Кименг Тан,
Standard & Poor's

Уильям Хесс,
Standard & Poor's

КРЕДИТНЫЙ БУМ в период кризиса

СЕЙЧАС ПОЧТИ НИКТО НЕ СОМНЕВАЕТСЯ В ТОМ, ЧТО БЛАГОДАРЯ СТИМУЛИРУЮЩИМ МЕРАМ, ПРИНЯТЫМ ПРАВИТЕЛЬСТВОМ КИТАЯ, ЭКОНОМИКА ЭТОЙ СТРАНЫ В 2009 И, ВОЗМОЖНО, 2010 ГОДАХ ВЫРАСТЕТ БОЛЕЕ ЧЕМ НА 8%. РОСТ РЕАЛЬНОГО ВВП ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2009 ГОДА, ПО ПРОГНОЗАМ, ПРЕВЫСИТ ПОКАЗАТЕЛЬ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ (7.1%). ПО МНЕНИЮ АНАЛИТИКОВ СЛУЖБЫ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ STANDARD & POOR'S, РОСТ РЕАЛЬНОГО ВВП ЗА ПОЛНЫЙ 2009 ГОД СОСТАВИТ 8.3%. В 2010 ГОДУ ОН МОЖЕТ ВОЗРАСТИ ДО 9% ВВИДУ ОЖИДАЕМОГО ПОСТЕПЕННОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ ВНЕШНЕГО СПРОСА.

Правительство Китая (A+/Стабильный/A-1+) использовало не вполне традиционные инструменты для решения задач государственной политики. Несмотря на рост бюджетной поддержки экономики, дефицит бюджета расширенного правительства в 2009 и 2010 годах составит, как ожидается, чуть более 3%. Эта цифра учитывает займы китайских провинций в размере 200 млрд юаней, которые им разрешено привлечь в текущем году. Значения ожидаемого в 2009 году бюджетного дефицита значительно выше, чем у большинства других крупнейших экономик мира. Обычные методы монетарной либерализации применялись умеренно. Народный банк Китая снизил базовую процентную ставку на 216 б.п. — до 5.31% годовых. В то же время высокий уровень обязательного резервирования для крупнейших китайских банков (15.5%) был сохранен.

НОВЫЕ КРЕДИТЫ ВЫДАЮТСЯ В ОСНОВНОМ СРЕДНИМ И КРУПНЫМ КОМПАНИЯМ

Важнейшим из пакета стимулирующих мер стало высвобождение огромных внутренних резервов ликвидности. Регулирующие органы отменили ранее установленные для банков квоты на выдачу новых кредитов, а политики высказались за необходимость увеличения объемов кредитования. Результаты не замедлили сказаться. Банки использовали свои хорошие позиции ликвидности (отношение кредитов к депозитам в банковской системе Китая составляет порядка 67%) для расширения ссудных операций. Рост кредитования, замедлявшийся на протяжении большей части прошлого года, в начале 2009 года ускорился, а затем эта тенденция окрепла. Объем кредитования нефинансового сектора финансовыми организациями в 2009 году вырастет, по прогнозу, примерно на 30% (в 2007 и 2008 годах рост составлял около 16% ежегодно).

Банки с энтузиазмом откликнулись на призыв правительства кредитовать, но при этом, судя по всему, не теряли осмотрительности. Ввиду агрессивного роста кредитования качество кредитных портфелей, как и прежде, оставляет желать лучшего. Новые займы выдаются в основном средним и крупным компаниям, особенно государственным предприятиям (ГП), которые считаются относительно надежными заемщиками. В результате, ГП с участием центрального правительства сумели удовлетворить свои потребности в финансовых ресурсах несмотря на то, что объем выпускаемых ими долговых обязательств в первые восемь месяцев 2009 года сократился на 70% относительно аналогичного периода предыдущего года.

РОСТ ЭКОНОМИКИ, ВОЗМОЖНО, ЗАЩИЩАЕТ БАНКИ ОТ РИСКОВ, СВЯЗАННЫХ С ПРОБЛЕМНЫМИ ССУДАМИ

Тем не менее, расходы китайских банков, связанные с выдачей кредитов, в ближайшие годы, скорее всего, возрастут. Ускорение роста кредитования происходит в неблагоприятных экономических условиях. Кредиты, выданные с конца прошлого года, по всей видимости, будут хуже по качеству, чем более ранние. В частности, можно ожидать повышения уровня проблемных ссуд. Но если китайская экономика будет продолжать расти примерно на 8% в год, как мы того ожидаем, то потери по ссудам не должны стать большой проблемой для банковского сектора.

Такой вывод основан, в частности, на нашем предположении о том, что проекты, инициируемые в рамках государственного плана стимулирования экономики, жизнеспособны и ввиду их значимости будут финансироваться из государственного бюджета. Китай — одна из немногих стран, способных удовлетворить свои огромные потребности в развитии инфраструктуры за счет собственных ресурсов. В большинстве производимых строительных работ действительно есть необходимость. Речь идет, в частности, о восстановлении пострадавшей от землетрясения провинции Сычуань и о решении проблем электрификации и железнодорожного строительства. Поэтому очень многие из этих проектов способны генерировать значительные денежные потоки, необходимые для погашения долговых обязательств. Многие другие проекты, скорее всего, получат административную или финансовую поддержку, также позволяющую выплатить взятые кредиты.

ВЕРОЯТНОСТЬ НЕЭФФЕКТИВНОГО РАСПРЕДЕЛЕНИЯ СРЕДСТВ НА ПРОЕКТЫ СТИМУЛИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ

Однако реализовать пакет мер без некоторой потери эффективности вряд ли удастся. Еще год назад основными катализаторами экономического роста Китая были экспорт и инвестиции в отрасли, производящие экспортную продукцию. Менее приоритетные инфраструктурные проекты в свое время были отложены (во избежание «перегрева» экономики), и реализацией многих из них занялись только сейчас. Мы сомневаемся, что ресурсы, ранее использовавшиеся для стимулирования роста экспортного сектора, могут быть быстро перенаправлены на инфраструктурные проекты без значительной потери эффективности. Например, рабочие места, создаваемые сейчас в строительном секторе, могут не подойти для трудоустройства работников, уволенных в массовом порядке с предприятий обрабатывающей промышленности. Следует учитывать и то, что нетрудоустроенные промышленные рабочие сосредоточены в прибрежных провинциях Китая, в то время как многие проекты стимулирования осуществляются в центральных районах страны. И, наконец, та спешка, с которой правительство реализует свой пакет мер, повышает вероятность неэффективного распределения средств.

ВНУТРЕННИЙ СПРОС — КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР РОСТА, НО ПО-ПРЕЖНЕМУ ВАЖНУЮ РОЛЬ ИГРАЕТ ЭКСПОРТ

Важная стимулирующая роль, которую в 2009 году играют потребительские расходы, говорит о том, что впервые за многие годы основным двигателем роста экономики Китая становится внутренний спрос. В самом деле, профицит по счету текущих операций в этом году снизится, по оценкам, примерно на 14%, поэтому вклад статьи «чистый экспорт» в рост ВВП, по всей видимости, будет отрицательным. Это предположение отражает наши оценки, согласно которым экспорт в 2009 году сократится в большей степени, чем импорт. Падение средней цены на нефть отрицательно повлияло на стоимость импорта, однако рост внутреннего спроса на товары и материалы иностранного производства позволил замедлить скорость падения.

По всей видимости, внутренний спрос будет основным фактором роста китайской экономики и в следующем году, но мы считаем, что в ближайшем будущем экспорт также сохранит свою стимулирующую роль. Небывалый рост внутреннего спроса не может продолжаться долго. План стимулирования экономики предусматривает увеличение инвестиционных расходов до более 45% ВВП (в последние годы они уже достигали в среднем 43%). Столь высокий уровень капитальных расходов быстро приведет к перепроизводству. Между тем, структурные недостатки китайской экономики препятствуют повышению роли частного потребления. Пока в стране не будут проведены более глубокие структурные реформы, ожидаемый нами рост реального ВВП (порядка 8%) будет обеспечиваться в значительной степени за счет расширения экспорта.

По этой причине мы предполагаем, что Китай будет проводить взвешенную валютную политику. В последние месяцы были обнародованы различные меры, направленные на подготовку юаня к статусу международной валюты. Можно ожидать, что в среднесрочной перспективе за этим последует либерализация валютного режима. Тем не менее, власти страны будут продолжать жестко контролировать курс юаня. Нынешний экономический спад особенно больно ударил по экспортерам. Резкое повышение курса национальной валюты будет способствовать дальнейшему сужению их маржи и росту расходов на оплату труда. Поэтому мы не ожидаем значительных изменений обменного курса относительно уровня 2009 года (6.83 юаней/$). Возможно, юань подорожает примерно на 2.5% ввиду восстановления мировой экономики, ожидаемого в 2010 году.

РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ ЗАМЕДЛИТСЯ, КОГДА ЭКОНОМИКА НАЧНЕТ НАБИРАТЬ ОБОРОТЫ

Постепенно будет корректироваться и денежно-кредитная политика. В июле Народный банк принял меры по сокращению избыточной ликвидности на денежном рынке и повышению межбанковских процентных ставок. Ставка по кредитам овернайт выросла с 0.8–0.9% в первом полугодии 2009 года до более чем 1.2%. По всей видимости, это было сделано в ответ на высказывания участников рынка о том, что из-за высокого уровня ликвидности в китайской экономике растет стоимость китайских акций и имущества. Но одновременно с этим руководство страны вновь заявило о своем намерении поддерживать гибкую денежно-кредитную политику. Ввиду того что до конца августа 2009 года инфляция была отрицательной относительно первых восьми месяцев прошлого года, а ее средний уровень за полный 2009 год составит -0.7%, нет большой необходимости повышать официальные процентные ставки. Тем не менее, мы считаем, что, когда экономика начнет набирать обороты, руководство страны применит административные рычаги и повысит обязательный уровень резервирования для сдерживания роста кредитования.

ВОЗМОЖНОСТЬ НОВОГО СПАДА — РИСК УХУДШЕНИЯ БЮДЖЕТНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ПРОТЕКЦИОНИЗМА НА ЭКСПОРТНЫХ РЫНКАХ

Основной риск для китайской экономики — новый глобальный спад экономической активности. Если он произойдет, правительству Китая придется принимать новый крупный пакет стимулирующих мер, чтобы удержать рост ВВП на уровне порядка 8%. Мы считаем, что в ближайшей перспективе экономика Китая будет устойчиво расти благодаря значительной гибкости проводимой экономической политики. Однако достигаться это будет за счет дальнейшего ухудшения качественных показателей роста. Мы также предполагаем, что в случае реализации данного сценария резко ухудшатся бюджетные показатели государственного сектора Китая в связи со значительным падением качества банковских активов.

Другая проблема, связанная с возможным повторением рецессии мировой экономики, — рост протекционизма во внешнеторговой политике различных стран мира. Недавнее введение протекционистских пошлин на китайские шины в США не должно, на наш взгляд, способствовать разрастанию торговой войны. Однако повторное резкое замедление роста мировой экономики повысило бы риск введения новых протекционистских мер (в форме пошлин, но не только) на ключевых для Китая экспортных рынках. В случае сокращения объемов мировой торговли у Китая могут возникнуть серьезные экономические проблемы.

CBONDS-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

КАЧЕСТВО стало платным!

Хочешь знать ВСЕ в деталях?

Подпишись на Cbonds-PRO!

Платный сервис Cbonds-PRO включает:

- Расширенный поиск по базе эмиссий;
- Возможность просмотра документов по еврооблигациям;
- Доступ к архиву индексов и индикаторов долгового рынка;
- Полный доступ к истории кредитных рейтингов;
- Сохранение в XLS результатов поисков.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info.