одной стороны, внутренним экономическим потенциалом, а с другой — инвестициями и покровительством развитых стран (в частности, США, торговый оборот с которыми максимален) делает из страны экономическую Мекку как для бизнеса, так и для портфельного инвестора.

ОБЪЕМ ВЫПУСКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ ГОДА ДОСТИГ 673 МЛРД ПЕСО ($15 МЛРД)

Таблица 2
Крупнейшие размещения корпоративных эмитентов в первом полугодии 2014 г.

Корпоративные эмитенты	Срок обращения	Ставка купона, %	Объём эмиссии, млрд песо
San Miguel Brewery	7 лет	5.5	12.46
	10 лет	6	2.54
SM Investments	7 лет	5.3	11.67
	10 лет	5.61	3.33
Ayala Land	11 лет	5.63	8
RCBC	10 лет	5.38	7
Cebu holdings	7 лет	5.32	5
Vista Land	5.5 лет	5.65	4.32
	7 лет	5.94	0.67
Philippine Savings Bank	10 лет	5.5	3

Источник: Asia Bond Monitor