



СКОЛКОВО
Московская школа управления

СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ
РОСТ ВЛИЯНИЯ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ
СТРАН. КАРТИНА
РАЗВИТИЯ

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ИССЛЕДОВАНИЕ
СКОЛКОВО

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО
Сентябрь 2011/ Номер 11-07



СКОЛКОВО
Московская школа управления

ИССЛЕДОВАНИЕ СЕНТЯБРЬ, 2011

SKOLKOVO

- I. ВВЕДЕНИЕ ²
- II. ВЕЛИКОЕ «СЖАТИЕ» РИСКОВ ⁴
- III. РАЗВИТИЕ РЫНКОВ АКЦИЙ СТРАН БР ⁸
- IV. ЛИСТИНГИ АКЦИЙ ¹⁴
- V. РЫНКИ КОРПОРАТИВНЫХ И СУВЕРЕННЫХ
ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ
БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ¹⁸
- VI. ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ ²⁴
- VII. ОБМЕННЫЕ КУРСЫ СТРАН
С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ²⁸
- VIII. БАНКОВСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ В СТРАНАХ
С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ³²
- ЗАКЛЮЧЕНИЕ ³⁴

I. ВВЕДЕНИЕ

Совершенно очевидно, что глобальные финансовые рынки уже вошли в новую эру. В течение большей части последних тридцати лет движущей силой их быстрого роста были страны, относящиеся сегодня к развитому миру. Однако на протяжении менее чем десяти лет новый рост глобальной финансовой активности во многом определяется новой группой участников — странами с быстроразвивающимися рынками. Хотя последствия глобального финансового кризиса будут ощущаться еще много лет, ясно, что кризис значительно ускорил рост относительного влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран.

В исследовании быстроразвивающихся рынков этого месяца рассматривается широкий набор индикаторов финансовых рынков для оценки того, насколько существенно за последнее десятилетие повысился уровень финансового развития и устойчивости стран с быстроразвивающимися рынками. Там, где это возможно, сравниваются успехи этих стран в области финансового развития с соответствующими показателями развитого мира. Ниже перечислены некоторые из наиболее значимых выводов исследования:

- В настоящее время доля стран с быстроразвивающимися рынками в капитализации мирового фондового рынка составляет 30%, что соответствует их доле в мировом ВВП.
- Доля листингов IPO за пределами Нью-Йорка и Лондона возросла с 46% совокупного мирового объема в 2000 году до 78% в 2010 году.
- Выпуск корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками, практически не существовавший еще пять лет назад, быстро увеличивается; с 2003 года он ежегодно превышал совокупный объем выпуска суверенных облигаций, достигнув в 2010 году рекордных 211 млрд долларов США.
- Страны с быстроразвивающимися рынками в настоящее время являются держателями двух третей мировых валютных резервов.
- Приблизительно 60% суверенных долговых обязательств стран с быстроразвивающимися рынками в настоящее время имеют рейтинг инвестиционной категории, тогда как в 1993 году этот показатель составлял только 2%.
- В настоящее время глобальные инвесторы считают, что многие ценные бумаги стран с быстроразвивающимися рынками имеют такой же профиль риска, что и ценные бумаги развитого мира.
- Несмотря на многочисленные успехи в повышении финансовой устойчивости стран с быстроразвивающимися рынками, мы по-прежнему находим наглядные доказательства того, что с точки зрения финансового риска в периоды глобальной нестабильности они не изолированы от мировой экономики в более общем смысле.

II. ВЕЛИКОЕ «СЖАТИЕ» РИСКОВ

Важнейшим изменением ситуации на финансовых рынках быстроразвивающихся стран в последнее десятилетие несомненно является сильное сжатие воспринимаемого риска. Страны с быстроразвивающимися рынками (БР) традиционно отличались гораздо более высокими уровнями финансового риска по сравнению со странами с развитой экономикой. Лучше всего это иллюстрируют дифференциалы спредов по национальным суверенным долговым обязательствам. На рисунке 1 представлен составленный JPMorgan индекс облигаций развивающихся стран (EMBI), который показывает разницу между процентными ставками по суверенному долгу стран с быстроразвивающимися рынками и казначейскими облигациями США с сопоставимым сроком погашения. Если в начале прошлого десятилетия этот спред выражался двузначными показателями (что было исторической нормой), то затем начался длительный период стремительного снижения премии за риск по суверенным облигациям стран с быстроразвивающимися рынками, которая в 2007 году фактически упала ниже 200 базисных пунктов.

Важнейшим изменением ситуации на финансовых рынках быстроразвивающихся стран в последнее десятилетие несомненно является сильное сжатие воспринимаемого риска

Впрочем, глобальный кризис преподал инвесторам в страны БР¹ важный, но жестокий урок. Ценные бумаги стран БР по-прежнему более

РИСУНОК 1. Великое «сжатие». Индекс облигаций развивающихся стран JPMorgan (спред по сравнению с казначейскими облигациями США)



¹ В настоящей работе под странами с быстроразвивающимися рынками понимаются все страны, не входящие в ОЭСР.

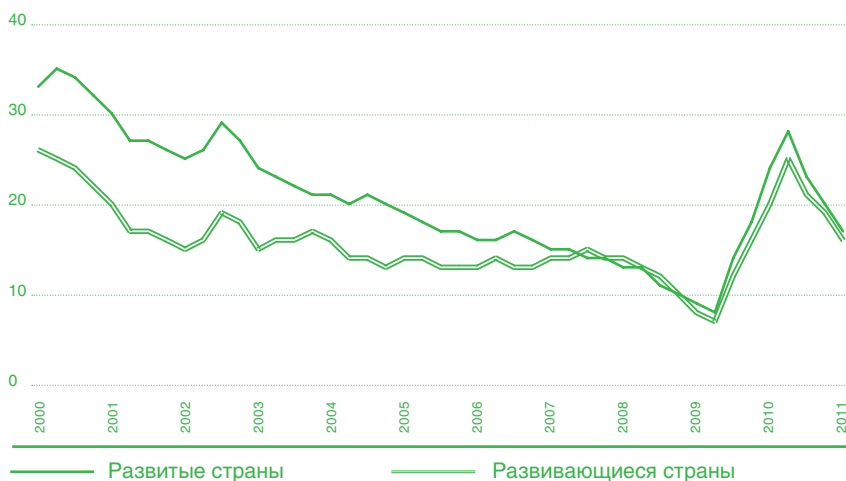
чувствительны к глобальной нестабильности, чем аналогичные ценные бумаги развитого мира. В конце 2008 года, в разгар кризиса, премия за риск взлетела до 865 базисных пунктов. После прохождения низшей точки кризиса спреда вскоре опять быстро пошли вниз и к середине 2011 года составляли примерно 300 базисных пунктов, что значительно уменьшило стоимость заимствования для развивающихся стран.

Сегодня впервые некоторые страны БР считаются менее рискованными заемщиками, чем ряд западноевропейских государств. Например, доходность по недавно выпущенным Индонезией на сумму в 2,5 млрд долларов США облигациям составила 4,7 процента, что ниже доходности выраженных в евро долговых обязательств Италии и Испании с тем же сроком погашения.

Государственные облигации Бразилии и Мексики также в настоящее время торгуются с такой же или более низкой доходностью, что и аналогичные выпуски суверенных долговых обязательств Бельгии и Южной Кореи. Облигации в национальной валюте, в частности, оказались особенно привлекательными объектами вложений, поскольку управляющие фондов надеются получить дополнительную прибыль за счет повышения курсов валют стран с быстроразвивающимися рынками (см. рисунок 18).

Некоторые аналитики выражают обеспокоенность по поводу масштаба притоков средств в долговые ценные бумаги стран БР после окончания глобального кризиса, полагая, что премии за риск являются слишком низкими для стран, которые все еще находятся

РИСУНОК 2. Коэффициенты цена/прибыль



Источник: Bloomberg

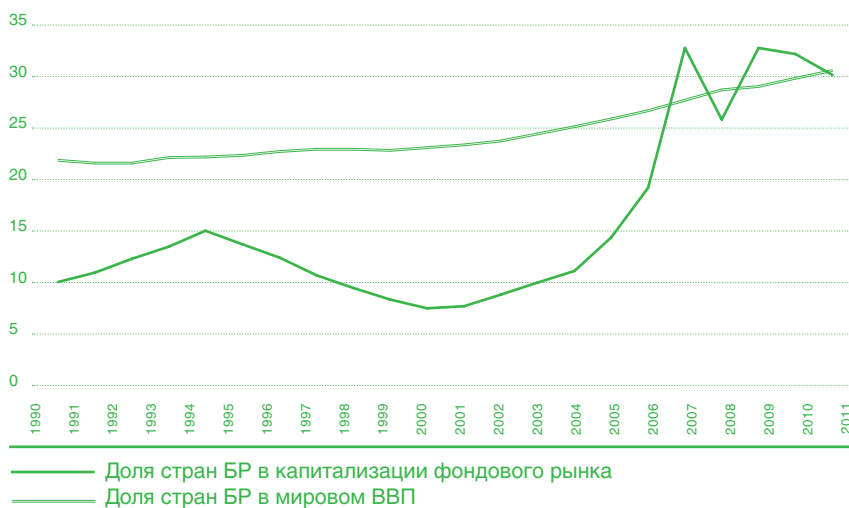
на стадии «развития» рынка. Впрочем, другие считают, что, по существу, страны БР в настоящее время просто в гораздо меньшей степени используют заемные средства и имеют финансовые возможности для погашения своих займов.

Существует четкая тенденция к сжатию рисков по акциям стран БР. Исторически акции стран БР всегда продавались намного дешевле, чем акции стран с развитым рынком. Иными словами, глобальные инвесторы, как правило, требовали более низкую относительную цену на доллар прибыли, поскольку ценные бумаги стран БР считались более рискованными, или изменчивыми. Однако в последнее десятилетие некогда огромный разрыв в значениях коэффициентов цена/прибыль между акциями двух этих категорий стран почти исчез, и это означает, что премия за акционерный риск, связанная со странами БР, значительно уменьшилась (вместе с безрисковой реальной ставкой дисконтирования).

III. РАЗВИТИЕ РЫНКОВ АКЦИЙ СТРАН БР

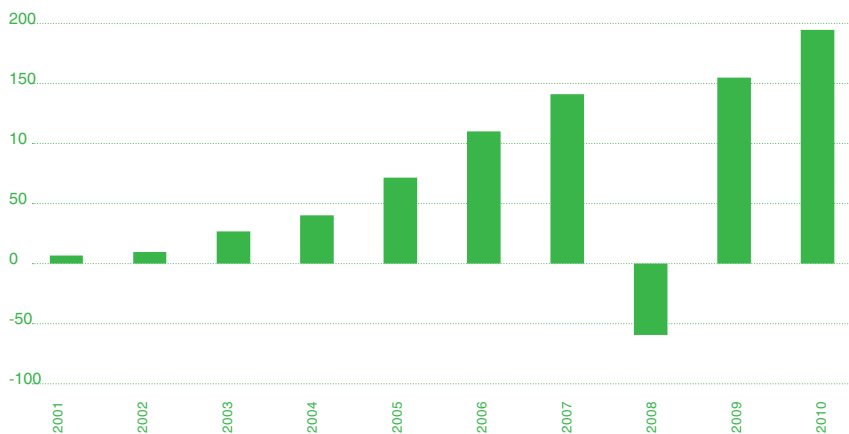
В течение первой, более значительной части прошедших двадцати лет уровень развития рынков акций стран с быстроразвивающимися рынками был гораздо ниже, чем экономический вес этих стран. Например, капитализация фондовых рынков стран БР в 1990, 2000 и 2004 годах составляла только 10%, 7,5% и 11% мирового пока-

РИСУНОК 3. Великое наверстывание отставания в развитии рынков акций. Доля стран с быстроразвивающимися рынками в мировом ВВП и капитализации фондового рынка (Реальный ВВП, доллары США)



Источник: Bloomberg, EIU

РИСУНОК 4. Чистые притоки акционерного капитала в развивающиеся страны, 2001–2010 годы (млрд долларов США)



Источник: Bloomberg

зателя соответственно, тогда как доля этих стран в мировом ВВП в те же годы составляла 22%, 23% и 25% соответственно.

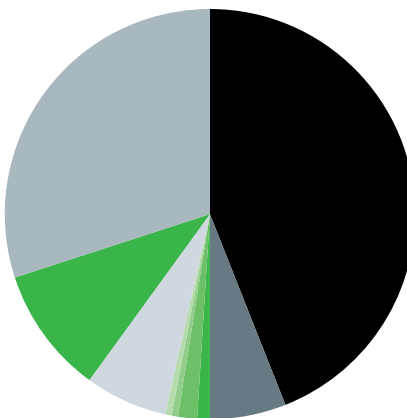
Но во второй половине последнего десятилетия все изменилось, поскольку акции стран БР резко пошли в рост. К 2007 году впервые в истории доля этих стран в капитализации глобального рынка акций превысила их долю в глобальном объеме производства. В нынешнем году ожидается, что доля стран БР в мировом ВВП составит 30% (по текущим обменным курсам), что на данный момент примерно соответствует их доле в совокупной капитализации глобального рынка акций.

В значительной степени углубление рынков акций быстроразвивающихся стран можно отнести на счет инвесторов из стран с развитым рынком, стремящихся одновременно к более высокой доходности и к диверсификации портфелей. Чистые притоки акционерного капитала в страны БР увеличились с всего 6 млрд долларов США в 2001 году до 135 млрд долларов США в 2007 году. Финансовый кризис и обусловленное им «бегство в качество» стали причиной крупной чистой распродажи в 2008 году, однако вскоре после того, как худший этап кризиса миновал, чистые притоки возобновились. В 2010 году чистые притоки акционерного капитала в страны БР достигли своего исторического максимума — почти 200 млрд долларов США.

В нынешнем году ожидается, что доля стран БР в мировом ВВП составит 30% (по текущим обменным курсам), что на данный момент примерно соответствует их доле в совокупной капитализации глобального рынка акций

РИСУНОК 5. Доли в капитализации глобального рынка акций по странам и регионам, 2000 год

США	44	
Азия*	6	
Индия	1	
Китай	1,5	
Россия	0,5	
Бразилия	0,5	
Остальной мир	6,5	
Япония	10	
ЕС	30	

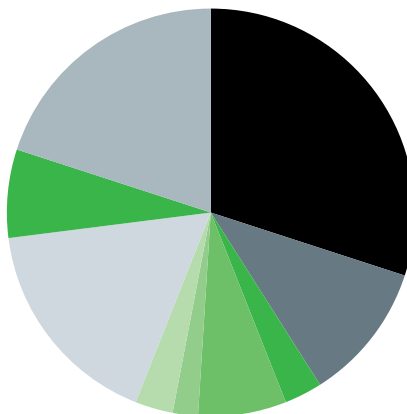


*Кроме Китая, Индии и Японии.

Источник: Bloomberg

РИСУНОК 6. Доли в капитализации глобального рынка акций по странам и регионам, 2011 год

США	30	
Азия*	11	
Индия	3	
Китай	7	
Россия	2	
Бразилия	3	
Остальной мир	17	
Япония	7	
ЕС	20	



*Кроме Китая, Индии и Японии.

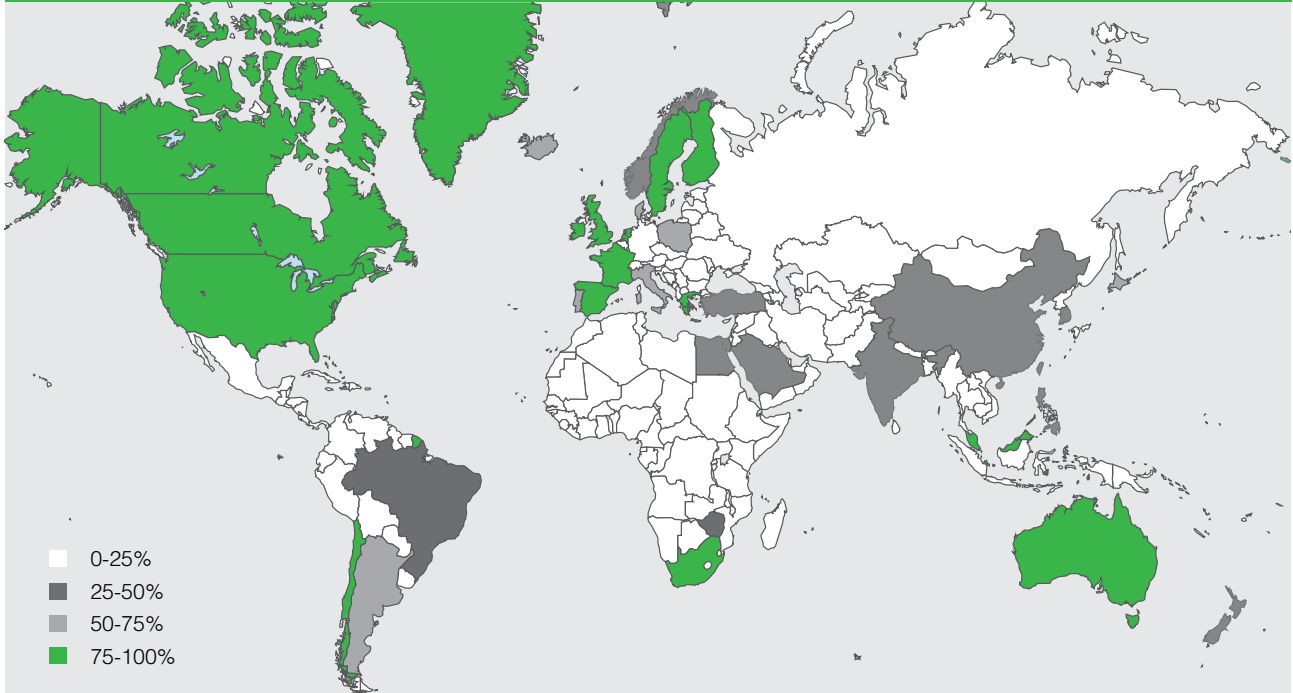
Источник: Bloomberg

ДОЛИ В КАПИТАЛИЗАЦИИ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА АКЦИЙ

В 2003 году, когда началось повышение курсов акций многих стран БР, совокупная капитализация мирового рынка акций составляла приблизительно 31 трлн долларов США. В настоящее время (июль 2011 года) она составляет 53 трлн долларов США, что близко к последнему максимуму, зарегистрированному в конце 2007 года перед финансовым кризисом. За последнее десятилетие доли в капитализации рынка акций значительно изменились. Доли США, ЕС и Японии уменьшились на 14%, 10% и 3% соответственно, а доли стран БР, напротив, резко возросли. Несмотря на то что на китайском рынке акций с 2007 года господствует тенденция к снижению, Китай продемонстрировал наиболее впечатляющее процентное повышение курсов, и его доля в капитализации глобального рынка акций возросла с 1,5% до 7%. Доля Индии увеличилась в три раза (с 1% до 3%), а доли России и Бразилии возросли до 2% и 3% соответственно.

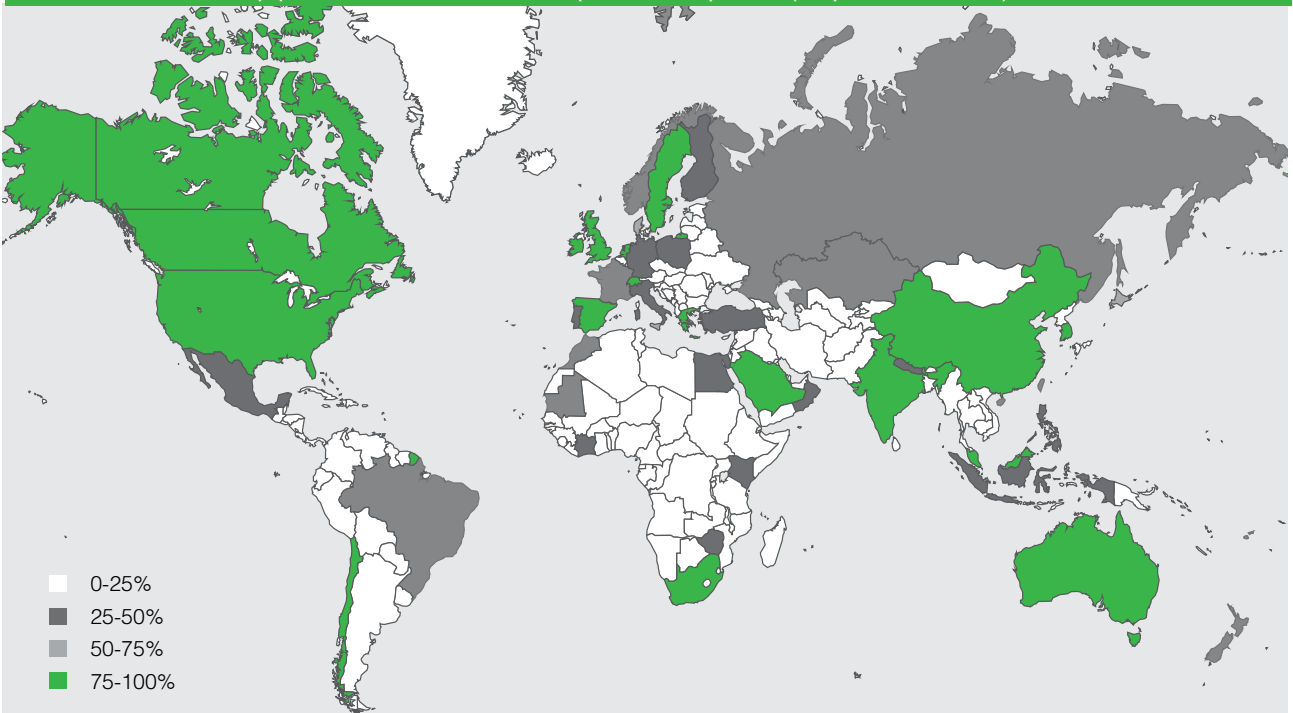
Многие финансовые экономисты считают *национальный коэффициент капитализации рынка акций* (процентное отношение капитализации фондового рынка к ВВП) лучшим всеобъемлющим показателем финансового развития страны. Если это действительно так, то за последнее десятилетие многие страны с быстроразвивающимися рынками, по-видимому, приобрели статус стран с развитым рынком. Еще в 2003 году во многих странах БР, включая все четыре страны БРИК, коэффициенты капитализации были ниже 50%. В настоящее

РИСУНОК 7. Коэффициент капитализации фондового рынка (в процентах ВВП), 2000 год



Источник: Bloomberg

РИСУНОК 8. Коэффициент капитализации фондового рынка (в процентах ВВП), 2010 год



Источник: Bloomberg

время коэффициенты капитализации Индии, Китая, Бразилии, Южно-Африканской Республики и Саудовской Аравии превышают 75%.

Вот какой иронией обернулась кардинальная смена тенденций: сегодня именно более медленно растущие развитые страны, как правило, имеют низкие коэффициенты капитализации. Германия, в которой реальный ВВП на душу населения составляет примерно 38 000 долларов США, имеет коэффициент капитализации в 49%, а Китай, в котором ВВП на душу населения составляет всего 6 000 долларов США, с гордостью демонстрирует свои достижения — коэффициент, равный 100%. Аналогичным образом, на сегодняшний день Япония «акционирована» в меньшей степени (66% при ВВП на душу населения, составляющим 34 000 долларов США), чем Индия (85% при ВВП на душу населения, составляющем лишь 1 000 долларов США). В Малайзии и Чили коэффициенты капитализации колеблются вокруг чрезвычайно высокой отметки в 130%.

Не выглядят ли коэффициенты капитализации стран БР несколько излишне высокими? С исторической точки зрения, безусловно, да. Даже в США, стране с очень высоким уровнем капитализации рынка акций, с 1930 по 1996 год (год, когда Алан Гринспен произнес знаменитую речь о «нерационально быстром росте») этот коэффициент оставался ниже 80%. Исторически для развивающихся стран нормой были относительно низкие коэффициенты капитализации рынков акций. В развивающихся странах просто нет больших запасов финансовых активов, и для них (по крайней мере до недавнего времени) были типичны более низкая прозрачность и более высокие премии за риск. Во многих из этих стран банковский сектор также часто играет доминирующую роль в финансовом секторе. Но с другой стороны, рынки акций, по-видимому, относятся к числу более «перспективных» экономических индикаторов, и они недвусмысленно сигнализируют о вступлении стран БР в длительный период экономического роста и прибыльности корпораций.

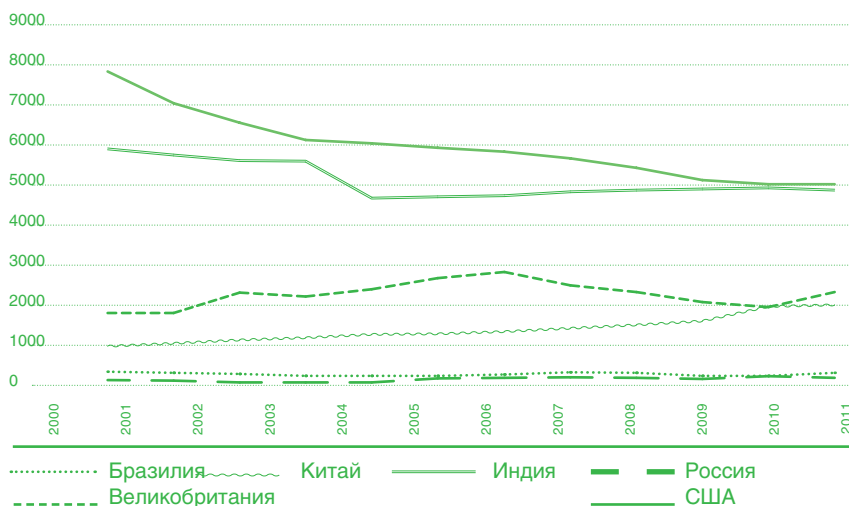
IV. ЛИСТИНГИ АКЦИЙ

Если число листингов акций на фондовых биржах рассматривать в качестве показателя изменения мощи финансовых рынков, а также активности финансового и инвестиционного поведения корпоративного сектора страны, то США быстро утрачивают свои позиции. По сравнению с пиковым уровнем 1997 года число акций, допущенных к котировке на фондовых биржах США, уменьшилось на 43%. За тот же период число допусков к котировке за пределами США увеличилось более чем в два раза. Как результат, в настоящее время число компаний, ценные бумаги которых торгуются на биржах США, примерно на 3 800 меньше, чем в 1997 году. В России число котируемых компаний составляет 314, и это самый низкий показатель среди крупных стран с быстроразвивающимися рынками. В Индии без малого 5 000 котируемых компаний — почти столько же, сколько в США, хотя (что удивительно) за последнее десятилетие число допусков к торговле на фондовых биржах не увеличилось. За последние десять лет число котируемых компаний в Китае возросло в два раза, и в настоящее время в стране насчитывается более 2 000 публичных компаний. По прогнозам многих аналитиков, за ближайшие 10–15 лет число котируемых компаний в Китае увеличится как минимум на 5 000.

Одной из главных причин трудностей, которые испытывают биржи США при пополнении листинга, является длительный спад интереса к первоначаль-

Доля листингов IPO за пределами Нью-Йорка и Лондона (которые во второй половине прошлого века играли доминирующую роль в листингах IPO) возросла с 46% совокупного объема в 2000 году до 78% в 2010 году

РИСУНОК 9. Число котируемых компаний



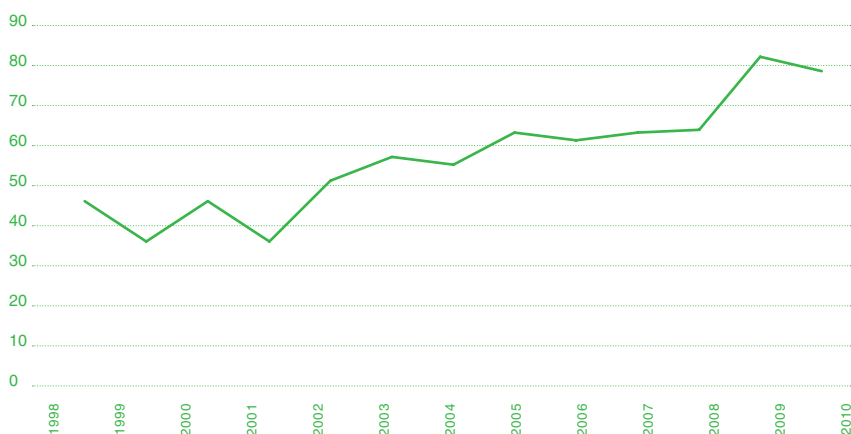
Источник: Bloomberg

ным публичным предложениям акций (IPO) в США. В среднем за год в США подаются лишь 156 заявок на IPO, что на 70% меньше по сравнению с темпами 1990-х годов. Доля листингов IPO за пределами Нью-Йорка и Лондона (которые во второй половине прошлого века играли доминирующую роль в листингах IPO) возросла с 46% совокупного объема в 2000 году до 78% в 2010 году. В 2010 году уровень активности Нью-Йорка и Лондона, измеряемой совокупным объемом IPO в долларах США, был таким же или выше, чем в середине прошлого десятилетия (но ниже, чем в пиковые 2006–2007 годы). Быстрое сокращение доли их активности, однако, было результатом семикратного увеличения активности в области IPO за пределами Нью-Йорка и Лондона.

Из 20 крупнейших IPO 2010 года только 2 были проведены в Нью-Йорке и Лондоне (после того как GM перешла в собственность правительства США, она вновь разместила свои акции на рынке). Резко контрастирует с этим тот факт, что в 2002 году 10 из 20 крупнейших IPO были проведены в Нью-Йорке и Лондоне. Не удивительно, что большая часть новой активности приходится на страны БР. В прошлом году на биржах этих стран было проведено 11 из 20 крупнейших IPO, тогда как в 2002 году их было только 2.

Для стран БР 2010 год был рекордным: IPO эмитентов в Бразилии, Китае (включая Гонконг), Индии и России в общей сложности привлекли 154 млрд долларов США, т.е. в два с лишним раза больше объема средств, мобилизованных в 2009 году.

РИСУНОК 10. Доля листингов IPO за пределами Нью-Йорка и Лондона (по совокупному объему)



Источник: Bloomberg

ТАБЛИЦА 1. ДВАДЦАТЬ КРУПНЕЙШИХ IPO 2010 ГОДА

Рейтинг	Название	Национальная принадлежность эмитента	Биржа
1	AIA Group Ltd	Гонконг	Гонконгская фондовая биржа
2	General Motors Co	США	Нью-Йоркская фондовая биржа
3	Dai-ichi Life Insurance Co Ltd/The	Япония	Токийская фондовая биржа
4	Agricultural Bank of China Ltd	Китай	Гонконгская фондовая биржа
5	Agricultural Bank of China Ltd	Китай	Шанхайская фондовая биржа
6	Samsung Life Insurance Co Ltd	Южная Корея	Корейская биржа
7	Petronas Chemicals Group Bhd	Малайзия	Фондовая биржа Куала-Лумпур
8	QR National Ltd	Австралия	Австралийская биржа ценных бумаг
9	Coal India Ltd	Индия	Национальная фондовая биржа Индии
10	Enel Green Power SpA	Италия	Итальянская фондовая биржа
11	China Everbright Bank Co Ltd	Китай	Шанхайская фондовая биржа
12	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Польша	Варшавская фондовая биржа
13	Global Logistic Properties Ltd	Сингапур	Сингапурская фондовая биржа
14	Huatai Securities Co Ltd	Китай	Шанхайская фондовая биржа
15	Otsuka Holdings Co Ltd	Япония	Токийская фондовая биржа
16	United Co RUSAL PLC	Россия	Гонконгская фондовая биржа
17	Essar Energy PLC	Великобритания	Лондонская фондовая биржа
18	Pandora A/S	Дания	Копенгагенская фондовая биржа
19	China Rongsheng Heavy Industry Group Co Ltd	Китай	Гонконгская фондовая биржа
20	Gjensidige Forsikring ASA	Норвегия	Фондовая биржа Осло

Источник: Bloomberg

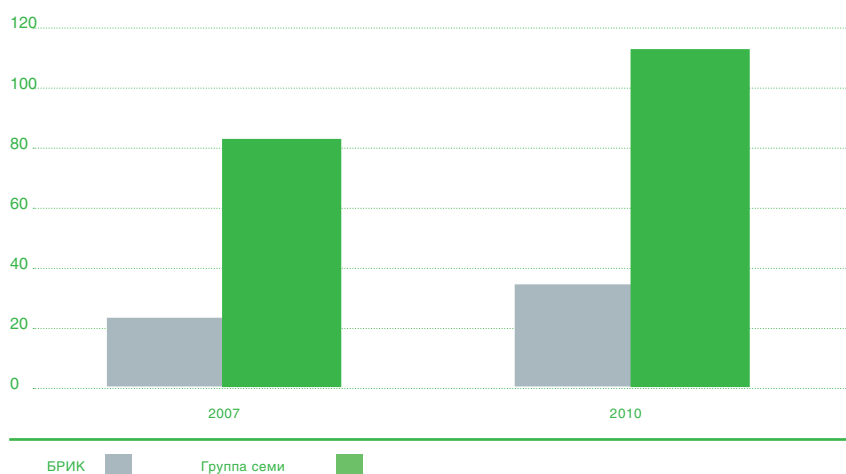
V.
РЫНКИ
КОРПОРАТИВНЫХ
И СУВЕРЕННЫХ
ДОЛГОВЫХ
ОБЯЗАТЕЛЬСТВ
БЫСТРОРАЗВИВАЮ-
ЩИХСЯ СТРАН

В последнее десятилетие общее кредитное качество стран БР значительно повысилось. Одной из главных причин этого было улучшение суверенного кредитного качества. Страны БР уменьшили потребности в заимствованиях, сократив общий объем предложения суверенных облигаций по всему миру. В настоящее время приблизительно 60% стран БР имеют рейтинг инвестиционной категории, тогда как в 1993 году их было только 2%. В 2010 году в общей сложности насчитывалось 50 случаев повышения и только 11 случаев понижения суверенных рейтингов стран БР. Но в то же время в 2010 году были понижены рейтинги 18 развитых стран и не был повышен рейтинг ни одной развитой страны². В настоящее время все четыре крупнейшие страны БР (страны БРИК) впервые в истории имеют кредитные рейтинги инвестиционной категории.

Финансовый кризис и его последствия значительно меняют относительную структуру суверенного долга стран с быстроразвивающимися рынками и развитых стран. Обе эти категории стран в течение недавнего финансового кризиса использовали крупные пакеты бюджетных стимулов. Однако на начало кризиса объем долговых обязательств центрального правительства в процентах ВВП был го-

В настоящее время приблизительно 60% стран БР имеют рейтинг инвестиционной категории, тогда как в 1993 году их было только 2%

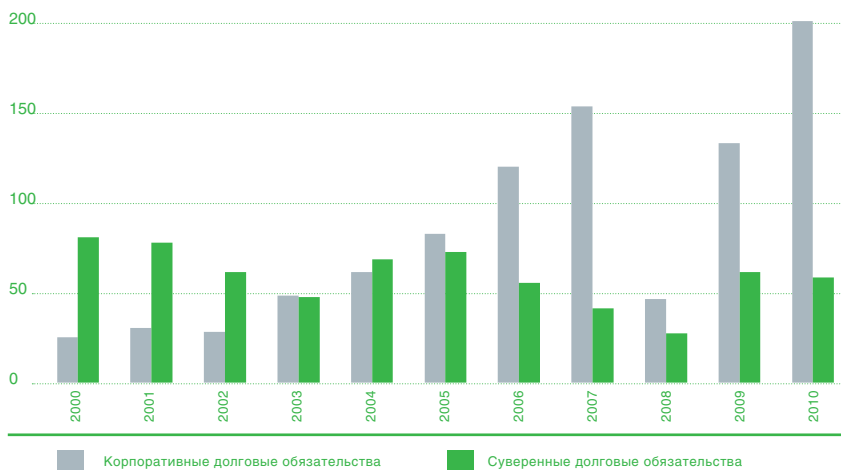
РИСУНОК 11. Долговые обязательства центральных правительств в процентах ВВП (отношение консолидированных долговых обязательств к консолидированному ВВП)



Источник: Bloomberg, EIU

² Prudential Fixed Income Report. "Emerging Markets Corporate Debt: Opportunities in a Large and Maturing Asset Class." February 2011. Стр. 9.

РИСУНОК 12. Долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками. Новый выпуск. Суверенные и корпоративные долговые обязательства (в долларах США) (2000–2010 годы)



Источник: JP Morgan. По состоянию на 31 декабря 2010 года

раздо меньше в странах с быстроразвивающимися рынками. В 2007 году, за год до кризиса, кумулятивный долг центральных правительств стран БРИК (в процентах их совокупного ВВП) составлял только 23%, тогда как соответствующий показатель для клуба богатых стран Группы семи достиг уже очень высокой отметки в 82%. К 2010 году эти коэффициенты задолженности повысились до 34% и 112%. Экономический кризис привел к увеличению долгового бремени клуба богатых стран на 30%, при том что соответствующий показатель для стран с быстроразвивающимися рынками был примерно на две трети ниже (11%)³. В следующие несколько лет ожидается еще большее увеличение различий в относительных структурах долговых обязательств.

До совсем недавнего времени рынок корпоративных облигаций в странах БР практически не существовал. Однако ситуация начинает быстро меняться. Чтобы финансировать свой рост,

Чтобы финансировать свой рост, компании стран БР все чаще обращаются к открытым кредитным рынкам, и выпускаемые ими корпоративные облигации сегодня становятся важной частью более широкой совокупности инструментов инвестирования в страны с быстроразвивающимися рынками

³ Показатели долга стран с быстроразвивающимися рынками не включают огромные потенциальные обязательства, которые, возможно, придется взять на себя центральным органам власти Китая, если местные органы управления окажутся не в состоянии финансировать значительные заимствования, осуществленные ими в последние годы.

ТАБЛИЦА 2. ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА СТРАН С БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ И КОРПОРАТИВНЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА США (НЕПОГАШЕННАЯ СУММА)

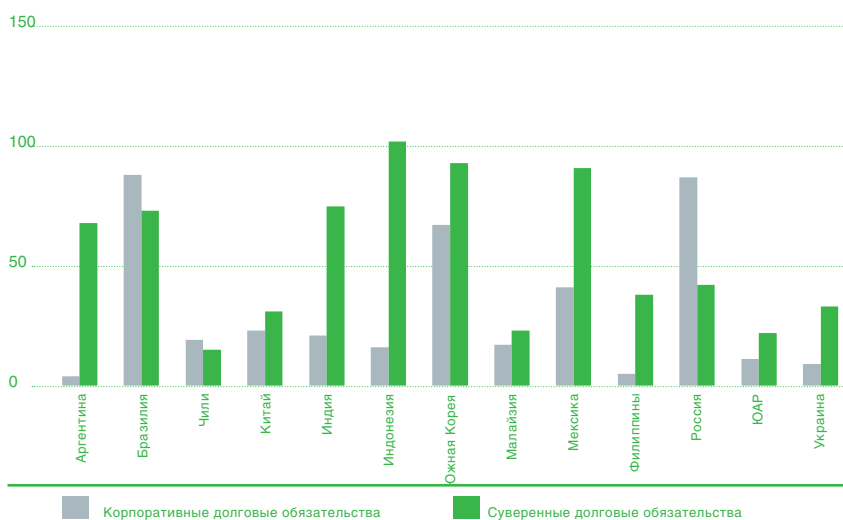
Тип корпоративных долговых обязательств	Номинальная стоимость, доллары США
Корпоративные долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками ⁴	709 млрд долларов США
Высокодоходные корпоративные долговые обязательства США	1,2 трлн долларов США
Корпоративные долговые обязательства США инвестиционной категории	3,8 трлн долларов США
Европейские высокодоходные облигации	140 млрд долларов США

Источник: JPMorgan и Bond Radar

компании стран БР все чаще обращаются к открытым кредитным рынкам, и выпускаемые ими корпоративные облигации сегодня становятся важной частью более широкой совокупности инструментов инвестирования в страны с быстроразвивающимися рынками.

Объем корпоративных долговых обязательств стран БР, выраженных в долларах США, на конец 2010 года составлял 709 млрд долларов США, то есть более половины совокупного объема всех суверенных долговых обязательств стран с быстроразвивающимися рынками, равного 1,3 трлн долларов США (согласно JPMorgan). Выпуск корпоративных обязательств постоянно растет (за исключением финансового кризиса в 2008 году); с 2003 года он ежегодно превышал

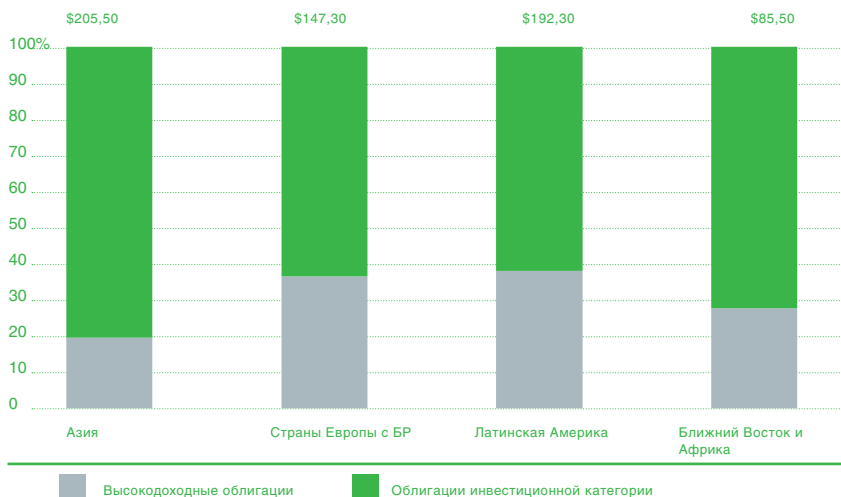
РИСУНОК 13. Долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками. непогашенные долговые обязательства Суверенные и корпоративные долговые обязательства по странам (доллары США) (На конец 2010 года)



Источник: JP Morgan. По состоянию на 31 декабря 2010 года

⁴ Некоторые корпоративные облигации стран БР представляют собой квази-суверенные ценные бумаги.

РИСУНОК 14. Корпоративные долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками. Рыночная капитализация по регионам и качеству (2010 год, млрд долларов США)



Источник: JPMorgan CEMBI Broad Diversification Index

совокупный объем выпуска суверенных облигаций, достигнув в 2010 году рекордных 211 млрд долларов США. В 2010 году размер рынка корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками, включая квази-суверенные облигации, составлял более половины размера рынка высокодоходных облигаций США и был в пять раз крупнее рынка высокодоходных европейских долговых обязательств⁵.

В последнее время выпуск корпоративных долговых обязательств в странах БР растет столь быстрыми темпами, что в России, Бразилии и Чили накопленный объем находящегося в обращении корпоративных долговых обязательств уже превысил непогашенный суверенный долг этих стран (рисунок 15). Ожидается, что за следующие несколько лет объем корпоративных долговых обязательств стран с быстроразвивающимися рынками превысит уровни суверенного долга в Китае и Малайзии.

В последнее время выпуск корпоративных долговых обязательств в странах БР растет столь быстрыми темпами, что в России, Бразилии и Чили накопленный объем находящегося в обращении корпоративных долговых обязательств уже превысил непогашенный суверенный долг этих стран

⁵ Prudential Fixed Income Report. "Emerging Markets Corporate Debt: Opportunities in a Large and Maturing Asset Class." February 2011. Стр. 5.

Выпуск корпоративных облигаций — явление, характерное не только для Азии; корпоративные долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками хорошо диверсифицированы по регионам мира, причем объемы эмиссии этих облигаций в странах Европы и Латинской Америки с быстроразвивающимися рынками близки к показателям азиатских стран. А кредитное качество корпоративных долговых обязательств, бывшее относительно низким еще пять лет назад, аналогично кредитному качеству суверенного долга. В настоящее время большинство корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками, или почти 70%, имеют присвоенные ведущими агентствами рейтинги инвестиционной категории (BBB или выше), а 30% представляют собой высокодоходные облигации компаний неинвестиционной категории. В Азии, где исторически высок процент эмитентов инвестиционной категории, также самый высокий процент корпоративных эмитентов инвестиционной категории⁶.

⁶ Prudential Fixed Income Report. "Emerging Markets Corporate Debt: Opportunities in a Large and Maturing Asset Class." February 2011. Стр. 6.

VI. ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ

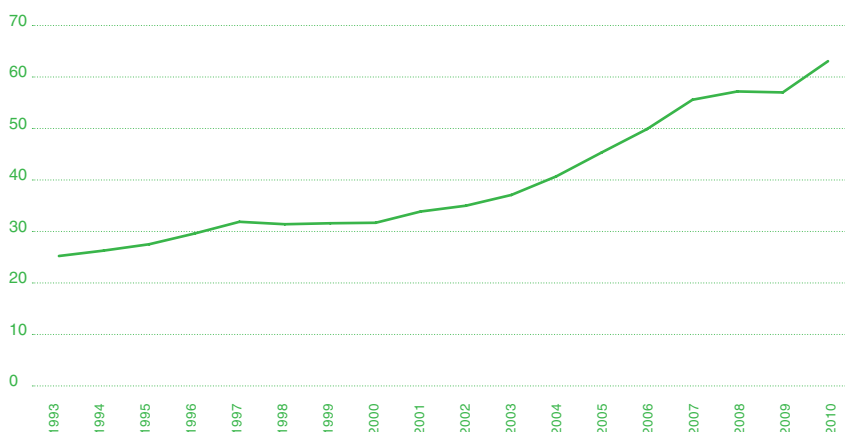
Хотя основная доля оборота иностранной валюты по-прежнему приходится на развитые страны, держателями львиной доли валютных резервов сегодня являются страны с быстроразвивающимися рынками. Вероятно, никакой другой финансовый показатель лучше не иллюстрирует сдвиг центра финансовой мощи. Согласно Банку международных расчетов, в 1980х годах чистые потоки капитала в 23 крупные страны с быстроразвивающимися рынками составляли лишь примерно 1 млрд долларов США в год, что способствовало увеличению их валютных резервов приблизительно на 11 млрд долларов США. В 1990-х годах с усилением потоков капитала резервы этих стран возрастали на 62 млрд долларов США в год. В 2000-х годах эти тенденции продолжились, так что в одном только 2007 году совокупные притоки капитала составили 1,4 трлн долларов США, чистые притоки капитала — 439 млрд долларов США, а валютные резервы выросли примерно на 1 трлн долларов США.

С 2000 по 2011 доля стран с быстроразвивающимися рынками в глобальных валютных резервах увеличилась более чем в два раза — с 32% до 67%

Совокупные глобальные валютные резервы увеличились с 2 трлн долларов США в 2000 году до 9,7 трлн долларов США (по данным МВФ) на конец первого квартала 2011 года. За тот же период доля стран с быстроразвивающимися рынками в глобальных валютных резервах увеличилась более чем в два раза — с 32% до 67%.

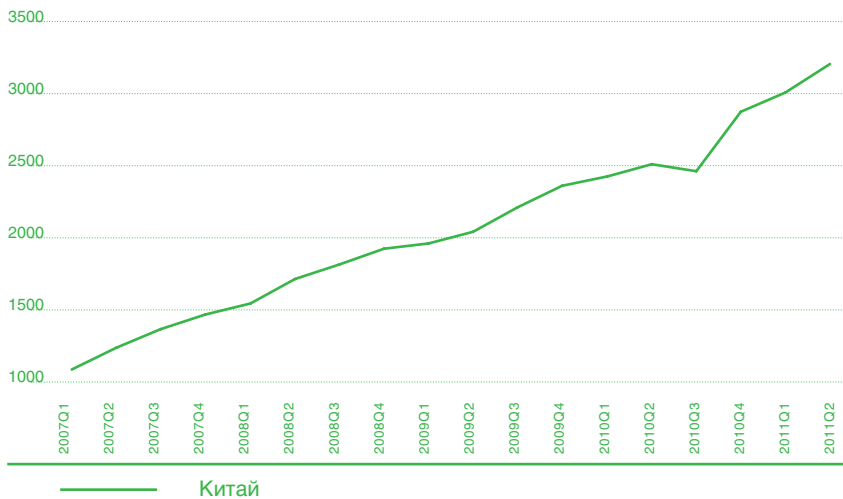
Практически все увеличение глобальных резервов в прошлом десятилетии пришлось на 18 стран (16 из них относятся к категории

РИСУНОК 15. Доля стран БР в глобальных валютных резервах



Источник: Bloomberg

РИСУНОК 16. Огромное накопление валютных резервов в Китае (млрд долларов США, за вычетом золота)

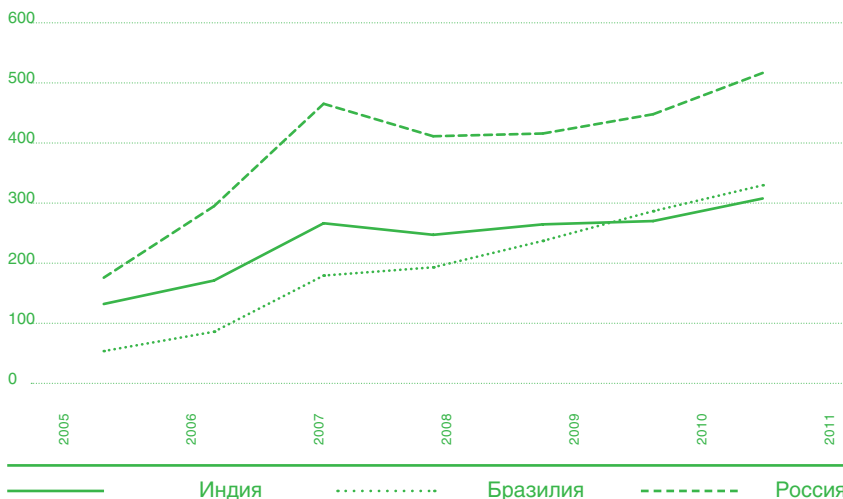


Источник: Bloomberg

стран с быстроразвивающимися рынками): Китай, Гонконг, Тайвань, Южная Корея, Сингапур, Индонезия, Малайзия и Таиланд, Индия, Бразилия, Аргентина и Мексика, Россия, Польша и Турция, а также Алжир, Ливия и Нигерия.

За период с 2000 года до середины 2011 года резервы стран БРИК возросли с 331 млрд долларов США до 4,4 трлн долларов США, или

РИСУНОК 17. Валютные резервы (млрд долларов США, за вычетом золота)



Источник: Bloomberg

с 13% до 43% мировых резервов. При этом резервы Китая увеличились со 168 млрд долларов США в 2000 году до чуть более чем 3,2 трлн долларов США в июне 2011 года (что составляет приблизительно 50% ВВП Китая). На долю Китая приходится примерно половина резервов всех стран БР. По данным Министерства финансов США, Китай является держателем долларовых активов на сумму приблизительно в 1,5 трлн долларов США.

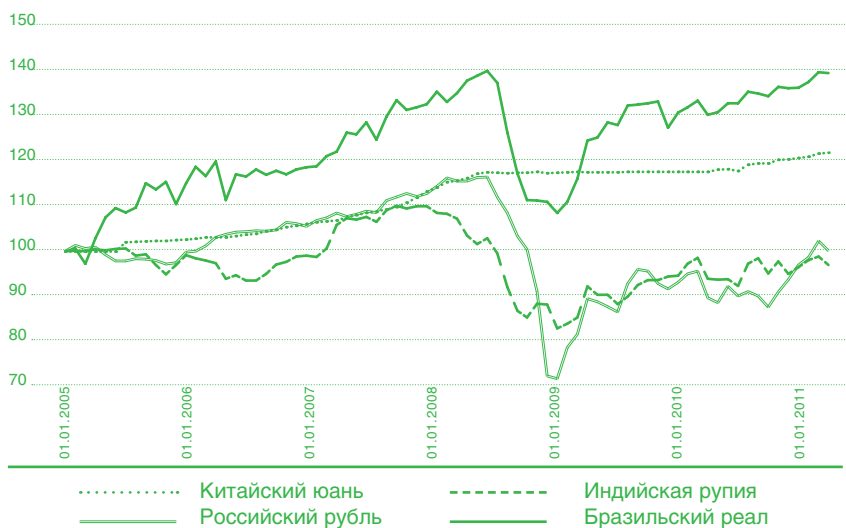
Валютные резервы России, в 2000 году составлявшие жалкие 32 млрд долларов США, впервые преодолели отметку в полтриллиона (превысив прежний максимум в 467 млрд долларов США, зарегистрированный в 2007 году на пике бума цен на нефть). Резервы Бразилии возросли с 32 до 330 млрд долларов США, а Индии — с 38 до 310 млрд долларов США (за 2000–2011 годы). Среди стран с развитой экономикой существенный рост резервов наблюдался только в Японии, где они увеличились с 354 млрд долларов США до уровня примерно в 1 трлн долларов США перед землетрясением и цунами 2011 года.

Валютные резервы России, в 2000 году составлявшие жалкие 32 млрд долларов США, впервые преодолели отметку в полтриллиона

VII. ОБМЕННЫЕ КУРСЫ СТРАН С БЫСТРОРАЗ- ВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

Подобно сдвигам в соотношении финансовых сил между странами должна меняться и относительная сила их национальных валют. В целом ожидается, что валюты стран с быстроразвивающимися рынками с течением времени будут укрепляться, поскольку реальный ВВП этих стран приближается к ВВП по паритету покупательной способности. Укрепление валют в динамике является важным фактором, так как обеспечивает странам БР большую покупательную способность для приобретения мировых активов и товаров. На рисунке 18 представлены обменные курсы валют стран БРИК по отношению к доллару США (рост означает повышение курса соответствующей валюты относительно доллара США) с середины последнего десятилетия.

РИСУНОК 18. Повышение курсов валют стран БР (по отношению к доллару США, изменение базисного периода: 2005=100)



Источник: Bloomberg

Здесь следует отметить два момента. Во-первых, за исключением китайского юаня, курс которого привязан к доллару США, но с 2005 года время от времени мог медленно расти, глобальный финансовый кризис вызвал массовое инвестирование в доллар США, уничтожив достигнутые после 2005 года успехи в повышении курсов национальных валют других стран БРИК. Опять же это иллюстрирует, что финансовые активы стран с быстроразвивающимися рынками по-прежнему очень восприимчивы к «бегству в качество (или надежность)» в периоды финансовой нестабильности. Во-вторых, с января 2009 года, когда худший этап кризиса миновал, укрепление валют стран БРИК по отношению к доллару возобновилось, и курсы китайского юаня, индийской

рупии, российского рубля и бразильского реала повысились на 4%, 10%, 38% и 26% (до июня 2011 года включительно) соответственно.

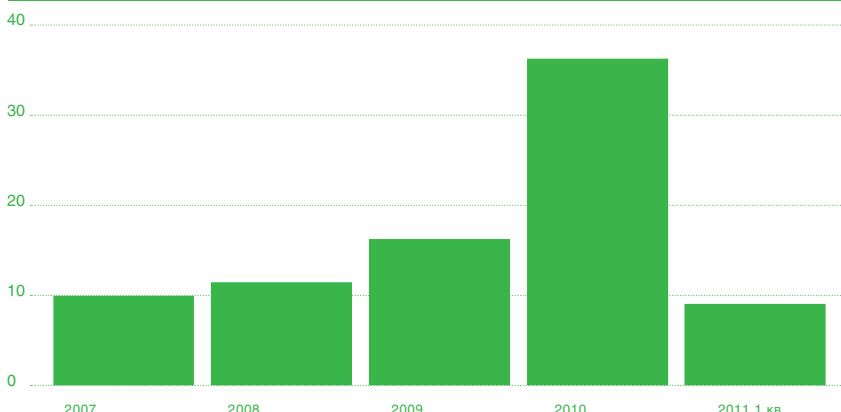
В ЦЕНТРЕ ОСОБОГО ВНИМАНИЯ: КИТАЙСКИЙ ЖЭНЬМИНЬБИ. НА ПУТИ К ПОЛУЧЕНИЮ СТАТУСА РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ?

Стремительное финансовое развитие Китая вызвало многочисленные обсуждения по вопросу о том, насколько быстро его валюта, жэньминьби, сможет завоевать статус ведущей резервной валюты. Получение валютой «резервного» статуса обеспечит Китаю гораздо более мощный рычаг финансового воздействия в мире, подобно тому, что сделал доллар для Соединенных Штатов Америки во второй половине прошлого века.

Жэньминьби привязан к доллару США, поэтому официальные органы Китая несомненно обеспокоены его зависимостью от международной покупательной способности доллара. Вместе с тем, как представляется, каждую неделю приходят новые сообщения об «интернационализации» жэньминьби. Есть данные, свидетельствующие об уменьшении зависимости Пекина от доллара при осуществлении внешних текущих операций. Приблизительно 7% внешней торговли Китая в первом квартале 2011 года было проведено в юанях, тогда как годом ранее соответствующая цифра составляла 0,5%. Это по-прежнему мало, но увеличение данного показателя является весьма значительным.

В последнее время также все больше внешних операций с капиталом проводится в жэньминьби. В прошлом году эмитенты — от

РИСУНОК 19. Угощайтесь дим-сум
Размещение в Гонконге корпоративных облигаций, выраженных в юанях (млрд юаней)



Источник: WSJ

корпорации McDonald's до Азиатского банка развития — разместили в Гонконге выраженные в юанях «облигации дим-сум» на сумму в 36 млрд юаней, которая более чем в два раза превышает объем средств, привлеченных в 2009 году. В 2011 году в листинг Гонконгской фондовой биржи также были включены первые акции, выраженные в жэньминьби. После принятия шагов, разрешающих свободную торговлю юанями в Гонконге и разрешающих проведение расчетов по сделкам в юанях, объем депозитов в жэньминьби в Гонконге резко вырос, достигнув недавно 407 млрд юаней.

Несмотря на эти недавние изменения, Китай сохраняет очень жесткий контроль над своим счетом операций с капиталом, опасаясь, что чрезмерно активная торговля юанями за пределами Китая позволит спекулянтам дестабилизировать внутреннюю денежно-кредитную систему. Официальные органы Китая должны выдавать разрешения на ввоз в страну любой значительной суммы валюты (иностранной или национальной). На сегодняшний день компании, выпускающие долговые обязательства в юанях за границей, сталкиваются с огромными трудностями при ввозе в Китай привлеченных ими денежных средств, поскольку в Китае не установлены правила, разрешающие иностранные инвестиции в жэньминьби. В настоящее время такие разрешения выдаются в индивидуальном порядке. Как следствие, большинство аналитиков считает, что до полной конвертируемости единственной меры, которая *в конечном итоге* могла бы превратить юань в ведущую резервную валюту, пока еще далеко.

Приблизительно 7%
внешней торговли Китая
в первом квартале 2011
года было проведено
в юанях, тогда как годом
ранее соответствующая
цифра составляла 0,5%

VIII. БАНКОВСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ В СТРАНАХ С БЫ- СТРОРАЗВИВАЮЩИ- МИСЯ РЫНКАМИ

В странах с быстроразвивающимися рынками банковский сектор представляет собой важнейшую составную часть финансовой системы. Он является главным источником финансирования частного и государственного секторов, а значит выступает как решающе значимая движущая сила экономического роста этих стран. Банковский сектор превращается во все более важный источник финансирования инвестиций фирм в эти страны. Согласно исследованию Всемирного банка, в 2002 году только 11% фирм стран БР при осуществлении инвестиций полагались на банки, а в 2009 году этот показатель увеличился до 31%.

Если для большинства развитых стран восстановление после глобального банковского кризиса до сих пор дается с трудом, то банковский сектор стран БРИК пострадал от глобального финансового кризиса в относительно меньшей степени. В странах БРИК, экономика которых была не столь сильно затронута кризисом (как в Китае) или восстановилась гораздо быстрее, чем в аналогичных развитых странах (как в Бразилии), было меньше случаев банкротства ведущих банков. Это не только способствовало подъему мировой экономики после рецессии, но и привело к возрастанию значимости банков стран БР на глобальном банковском рынке. По данным агентства Bloomberg в настоящее время в число 100 крупнейших банков мира (по рыночной капитализации) входят 44 банка из стран БР, тогда как в 2002 и 2007 году их было 21 и 30 соответственно. Взлет китайских финансовых банков в прошлом десятилетии не был ни кратковременным, ни спекулятивным. В списке шести крупнейших банков мира в 2004 году не было ни одного представителя Китая, а сегодня в него входят четыре китайских банка.

ТАБЛИЦА 3. ДЕСЯТЬ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ МИРА (ПО РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ, МЛРД ДОЛЛАРОВ США, ИЮНЬ 2011 ГОДА)

Рейтинг	Название банка	Страна	Рыночная капитализация
1	INDUSTRIAL & COMMERCIAL BANK OF CHINA	Китай	248.6
2	CHINA CONSTRUCTION BANK	Китай	225.5
3	HSBC HLDGS PLC	Великобритания	182.3
4	JPMORGAN CHASE	США	161.1
5	AGRICULTURAL BANK OF CHINA	Китай	144.3
6	BANK OF CHINA	Китай	143.3
7	WELLS FARGO & CO	США	138.9
8	CITIGROUP INC	США	111.2
9	BANK OF AMERICA	США	109.7
10	BANCO SANTANDER	Испания	97.8

Источник: Bloomberg

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Финансовый кризис и Великая рецессия 2008 года неожиданно и резко оборвали продолжавшийся три десятилетия подряд рост глобальных финансовых рынков. Хотя на момент настоящей публикации (август 2011 года) худший этап кризиса уже миновал, во многих богатых развитых странах и на многих развитых финансовых рынках мира ситуация остается нестабильной и вялой. Вместе с тем финансовая активность и развитие в странах с быстроразвивающимися рынками восстановились до предкризисных уровней и продолжают резко идти вверх. На долю рынков акций быстроразвивающихся стран в настоящее время приходится треть капитализации глобального рынка акций. Рынки частных облигаций, крошечные и незаметные еще пять лет назад, в настоящее время являются крайне важными источниками финансирования корпораций стран БР. Первоначальные публичные размещения акций сегодня чаще проводятся в городах стран БР, чем в Нью-Йорке и Лондоне. Крупнейшие финансовые учреждения мира находятся уже не в Токио, Лондоне или Нью-Йорке, а в Китае, а держателями большей части мировых валютных резервов являются развивающиеся страны. И, возможно, самое интересное, что глобальные инвесторы уже не рассматривают быстроразвивающиеся рынки как рынки, которые пока еще находятся на стадии развития. Премия за риск, связанная с ценными бумагами стран БР, сократилась почти до нуля.

В будущем странам БР необходимо продолжить углубление своих финансовых рынков, если они хотят достичь следующего этапа экономического развития. Для этого им потребуется дальнейшая финансовая либерализация и структура регулирования, которая будет способствовать инновациям, но не повышению морального риска. Они должны принять последние события в развитых странах как пример того, как поступать не стоит.

АВТОР:

Уильям Т. Уилсон, Ph.D. (старший научный сотрудник, SIEMS)

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР:

Сэм Парк, Ph.D. (президент SIEMS)

КОНТАКТЫ:

siems@skolkovo.ru

ОБЗОРЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО:

- Номер 09-01 «Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
- Номер 09-02 «Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
- Номер 09-03 «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
- Номер 09-04 «Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
- Номер 09-05 «Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
- Номер 09-06 «Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
- Номер 09-07 «Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
- Номер 10-01 «Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
- Номер 10-02 «К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК

могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).

Номер 10-03 «Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).

Номер 10-04 «Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).

Номер 10-05 «Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).

Номер 10-06 «Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).

Номер 10-07 «Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).

Номер 11-01 «Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).

Номер 11-02 «За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).

Номер 11-03 «Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).

- Номер 11-04 «Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
- Номер 11-05 «Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
- Номер 11-06 «Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
- Номер 11-07 «Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран. Картина развития» (сентябрь 2011).

ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ ИНСТИТУТА ИССЛЕДОВАНИЯ БЫСТРОРАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ СКОЛКОВО:

- Номер 10-01 «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- Номер 10-02 «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- Номер 10-03 «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в стра-

нах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).

Номер 10-04 «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).

Номер 11-01 «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).

Номер 11-02 «Новая география потоков капитала» (март 2011).

Номер 11-03 «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).



СКОЛКОВО
Московская школа управления

ИССЛЕДОВАНИЕ СЕНТЯБРЬ, 2011



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.

Институт исследования быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО (SIEMS) является центром знаний Московской школы управления СКОЛКОВО, специализирующимся на исследованиях в области экономики и бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками. В центре создана платформа для исследований, которая привлекает и объединяет ведущих мыслителей и экспертов со всего мира, предоставляя им возможность совместного изучения актуальных проблем в этих странах. Выполняемые исследования сопровождаются тщательным анализом, являются тематически ориентированными и обеспечивают сопоставимость результатов между странами, а также предлагают практические, широко применимые, ценные руководящие указания и концепции для управленцев, предпринимателей, политиков и ученых, интересующихся странами с быстроразвивающимися рынками. В настоящее время представительства SIEMS действуют в Москве и Пекине, в ближайшем будущем планируется открытие представительства в Индии. Среди специалистов по исследовательской деятельности центра — несколько штатных научных сотрудников и совместителей, которые являются ведущими учеными и экспертами в различных областях. Основные направления текущих исследований: аспекты экономического и финансового развития, стабильного роста и устойчивости, практики КСО и реализации инновационного потенциала в странах с быстроразвивающимися рынками. Результаты исследований распространяются в форме различных докладов и публикаций, представляются на форумах и семинарах. Мы будем рады получить от наших читателей отзывы по результатам исследований или предложения о направлениях будущих исследований.

Московская школа управления СКОЛКОВО

Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68

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

«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young
Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1
Тел: +7 (495) 755 9700
Факс: +7 (495) 755 9701
E-mail: moscow@ru.ey.com
Website: www.ey.com

Московская школа управления СКОЛКОВО
Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
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