**Константин Лысенко,**
*менеджер проекта Emerging Markets, Cbonds*

# ЧУВСТВО внутреннего долга

**НА КОНЕЦ ИЮНЯ 2009 ГОДА СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ ДОЛГОВОГО РЫНКА КИТАЯ СОСТАВЛЯЛ $2.35 ТРЛН. ОСНОВНАЯ ДОЛЯ ПРИХОДИТСЯ НА ВНУТРЕННИЙ РЫНОК, КОТОРЫЙ ВЫРОС ЗА ПЯТЬ ЛЕТ БОЛЕЕ ЧЕМ В ЧЕТЫРЕ РАЗА. ПРИ ЭТОМ ОБЪЕМ ВЫПУСКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СОСТАВЛЯЕТ ВСЕГО 2%. ПО ЭТОМУ ПОКАЗАТЕЛЮ КИТАЙ УСТУПАЕТ МНОГИМ СТРАНАМ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ.**

В настоящее время китайская экономика является самой динамично развивающейся в мире. Согласно данным Всемирного банка, среднегодовой темп роста реального ВВП страны составляет порядка 10% в год за последние 20 лет. Китай занимает третье место в мире по уровню экономического развития после США и Японии. К концу 2008 года ВВП Китая составил $3 861 млрд, уступая лишь США ($14 204 млрд) и Японии ($4 909 млрд). Китай представляет собой одну из немногих социалистических стран, которая смогла без серьезных политических и экономических потрясений, не бросаясь из одной крайности в другую, органично соединить плановую и рыночную экономики. При этом наряду с реформами существующей экономической системы в Китае появились институты, которые являются исключительно атрибутом рыночной экономики. К последним как раз относится рынок ценных бумаг, в частности рынок облигаций.

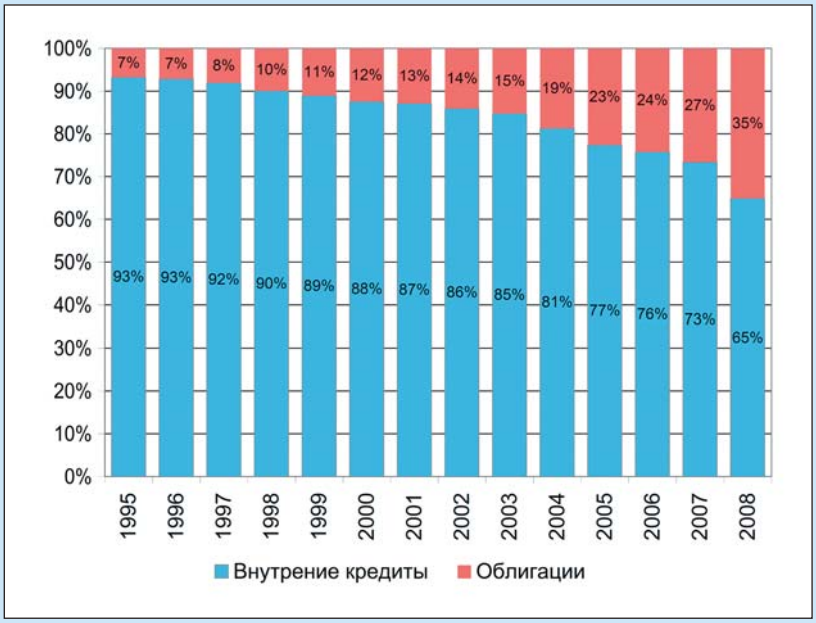
Рынок ценных бумаг Китая относится к развивающимся рынкам, хотя по многим ключевым показателям экономического развития Китай смело можно относить к развитым странам. В стране существуют две фондовые биржи: Шанхайская и Шэньчжэньская, на которых совершаются практически все сделки с акциями, размещается большинство государственных и корпоративных облигаций. Главная особенность китайского рынка ценных бумаг заключается в жестком регулировании его со стороны государства, которое может в любой момент вмешаться в процесс инвестирования и запретить проведение сделок. Этот факт свидетельствует о том, что финансовую модель Китая нельзя назвать рыночной. Создав либеральный режим во многих областях экономики, китайское правительство сохранило закрытость для финансового сектора.

По объемам выпущенных долгов Китай является лидером среди стран с развивающимися рынками. К концу июня 2009 года размер задолженности по облигациям составил порядка $2 352 млрд, из них 98% представляют собой облигации внутреннего рынка и лишь 2% — международные облигации.

Если сравнивать развитие рынка банковских кредитов и рынка облигаций в Китае, то первый существенно доминирует. В связи с этим финансовую систему Китая можно отнести к системам, основанным на банках. Похожую финансовую модель имеют Германия, Япония и Россия. Тем не менее, роль рынка облигаций постепенно увеличивается.

В конце 2007 года объем внешнего долга Китая достиг $373.6 млрд. За период с 1998 по 2007 год в структуре внешнего долга можно проследить следующие тенденции. Во-первых, произошло резкое увеличение торговых кредитов после вступления Китая в ВТО в конце 2001 года. К концу 2007 года данный показатель достиг уровня 42% от всего объема внешнего долга. Во-вторых, почти в 3.5 раза выросли объемы займов иностранных экспортеров, предприятий и частных лиц, что также свидетельствует о процессе либерализации экономики.

*Соотношение объемов внутренних кредитов и облигаций в Китае*




*Источник: asianbondsonline.adb.org*

**Структура внешнего долга Китая, $ млрд**

| | 1998 | 2001 | 2004 | 2007 | Изм. за 9 лет | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | абс. | отн. |
| Кредиты правительств иностранных государств | 22.4 | 23.7 | 32.2 | 30.1 | +7.7 | +34% |
| Кредиты международных финансовых институтов | 23.0 | 27.6 | 25.1 | 28.4 | +5.4 | +23% |
| Кредиты иностранных банков и других финансовых институтов | 42.8 | 33.5 | 43.8 | 54.6 | +11.8 | +28% |
| Потребительские кредиты | 13.0 | 13.1 | 11.9 | 7.5 | –5.5 | –42% |
| Займы иностранных экспортеров, предприятий и частных лиц | 17.4 | 23.5 | 32.6 | 59.5 | +42.1 | +242% |
| Еврооблигации | 12.4 | 12.7 | 13.3 | 16.3 | +3.9 | +31% |
| Торговые кредиты | – | 21.6 | 46.5 | 158.3 | +158.3 | – |
| Прочее | 15.0 | 14.4 | 23.2 | 18.9 | +3.9 | +26% |
| ИТОГО | 146.0 | 170.1 | 228.6 | 373.6 | +227.6 | +156% |

*Источник: www.safe.gov.cn*

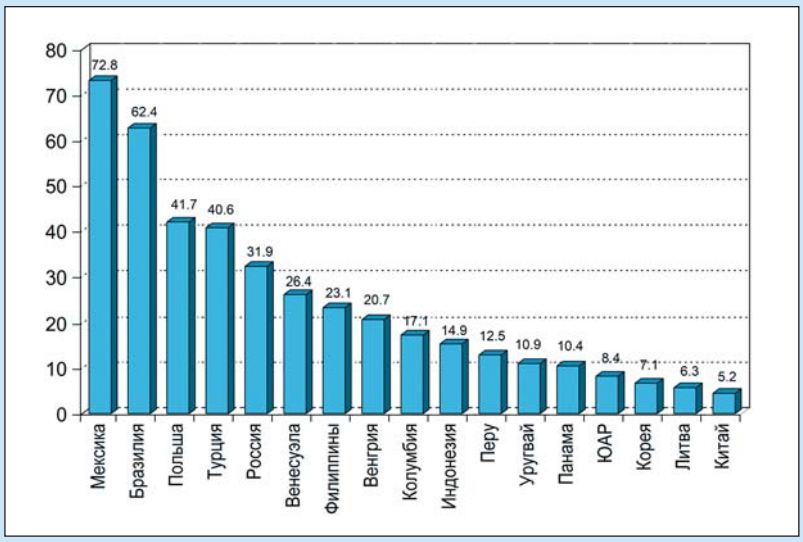
**Объемы финансовых рынков стран БРИК, $ млрд**

| Страна | Рынок еврооблигаций | | в т.ч. суверенные | в т.ч. финансовые институты | в т.ч. корпорации | Международный денежный рынок | | Внутренний рынок облигаций | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | июнь 09 | изменение за 5 лет | | | | июнь 09 | изменение за 5 лет | март 09 | изменение за 5 лет |
| Бразилия | 120.0 | 16.2 | 50.7 | 56.4 | 12.9 | 3.0 | 1.5 | 893.4 | 574.3 |
| Индия | 40.4 | 35.3 | 0.0 | 16.0 | 24.4 | 0.05 | 0.05 | 449.9 | 228.8 |
| Россия | 138.0 | 86.6 | 27.1 | 86.6 | 24.3 | 1.5 | 1.1 | 33.2 | 16.2 |
| Китай | 43.5 | 24.8 | 4.2 | 31.9 | 7.3 | 0.7 | 0.4 | 2190.2 | 1700.9 |

*Источник: BIS Quarterly Review*

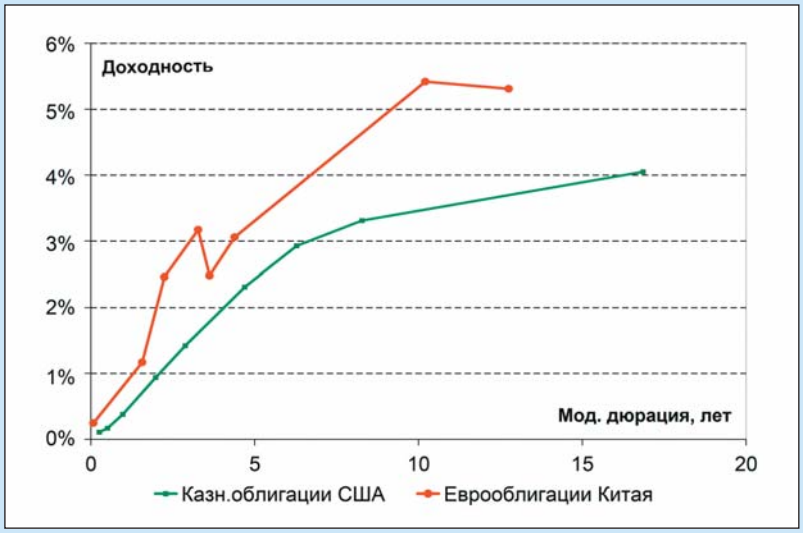
*Объем суверенных еврооблигаций стран Emerging Markets на 30.06.2009, $ млрд*

*Источник: www.cbonds.info*




*Кривые доходностей казначейских облигаций США и еврооблигаций Китая*

*Источник: www.cbonds.info*




Однако если в большинстве развивающихся стран внешние займы составляют значительную долю общей суммы долга, в Китае этому препятствуют ограничения, наложенные правительством на заимствования на международном рынке ценных бумаг. В соответствии с данными Банка международных расчетов (BIS), совокупный объем международных долговых ценных бумаг Китая в обращении в конце второго полугодия 2009 года составлял всего $43.5 млрд. Для сравнения: в России и Бразилии данный показатель больше в три раза ($138 и $120 млрд соответственно). Из них, согласно данным BIS, порядка $4.2 млрд представляли собой суверенные еврооблигации, что является одним из самых низких показателей среди развивающихся рынков.

На 30.09.2009 в обращении находилось 10 выпусков еврооблигаций Китая на сумму порядка $5.27 млрд. Последнее размещение суверенных еврооблигаций было зафиксировано 5 лет назад в октябре 2004 года.

Анализируя конъюнктуру развивающихся рынков на основе индексов EMBI Global, рассчитываемых банком JP Morgan, можно отметить, что Китай имеет более низкую оценку риска по сравнению с другими странами. Так, в 2009 году спред по индексу EMBI Global по Китаю был ниже на 120–280 б.п. по сравнению с Бразилией и на 220–580 б.п., чем по России. На фоне других азиатских стран спреды по Китаю также значительно меньше: на 180–220 б.п. к концу сентября 2009 года. Отметим, что Китай имеет наивысший кредитный рейтинг среди всех азиатских развивающихся рынков — A1 (Moody's), A+ (S&P), A+ (Fitch).

**Суверенные еврооблигации Китая в обращении на 30.09.2009**

| Еврооблигации | Объем эмиссии, млн | Валюта | Дата окончания размещения | Дата погашения | Ставка купона | Доходность, % | Дюрация, лет |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Китай, 2009 | 500 | USD | 28.10.2004 | 28.10.2009 | 3.75% | 0.25 | 0.08 |
| Китай, 2011 | 1000 | USD | 23.05.2001 | 23.05.2011 | 6.80% | 1.17 | 1.58 |
| Китай, 2012 | 500 | USD | 08.03.2002 | 08.03.2012 | 6.375% | 2.46 | 2.30 |
| Китай, 2013-1 | 200 | USD | 21.05.2003 | 21.05.2013 | 4.125% | 3.17 | 3.38 |
| Китай, 2013-2 | 1000 | USD | 29.10.2003 | 29.10.2013 | 4.75% | 2.48 | 3.71 |
| Китай, 2014 | 1000 | EUR | 28.10.2004 | 28.10.2014 | 4.25% | 3.06 | 4.52 |
| Китай, 2015, JPY | 10 000 | JPY | 11.12.1995 | 11.12.2015 | 4.65% | – | – |
| Китай, 2027 | 100 | USD | 28.10.1997 | 28.10.2027 | 7.50% | 5.42 | 10.76 |
| Китай, 2033 | 300 | USD | 21.05.2003 | 21.05.2033 | 5.50% | 5.31 | 13.43 |
| Китай, 2096 | 100 | USD | 30.01.1996 | 15.01.2096 | 9.00% | – | – |
| ИТОГО | 5 271 | USD | | | | | |

*Источник: www.cbonds.info*

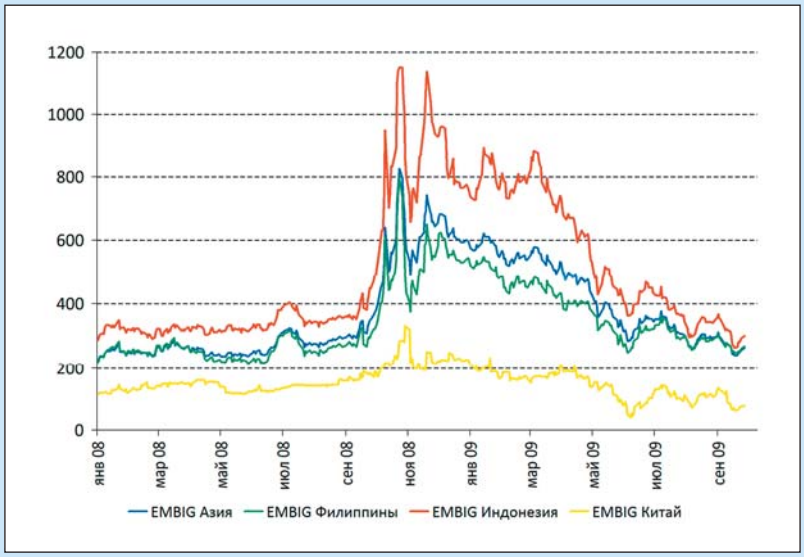
Суверенный рейтинг из года в год растет. Так, агентство Moody's повышало рейтинг Китая три раза с Baa2 (02.10.1995) до A1 (26.07.2007). Агентство Fitch увеличило рейтинг Китая с A- в декабре 1997 до A+ в ноябре 2007 года. Standard & Poor's присвоило в конце июля 2008 года Китаю рейтинг A+. Кроме того, даже в самый разгар кризиса в конце 2008 – начале 2009 годов волатильность спреда по Китаю была незначительной по сравнению с другими странами. Так, за данный период диапазон изменения спреда составил порядка 170 б.п. Для сравнения: по Филиппинам данный показатель достиг 520 б.п., а по Индонезии — 790 б.п.

Таким образом, китайские компании имеют благоприятные внешние условия для размещения международных займов. Однако в связи с наличием административных барьеров, препятствующих выходу китайских компаний на международные рынки капитала, можно было наблюдать лишь единичные выпуски еврооблигаций. Так, за последние два года было размещено всего два выпуска еврооблигаций эмитентов из Китая. В 2009 году девелоперская корпорация Country Garden Holdings сумела разместить пятилетние еврооблигации на $300 млн с купоном 11.75%. В 2008 году крупнейший производитель картона в Китае Nine Dragons Paper выпустил бумаги на $300 млн с процентной ставкой 7.875% и сроком на 5 лет.

В условиях низкой активности на международном финансовом рынке правительство и компании Китая в крупных объемах проводят эмиссии на внутреннем долговом рынке, который играет огромную роль в мобилизации внутренних финансовых ресурсов для развития национальной экономики. Всего на 30.06.2009 объем в обращении облигаций на внутреннем китайском рынке составил $2 309 млрд, что является самым высоким показателем среди развивающихся стран. За последние пять лет данный сегмент рынка Китая увеличился в 4.3 раза.

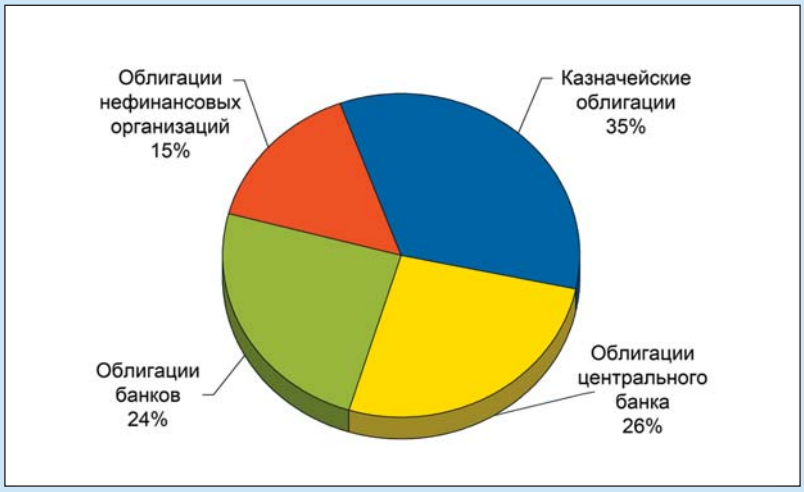
Подавляющее большинство обращающихся на облигационном рынке Китая бумаг представляют собой государственные и квазигосударственные ценные бумаги, выпускаемые финансовыми структурами, управляемыми государством, такими как Народный Банк Китая, Экспортно-Импортный Банк Китая, Китайский Банк Развития и других. Доля государственных облигаций составляет 85%, из которых 35% представляют собой казначейские облигации, 26% — облигации центрального банка и 24% — облигации других банков, подконтрольных государству.

*Индексы EMBI Global стран Азии* *Источник: JP Morgan*




*Объемы внутреннего рынка облигаций Китая, $ млрд*
*Источник: asianbondsonline.adb.org*

*Структура внутреннего рынка облигаций Китая на 30.06.2009*
*Источник: www.chinabond.com.cn*



www.Cbonds-Contact.info

CbondsContact

FIRST BUSINESS NET

ПЕРВАЯ ДЕЛОВАЯ СЕТЬ
ДЛЯ ПРОФЕССИОНАЛОВ
ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Павел ПИКУЛЕВ, Fixed Income Research
Александр ЕРМАК, БК «РЕГИОН»
Михаил АВТУХОВ, Связь-Банк
Сергей ЛЯЛИН, Cbonds
Николай КАЩЕЕВ, аналитик

УЖЕ БОЛЕЕ
2000 УЧАСТНИКОВ

Основными инвесторами во внутренние облигации Китая являются коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные компании, пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы. В настоящее время коммерческие банки владеют половиной всех государственных облигаций, находящихся в обращении. На втором месте находятся страховые компании, которые инвестируют средства как правило в государственные облигации с низким уровнем риска.

Особенностью китайского долгового рынка является существенная доля облигаций центрального банка (26%), что связано с активным использованием центральным банком облигаций для денежно-кредитного регулирования путем операций на открытом рынке. Облигации нефинансового сектора (корпоративные облигации) занимают 1/6 внутреннего облигационного рынка. Следует отметить, что с каждым годом доля корпоративных бондов постепенно увеличивается. Если в 1998 году она составляла всего 0.9%, в 2001 — 1.9%, в 2004 — 3.9%, в 2007 — 9.2%, то в 2009 году достигла уже 15%.

Финансовый рынок, сформировавшийся к настоящему моменту в Китае, во многом своеобразен. С одной стороны, это закрытая система, в которой основная часть финансовых потоков циркулирует внутри страны. Банковский кредит остается основным источником финансирования китайских предприятий. Внутренний рынок облигаций всего за два десятилетия активного развития превратился в лидера стран Emerging Markets по объемам обращающихся выпусков. Финансовая самостоятельность способствует тому, что Китай является практически независимым от мировых финансовых потрясений. Динамика спредов по индексу EMBI Global в условиях мирового кризиса служит наглядным подтверждением этому. С другой стороны, согласно данным Всемирного банка Китай, занимает пятое место в мире по объемам прямых иностранных инвестиций, уступая лишь таким развитым странам, как США, Великобритания, Люксембург и Франция. То есть экономика Китая является открытой лишь в той мере, какая выгодна самому государству. Возможно, именно это разумное сочетание экономической обособленности при господствующей роли государства и эффективных механизмов рыночной экономики, а также наличие огромного ресурсного потенциала стали одними из главных причин китайского экономического чуда. ©