

# Review **Рейтинговые услуги**

## Зачем понимать китайские новости

Замедление темпов роста ВВП в Китае в течение уже нескольких месяцев рассматривается как главная новость мировых финансовых рынков. Китайские новости наряду с новостями ФРС США определяют текущие колебания рынков уже несколько лет, и они все менее понятны массовым инвесторам из-за пределов Китая. Для того чтобы избавиться от «китайской мифологии», провоцирующей волатильность, рынкам необходим более точный взгляд на процесс китайских экономических реформ, осуществляемых в последние годы.

— стратегии —

В начале марта игроки на мировом фондовом рынке в отсутствие содержательных конъюнктурных новостей — например, о «Брексите» — почти полностью переключили свое внимание на китайские новости. Тем более что в начале марта в Китае стартовали «две сессии» — ежегодные заседания Всекитайского комитета Народного политического консультативного совета Китая (ВК НПКСК) и Всекитайского собрания народных представителей (ВСНП), на которых выступал премьер-министр КНР Ли Кэцян. — главные события политической жизни страны. Мало кто из инвесторов интересовался, почему глава китайского правительства избрал для своих заявлений именно «две сессии». Рынки, исходя из их реакции, в большей мере заинтересовали заявления Ли Кэцяна о налоговом стимуле для поддержания роста экономики КНР — о снижении НДС для промышленных предприятий с 16% до 13% и о расширении пакета поддержки малого бизнеса в КНР на 30%. Помимо этого на заседаниях ВСНП (китайского парламента, контролируемого Компартией) и ВК НПКСК (консультативного органа, объединяющего представителей власти, армии и деловых кругов и представляющего в том числе интересы Всекитайской федерации промышленности и коммерции) говорилось о широком спектре тем, имевших непосредственное отношение к будущему росту ВВП Китая (снижение таргета по которому с 7% до 6–6,5% является одним из наиболее важных событий для рынка наряду с торговой войной США и КНР и «Брекситом»), но оставшихся китайскими внутренними новостями — за пределами Китая они почти не обсуждались.

Парадоксально, но в Китае, несмотря на сложный и ритуализованный политический язык, мало что скрывается из реальных планов власти и регуляторов: во многом китайская политическая система для этого не приспособлена и привыкла к тому, что по крайней мере за пределами КНР содержание сообщений будет пониматься плохо или в целом не считаться. В Китае вообще давно уже перестали удивляться «трудностям перевода» с китайского и сложностям помещения их во внутринациональный контекст. Например, новость о налоговом стимулировании и существенном снижении НДС была предсказуема: она соответствует курсу экономической политики последних лет, открыто провозглашаемой китайскими властями.

В той же степени не стало сенсацией и заявление Ли Кэцяна, а также последовавшие за ним комментарии Народного банка Китая о компенсирующем механизме управления курсом юаня: он вызвал определенное разочарование инвесторов, следящих за ним как за одной из главных тем переговоров США и КНР по новому тор-



В выступлениях премьер-министра КНР Ли Кэцяна рынки в Китае и за его пределами часто видят позитивные сигналы, но на Востоке и Западе нередко не совпадающие друг с другом

говому соглашению — в ING, например, характеризуют его как «расплывчатый». А почти одновременно МВФ выпустил большую работу по эволюции режима валютного курса КНР, в котором очень подробно описал события 2005–2015 годов вокруг юаня (так называемая двусторонняя гибкость обменного курса китайской валюты) и на рынках офшорного юаня. Выводы экономиста МВФ Сонали Дас совпадают с тем, что провозглашалось на заседаниях ВСНП, и мало напоминают рыночные рассуждения о будущем валютного курса в Китае. Впрочем, работа госпожи Дас и ее коллег технически сложна — обычно такие статьи на рынке не цитируются. Но так же сложен и сам процесс реформ в КНР в последние годы: новости процесса в минимальной степени подходят для реакции на него мировых рынков. Например, новость о налоговом стимулировании и существенном снижении НДС была предсказуема: она соответствует курсу экономической политики последних лет, открыто провозглашаемой китайскими властями.

Для России, по крайней мере часть рынков которой имеет определенное сходство с китайскими (см. статью на стр. 13 об облигационном рынке КНР и РФ), понимание смысла происходящего в экономике КНР еще более важно, чем для США и ЕС. Тем более это актуально, поскольку, в отличие от западных стран, связанных с китайской экономикой преимущественно посредством товарных потоков, Россия делает основную ставку на развитие инвестиционного, а не торгового сотрудни-

чества. Взаимо обе страны связаны средними по размеру прямыми инвестициями: в 2017 году ПИИ из КНР в Россию составили \$6 млрд (в основном это сырьевой сектор), ПИИ из России в КНР — \$0,7 млрд. Доля российского экспорта в Китай от всего российского экспорта — около 12%, она постоянно растет. Китайский экспорт в Россию — это 3% от всего китайского экспорта. Чуть более важна доля Китая во внешнем долге компаний РФ — это около 6%. Основным среднесрочным трендом в торговых отношениях двух стран — рост агроэкспорта из России, технологической кооперации в отдельных отраслях хайтека, а также успешные попытки интеграции китайского e-commerce в российский рынок онлайн-торговли.

Но чего ждать от Китая дальше? Что будет происходить с китайским энергетическим рынком, будет ли КНР поддерживать нынешние объемы инвестиций в промышленный сектор, как будет развиваться китайский внутренний рынок цифровых технологий? Ответов на десятки такого рода вопросов в работах академических экономистов (и в официальных плановых документах и отчетах ведомств КНР) существенно больше, чем в комментариях банковских аналитиков.

Важная часть пакета реформ, за реализацией которого следят намного меньше, чем за международными переговорами председателя КНР Си Цзиньпина, — ликвидация диспропорций, вызванных простимулированным ростом китовки, Россия делает основную ставку на развитие инвестиционного, а не торгового сотрудни-

энергетики во многом направлено на устранение диспропорции в топливно-энергетическом комплексе КНР, доминантой которого стала угледобывающая промышленность, ощутившая эффект от либерализации цен. В качестве другого примера диспропорций можно привести закрытость рынка для части иностранных инвестиций до 2018 года, ставшую причиной относительно низкого уровня развития сетевого розничного ритейла в КНР и специфического развития цифровой торговли, — при относительной низкой интернетизации Китая компании этого сектора отличаются своим масштабом и влиянием на мировом рынке. Важны и плохо замечаемы за пределами Китая проблемы рынка недвижимости КНР (страна в силу уникально высокой нормы сбережений имеет принципиально иное, нежели в большинстве сопоставимых юрисдикций, устройство строительного рынка и связанного с ним финансового сектора), и приоритеты во внешней торговле, и процессы, связанные с изменением регионального устройства КНР (Китай — страна с показательно большей, чем, например, в России, самостоятельностью региональных правительств и с большой долей их налоговых доходов в сравнении с центральным правительством — этим КНР отчасти более похожа на страны ЕС).

К тому же просто следить за китайской статистикой, абстрагируясь от новостного фона, недостаточно — нужно понимать особенности ее формирования. В марте главной сенсацией в мире макростатистики стала публика-

ция исследования американского Brookings Institute, указывавшего на систематическое завышение ВВП КНР с 2005 года в силу устройства системы сбора и корректировки статданных в Китае. Но воспринимать это исследование как свидетельство заговора китайских чиновников (как в основном работу и восприняли за пределами КНР) не стоит: эксперты Brookings Institute подробно объясняют, как именно следует анализировать цифры макростатистики КНР и в чем их особенности, подвергая сомнению не ее честность, а сопоставимость с оценками ВВП в ЕС и США. Отметим, что наибольший интерес исследование вызвало у финансовых аналитиков самого Китая — они, видимо, лучше понимают, о чем на самом деле речь.

«Трудности перевода» в ближайшие годы, видимо, будут усугубляться, ведь даже четко обозначенная китайскими властями стратегия переориентации промышленности страны на удовлетворение внутреннего спроса и развитие внутренних финансовых рынков была воспринята снаружи скорее как риторика, чем как план действий, несмотря на то что подтверждений тому, что происходит именно это, уже много. Между тем изменение качества роста ВВП Китая в ближайшие годы почти неизбежно приведет к снижению темпов номинального роста ВВП при параллельном росте внутреннего потребления, возможном увеличении безработицы и при ряде условий при укреплении юаня, росте доли услуг в ВВП и других последствиях.

Дмитрий Бутрин

## Восток — дело рейтинговое



Дмитрий Куликов, заместитель директора, группа суверенных рейтингов и макроэкономического анализа АКРА

Китай — один из основных торговых партнеров России, обе страны продолжают активно развивать

экономическое сотрудничество. Объединяет ли нас и другие развивающиеся страны что-то кроме статуса developing market и более низкого по сравнению со зрелыми рынками ВВП на душу населения?

Мы, как рейтинговое агентство, рассматриваем развивающиеся рынки с точки зрения не столько темпов роста, сколько особенностей типичной компании, работающей на них, ее мотивов и ограничений, с которыми она сталкивается. Общие характеристики у таких компаний, судя по всему, есть, и для того чтобы их узнать, мы с нашими китайскими коллегами из рейтингового агентства Golden Credit Rating проводим сравнительные исследования, первым в серии которых стал анализ рынков облигаций России и Китая. Безусловно, рынки облигаций охватывают далеко не все долговые отношения, тем не менее некоторые из наших наблюдений могут быть полезны для анализа компаний не только наших двух стран, но и других развивающихся рынков.

На российском и китайском рынках облигаций наблюдается доминирование государства и связанных с ним организаций (более 80% всех бумаг в обращении). Это можно было бы объяснить исторически существованием в прошлом модели плановой экономики с серьезным государственным вмешательством. История историй, но сегодня доля государства в экономике не равна 80% и даже 50% (по оценке МВФ, доля госсектора в добавленной стоимости в РФ составила чуть более 30% в 2016 году). Незначительное присутствие частных компаний на рынках облигаций Китая и России, вероятно, все же обусловлено их молодостью.

Как можно определить кредитное качество компании? На молодом рынке у нее нет долгой кредитной истории, а условия, в которых она работает, меняются быстро и непредсказуемо.

На первый взгляд связь с государством в данных обстоятельствах является почти единственным публичным сигналом того, что компания сможет пережить ближайший кризис. Задача рейтинговых агентств на данный момент не вполне решенная, состоит как раз в том, чтобы увести рынок от такого примитивного понимания кредитного качества. Во-первых, среди не связанных с государством компаний, очевидно, присутствуют качественные заемщики. Во-вторых, связь с государством может быть разной — в худшем случае неплатеж, неденежной, неприоритетной. Китайские банки, кредитовавшие региональные государственные финансовые компании (LGFV), — фактически SPV региональных правительств — знают, что неявная гостарантия не всегда останется с компанией до даты погашения кредита. Возможны варианты.

Доля короткого долга в развивающихся странах велика — сроки кредитования меньше, чем на зрелых рынках (50% облигаций в Китае и России должны быть погашены в течение трех и пяти лет соответственно, тогда как банковские кредиты — еще раньше). Это, как правило, связано с относительно более высокими процентными ставками и менее предсказуемой средой, в которой работают компании. Из этого следует, что для анализа их кредитного качества необходимо уделять больше внимания риску рефинансирования и шикан на графике погашения долга. Кроме того, стресс в банковской системе, по всей видимости, может приводить к более значительному сокращению реальной деловой активности в развивающихся странах, так как из-за той же краткосрочности долга компании более уязвимы к кризисам ликвидности. Поэтому важно отслеживать не только факторы на уровне компании и отрасли, в которой она работает, но и индикаторы системного риска, а также композитные индексы финансового стресса.

Чем прочнее страна встроена в мировой финансовый рынок, тем больше внешних факторов могут влиять на финансовое состояние ее компаний. Что касается Китая, то он по-прежнему гораздо больше интегрирован в трансграничные товарные потоки, нежели в потоки капитала (этим он отличается от многих других развивающихся стран), что во многом объясняется сохранением контроля над ними. Однако есть основания полагать, что в ближайшие годы ситуация значительно изменится. Желание приоткрыть относительно конкурентные рынки выражается, например, в снятии Пекином ограничений на владение нерезидентами долями в китайских компаниях. Последний раз организационные нормы снимались в августе 2018 года. По банкам, к примеру, был отменен 25-процентный потолок владения иностранцами в целом и 20-процентный — одной зарубежной компанией. В других секторах нетарифные ограничения, судя по публичным заявлениям руководства Китая, также будут постепенно сниматься, но в ручном режиме. Предполагаемые сроки управляемого открытия рынков — три года.

На рынке облигаций усилия Китая по интернационализации выражаются в предоставлении держателям льготных налогов на три года и упрощении регулирования. По итогам реализации данных мер внешние факторы, вероятно, станут более значимыми для кредитного качества всех китайских компаний. Контроль за потоками капитала при этом вынужденно ослабнет, и, возможно, мы увидим какие-то изменения в режиме валютного курса. На данный момент метрики покрытия резервами всех внешних пассивов и импорта в Китай впечатляющие (впрочем, они сопоставимы с российскими), однако в сочетании с более гибкими потоками капитала жесткая фиксация валютного курса может оказаться неоптимальной. Валютные риски, в свою очередь, могут стать более важным фактором, определяющим кредитное качество компаний.

Проведенный межстрановой анализ помог выявить сходства и различия российского и китайского рынков облигаций, нам также стала более очевидной разница в применении национальной рейтинговой шкалы России и Китая. Можно сказать, что, пристально посмотрев на Китай, мы лучше поняли самих себя и сделали первый шаг к разработке общих подходов к анализу кредитных рисков контрагентов, которые могут быть актуальны не только в разрезе наших двух стран, но и развивающихся рынков в целом.

## БРИКС строит рейтинговую аналитическую базу

— технологии —

Агентство GCR подтвердило, что приоритетом в сотрудничестве с АКРА останется в том числе «сотрудничество в разработке методологий». Член совета директоров АКРА Винсент Тругила, комментируя эту работу, уточнил, что российское агентство видит «растущий спрос на экспертизу в области кредитного анализа, учитывающего страновую специфику».

Упоминание во всех международных проектах и соглашениях АКРА необходимости гармонизации рейтингового подхода и методологий неслучайно. Очевидно, что АКРА и его партнеры намерены реализовывать более фундаментальную в сравнении с проектами «объединения рейтинговых агентств БРИКС» и поэтому более долгосрочную программу создания единой статистической и информационной базы для работы содружества рейтинговых агентств БРИКС. По существу, это решение и проблемы информационной безопасности, и конкуренции с «тройкой»: если ранее предполагалось, что «рейтинговое агентство БРИКС» будет само создавать базу данных по финансовым рынкам всех развивающихся стран, то теперь задача выглядит более системно: единая база и возможность унифицированного подхода к рейтинговой деятельности в юрисдикциях БРИКС являются условием для эффективной работы совместных рейтинговых структур в пяти странах — и на внешних по отношению к ним рынках. Это не менее важно — так, в состав АКРА входит европейское

агентство ERA, АКРА также развивает деятельность в Казахстане, а в перспективе интересуется всеми рынками ЕвразЭС. Возможно, лозунг «создания рейтингового агентства БРИКС» будет трансформирован в практику единой методики работы национальных рейтинговых агентств во всех юрисдикциях и во взаимное признание рейтингов национальных агентств.

Еще один аспект происходящего отмечает генеральный директор АКРА Игорь Зелезевский: дело в том, что рынки стран БРИКС нуждаются в больших инвестициях в анализ и экспертизу рынков, чем сейчас. Работа агентств «тройки» с точки зрения приоритетов сфокусирована на рынках ЕС и США — это рынки с самыми большими объемами инвестиций, числом транзакций, с высокой капитализацией. Emerging markets вместе с тем имеют свои фундаментальные особенности: эти рынки формировались по другим сценариям, есть регуляторная специфика, это экономики с другими моделями участия и иной структурой собственности. Адаптация «тройки» методик, разработанных для США и ЕС, на развивающихся рынках, несомненно, происходит. Однако, отмечает господин Зелезевский, очевиден «статистический информационный голод» в развивающихся странах, в которых «этой инфраструктуры с точки зрения статистики и информации быть не может» — там просто пока нет достаточно развитых финансовых рынков. Но именно здесь, говорит глава АКРА, отмечается «наибольшая востребованность высококачественных продуктов»: они позволяют выделить наиболее надежных кредито-

способных заемщиков и создать на их основе ядро статистики и развития экономики. При этом АКРА принципиально работает над своими базами данных так, что их детализация соответствует мировым базам данных, «во многом их превосходит», и эти базы «могут быть адаптированы в рамках трансграничного сравнительного анализа с другими юрисдикциями».

В рамках БРИКС таким образом сейчас создается скорее не конкурент «большой тройке», а валидационно-статистическая и методологическая база, которая должна позволить рынкам БРИКС работать более точно. В перспективе же этот проект, очевидно, будет конкурировать с «тройкой» и на других относительно мало развитых рынках. В этом свете заявление председателя совета директоров АКРА Карла Йоханссона, прозвучавшее при подписании соглашения с CARE, о цели АКРА создать «российское рейтинговое агентство мирового уровня» видится в большей степени не рекламным, а технологическим. Проект «рейтингового агентства БРИКС» выглядит в этом измерении существенно более амбициозным, чем ранее, причем не слишком важно, к какому решению, когда и с какими сроками по нему придут политические лидеры БРИКС. Более значим принцип: глубокое развитие финансовых рынков возможно только через лучшее понимание работы их финансовых механизмов, более глубокую адаптацию рейтинговых методик и больше в сравнении с развитыми рынками инвестиции в исследования рынков.

Дмитрий Бутрин