Максим БУЕВ,
профессор прикладных финансов,
Европейский университет
в Санкт–Петербурге

Мистер Ли и китайская грамота теневого банковского сектора

В последнее время в Лондоне стал популярен некий китаец Ли — костоправ и народный целитель, содержащий свое медицинское заведение в непривлекательной подворотне, примыкающей к Чайна-тауну в самом центре города. К нему часто обращаются как жители столицы Великобритании, так и ее регулярные гости, включая российских знаменитостей из мира театра и кино. Мистер Ли, кажется, олицетворяет собой все стереотипы, которые европейцы имеют о китайской медицине: практикует он в сомнительном на первый взгляд месте; при этом, как правило, справляется с ситуациями, которые плохо поддаются лечению традиционными «западными» методами; что конкретно он делает — не всегда понятно, а прописываемые им средства имеют лишь китайские названия (которые он не всегда помнит) и на английский не переводятся. У меня складывается впечатление, что примерно так же, как лондонцы воспринимают методы работы мистера Ли, финансисты из Сити вопринимают то, что происходит в китайской экономике, и меры, принимаемые правительством Китая по ее регулированию.

Разумеется, в общих чертах всем что-то известно, однако что конкретно происходит, где и в каких масштабах — точно не возьмется сказать никто. Тем более никто не возьмется точно определить, например, прав или нет китайский ЦБ при проведении той или иной политики (как если бы такой консенсус существовал при оценке политики ЕЦБ или ФРС!).

В июне этого года финансовый мир взбудоражила новость о кризисе ликвидности, искусственно вызванном Центробанком Китая на внутреннем рынке. Опасения возможного в результате действий ЦБ существенного замедления роста второй по размеру экономики мира вместе с намеком на потенциально скорое прекращение монетарной экспансии ФРС США оптимизма у инвесторов не вызвали.

Конец июня для китайский банков — это пора усиленного спроса на ликвидность: остатки наличных средств на депозитах существенно снижаются за счет изъятия денег частными лицами в преддверии праздников (Дуань-у) и корпорациями для выплат корпоративных налогов. В то же время дополнительная наличность требуется банкам для поддержания необходимого баланса и прохождения полугодовой инспекции регулирующими органами. Обычно банки полагаются на ЦБ, который вливает достаточно денег в экономику в случае недостатка ликвидности. Однако в этот раз ЦБ Китая поддержать банки отказался, в результате

процентные ставки на рынке межбанковского кредитования взлетели вверх (например, 20 июня 2013 года SHIBOR выросла до 13.4% за суточную ссуду). Зачем же ЦБ Китая играет с огнем?

Действия ЦБ в немалой степени были вызваны попыткой использовать монетарную политику для борьбы с растущим пузырем инвестиций в так называемые Wealth Management Products (WMP) и Asset Management Plans (AMP) — по сути, китайской версии деривативов и секьюритизированных активов, не регистрируемых на балансовых счетах банков. Игра в эти инструменты особенно увлекла китайский финансовый сектор где-то с 2010 года.

Конструирование продуктов вроде WMP и AMP, а также услуги китайских банков по их продаже клиентам де-факто являются частью так называемой теневой банковской системы — вполне формальной части экономики, которая, однако, едва ли подвержена какому-либо регулированию. Теневой банкинг — это различные формы кредитования населения и бизнеса, которые не следуют канонам традиционных банковских операций. На выходе из цепочки всегда инвестиция или ссуда реальному сектору экономики, на входе — открытие специального счета клиенту-инвестору, частному или институциональному. Посередине находится масса операций с перезаложением активов, инвестициями в деривативы и тому подобное. Все они позволяют загримировать инвестицию под что-то еще, например под корпоративный бонд для клиента — пенсионного фонда.

Подобные операции расцвели пышным цветом в Китае на волне бурного роста китайской экономики и порождаемого этим ростом благосостояния. Казалось бы, банки — это очевидное место для размещения богатства. Однако, несмотря на то что китайские банки — одни из самых крупных в мире, они тесно контролируются государством, если не полностью ему принадлежат. А это означает, что интересы частных лиц и рынка здесь учитываются не в первую очередь. В погоне за созданием сбалансированных условий для поддержания темпов роста государство, с одной стороны, стремилось обеспечить китайскую экономику дешевым кредитом, ограничивая ставки по банковским депозитам (не более 3% в год), а с другой стороны, во избежание надувания кредитных пузырей, вводило потолки на объемы кредитования, выдаваемого регулируемыми банками. В свою очередь, кредиты эти, как правило, следовали по проложенным каналам либо в карманы правительств регионов (редко не замеченных в коррупции), которые инвестировали средства в строительство домов, фабрик, и инфраструктурные проекты, либо — большим региональным компаниям, в основном производителям стали, цемента и солнечных батарей.

В результате в китайской экономике образовался некий пул инвесторов, которые ищут выгодные условия для размещения излишней ликвидности за пределами простых депозитов в государственных банках. WMP и AMP, доходность по которым (часто до 5% в месяц) не подпадает под ограничения на доходность по простым депозитам и которые предоставляются в том числе теми же государственными банками и возникли для утоления жажды таких инвесторов.

ПО ОДНОЙ ИЗ ОЦЕНОК, СДЕЛАННЫХ ИНВЕСТБАНКОМ JP MORGAN, РАЗМЕР ТЕНЕВОГО БАНКИНГА В КИТАЕ ДОСТИГАЕТ $6 ТРЛН

В то же самое время в китайской экономике существует огромное число мелких предпринимателей, а также малых и средних предприятий (SME), которые остро нуждаются в кредитах для финансирования своих коммерческих проектов, но получить ссуды в больших госбанках не в состоянии. Организованный рынок ценных бумаг в стране фактически отсутствует. Нужды этих SME в свою очередь удовлетворяются за счет бесчисленного множества мелких банков, кредитных институтов, ломбардов, ссудных домов, полуофициальных «старух-процентщиц» и так далее. По различным оценкам, теневые банковские институты держат до 36% всех выданных в стране кредитов.

Иными словами, как в добрые старые советские времена, когда одним есть что продать, а другие хотят это купить, в то время как государство норовит схватить за руку, — возникает черный рынок, который и сводит два пула экономических агентов в обход госструктур. Со временем эта часть китайской экономики стала реально огромной. По одной из оценок, сделанных инвестбанком JP Morgan, размер теневого банкинга в Китае достигает $6 трлн. Это примерно пятая часть от традиционного или формального банковского сектора в стране.

На этом, похоже, четкие представления о том, что происходит в тени китайского банкинга, заканчиваются. И начинаются слухи и анекдоты. Вроде того, что в 2010 году на одной из встреч представителей банка UBS AG с инвесторами в Пекине один теневой «старик-процентщик» жаловался, что доходность его бизнеса упала с 30% в год до 23%. Он реально стал опасаться за состояние своих дел и искал новые пути инвестирования — к тому моменту за короткий период «старик» успел вырости буквально с нуля до $445 млн.

Китайский теневой банкинг, однако, это не только истории успеха. Многие коллеги по цеху «старика-процентщика» сами садятся в долговую яму из-за череды банкротств заемщиков, большинство из которых не смогли получить кредит в госбанках как раз по причине низкой рентабельности. Замедление мировой экономики в результате финансового кризиса в США и еврокризиса, а также избыточное предложение в некоторых кредитуемых отраслях лишь добавляет масла в огонь подобных банкротств. Другие «теневики» оказываются за решеткой по обвинениям в мошенничестве. Тем не менее теневой банкинг привлекает все новых игроков. Например, туда же подался и Джо Жанг, автор книги Inside China's Shadow Banking: The Next Subprime Crisis? Через восемь месяцев после встречи с тем самым «стариком-процентщиком» в Пекине он оставил высокий управленческий пост в UBS и сам открыл фирму по микрокредитованию в Гуанчжоу.

Дальше — больше. С молчаливого согласия властей в Пекине госбанки выступают посредниками между теневыми небанковскими финансовыми институтами и их клиентами, не загружая свои балансовые счета токсичными активами.

Как и в случае с секьюритизацией ипотечных активов в США и Европе в преддверии мирового финансового кризиса 2008 года, степень взаимозависимости различных частей китайского финансового сектора и степень перезаложения активов (rehypothecation) определенно огромна. Точных масштабов никто не представляет, но таким образом теневые банки косвенно способствуют накоплению системных рисков в экономике: из-за разветвленных посреднических цепочек при продаже WMP и AMP возникает существенный риск, что любая проблема в нерегулируемой части финансовой системы быстро станет проблемой традиционного банковского сектора. Накопление же кредитных рисков «в тени» происходит вне какого-либо контроля регулирующих органов. Некоторые финансовые аналитики вообще сомневаются в способности теневых банкиров правильно оценивать кредитные риски: даже в формальном секторе, по сообщению Reuters, Китай, например, ни разу не сталкивался с банкротством по корпоративным облигациям!

В то же время взаимосвязи с формальными госбанками и рост зависимости инвестиционных стратегий банков и небанковских финансовых институтов от теневых продуктов и структур делают теневой сектор достаточно чувствительным к состоянию кредитных рынков, которые лежат в основе финансовой системы в целом. Если формальные процентные ставки вырастут — из-за внешних причин вроде сворачивания QE в США или из-за попыток ЦБ Китая предотвратить надувание пузыря на рынке недвижимости или сократить избыточное кредитование коррумпированных региональных правительств, — процесс сокращения доли заемных средств (deleveraging) в теневом секторе может быть мучительно болезненным. На данный момент средние процентные ставки в теневом банковском секторе Китая и так уже в два раза выше своих аналогов в «формальном» банковском секторе.

Говорят, что члены китайского правительства во главе с премьером Ли Кэцяном — большие поклонники работ посткейнсианского экономиста Хаймана Мински. Это значит, что они должны знать: в развитии кризисов главное — не пропустить «момент Мински», точку бифуркации, когда фазовая картина развития экономики резко меняется от расширения к бесконтрольному сжатию. Тонкость заключается в том, чтобы настроить и контролировать должным образом предложение денег и кредита, не допуская перегрева экономики. То, что теневой банковский сектор нуждается в делевериджинге, — не вызывает сомнений. Но стоит ли пытаться достичь этой цели с помощью денежной политики, как было в июне, — большой вопрос.

С одной стороны, при высоких процентных ставках госбанки будут вливать меньше денег в WMP и AMP. С другой стороны, высокие ставки будут побуждать большее количество агентов искать счастья «в тени». В свою очередь, рост формальных ставок повысит ставки и в неформальной части экономики, и кто знает, когда наступит тот предел, когда заемщики не смогут расплатиться по теневому кредиту и...

Делевериджинг посредством мер регулирующего характера, однако, уже вряд ли возможен — слишком большим стал теневой сектор, чтобы его надежно мониторить. Видимо, поэтому сейчас ЦБ Китая и решил перекрыть воздух всем спекулянтам без разбора и посмотреть на последствия. Опасность возникновения масштабного кредитного кризиса «в тени» указывает на то, что июньский ход ЦБ — это мера точно краткосрочная. В долгосрочном же периоде политика сдерживания должна быть нацелена именно на WMP и AMP и прочие рискованные кредитные практики одновременно с созданием эффективных механизмов их регулирования и мониторинга.

Кто знает, может быть, как и в случае с китайской медициной, мы в Европе не до конца понимаем и неправильно трактуем действия мистера Ли (не костоправа, а премьера) и в скором времени сами будем учиться у Пекина, как эффективно управлять финансовой системой? Как заявил премьер Ли еще в марте журналу The Economist, государство должно убрать свои руки из многих частей китайской экономики, даже если по ощущениям это будет сродни перерезанию вен на запястьях. Наверное, подобное мазохистское сравнение — это трудности перевода, и на самом деле средства, которые мистер Ли и сотоварищи собираются прописать китайской экономике, понятны только по-китайски, а на английский они не переводятся. Хорошо если так — будет интересно понаблюдать, как Пекин справится с ситуацией, которая плохо поддается лечению традиционными «западными» методами. Если же китайские власти ошибаются, пропустят «момент Мински» и не смогут предотвратить кредитный кризис в теневой части банковского сектора, то мало не покажется нам всем.

С ОДНОЙ СТОРОНЫ, ПРИ ВЫСОКИХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВКАХ ГОСБАНКИ БУДУТ ВЛИВАТЬ МЕНЬШЕ ДЕНЕГ В WMP И AMP. С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, ВЫСОКИЕ СТАВКИ БУДУТ ПОБУЖДАТЬ БОЛЬШЕЕ КОЛИЧЕСТВО АГЕНТОВ ИСКАТЬ СЧАСТЬЯ «В ТЕНИ»

Партнерство на рынке
ценных бумаг

DEAL
DONE,
HAVE
FUN*

*Сделал дело – гуляй смело

+7 (495) 705 90 97
www.psbank.ru
ib@psbank.ru
sales@psbank.ru

Промсвязьбанк

ОАО «Промсвязьбанк». Генеральная лицензия Банка России № 3251, бессрочная.
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление
брокерской деятельности № 177-03816-100000, выдана ФКЦБ 13.12.2000 г.
Реклама.