

Китайский облигационный рынок — один из крупнейших в мире, российский же страдает от нехватки ликвидности, но для нерезидентов размещение в КНР сопряжено с большими сложностями, чем в России, поскольку регулирование этого рынка в РФ является относительно простым. Такие выводы содержатся в совместном исследовании, подготовленном рейтинговыми агентствами АКРА и Golden Credit Rating. В нем впервые по единой методике были исследованы два крупнейших рынка fixed assets — в России и КНР. Оба рынка схожи по структуре как эмитентов, так и инвесторов: первые чаще всего связаны с государством и имеют прямые или косвенные гарантии, а вторые в основном представлены банками. В целом обнаруженные сходства рынков дают возможность говорить о больших перспективах их сближения.

Обязательства на русском и китайском

— рынок —

Китайский рынок облигаций уже является третьим в мире по объему бумаг в обращении (86 трлн юаней, около 840 трлн руб.), уступая только японскому и американскому. Общий объем выпуска в прошлом году составил 44 трлн юаней (428 трлн руб.), а средние темпы роста за последние пять лет — 9,1% ВВП в год. Для сравнения: объем российского рынка составляет лишь 21 трлн руб. (20–30-е место в мире), в 2018-м было выпущено бумаг на 5,6 трлн руб., а средние темпы роста с 2013-го составили 1,7% ВВП в год. В отношении к размеру экономики объем рынка в Китае также несопоставимо больше — 95% ВВП против 21% в РФ. Такие данные приводятся в исследовании сходств и различий китайского и российского рынков облигаций, проведенном рейтинговым агентством АКРА совместно с одним из ведущих китайских агентств Golden Credit.

«Типы облигаций, экономическая ситуация и финансовые институты двух стран различаются, однако участники этих рынков могут сталкиваться с одними и теми же трудностями, учитывая практически одинаковый возраст, активное государственное регулирование и неустойчивую систему оценки рисков», — указывают авторы исследования. В условиях увеличения бизнес-связей спрос на экспертизу в области кредитных рисков контрагентов будет расти, полагают в АКРА.

Пока в общей структуре источников финансирования доля облигаций остается небольшой как в Китае, где она составляет 12% (на банковские кредиты приходится 84%, на акции — 4%), так и в России, где выше доля акций — 54%, тогда как на кредиты приходится 39%, а на размещение бондов — всего 7%. Низкие доли публичных размещений объясняются в том числе наличием очень крупных банков, которые по отдельности могут покрыть потребность в финансировании практически любого заемщика, поясняют авторы.

Дешевле и быстрее

Из-за различий в инфляционных ожиданиях и восприятии риска средняя доходность к погашению пятилетних гособлигаций в Китае составляет 3–4%, тогда как в России — 7–8%.

Однако налогообложение в Китае ведет к существенной разнице в доходности госбумаг и корпоративных облигаций. Такие спреды по китайским бондам в среднем существенно выше, чем по российским, — 1–1,5% против 0,5–0,8%. Это объясняется тем, что при покупке гособлигаций в КНР не требуется уплаты налогов на купонный доход, тогда как по прочим бумагам взимается НДС в 6% и подоходный налог в 25%. В России, напротив, действует единая ставка в 13%.

При этом типичный срок размещения на российский рынке выше — четыре-шесть лет для нефинансовых компаний и три-шесть лет для финансовых (также популярны займы сроком менее одного месяца). В Китае бизнес занимает в среднем на три-пять лет, популярны и размещения до года, а финучреждения — на срок до года, два-три года либо девять-десять лет. В целом на обоих рынках наблюдается перекос в сторону краткосрочных бумаг — в РФ половина из них должна быть погашена в течение пяти лет, в Китае — в течение трех, тогда как в развитых странах этот показатель составляет семь-восемь лет. В КНР выше и доля облигаций со сроком погашения в течение года — одна четвертая от всего объема против одной пятой в РФ.



Несмотря на черты сходства финансовых рынков Китая и России, облигационные рынки двух стран имеют значимые различия

Тенденция к более коротким размещениям связана с ожидаемым замедлением экономического роста в Китае, что снижает интерес корпораций к долгосрочным инвестициям, а у покупателей с этим же связано падение аппетита к риску, полагают эксперты. В России же ключевыми ограничениями остаются недостаточная предсказуемость процентной и валютной конъюнктуры, а также низкий уровень доверия населения к финансовым институтам и инвестициям, в том числе через негосударственные пенсионные фонды. Китайское население активнее приобретает бумаги через инвестиционные облигационные фонды. Данные об очень крупных банках, которые по отдельности могут покрыть потребность в финансировании практически любого заемщика, поясняют авторы.

Влияет на доходность и политика монетарных регуляторов. В прошлом году в Китае средняя доходность снижалась — этот тренд был поддержан сокращением процентных ставок, однако на фоне кампаний по борьбе с излишней долговой нагрузкой в финансовом секторе заемщикам с низким рейтингом, наоборот, стало сложнее рефинансировать свои обязательства, что привело к значительному участию случаев дефолтов по облигациям.

Государство размещает, банки покупают

Большинство облигаций в обращении или непосредственно выпущены органами власти разных уровней, или имеют явные либо неявные госгарантии (когда эмитентом выступают государственные и системно значимые компании). На центральное и региональные правительства в Китае приходится 38,7% выпущенных облигаций, в РФ — 52,4%, на нефинансовые госкомпании — 18% и 16,9% соответственно. Еще 34,9% в КНР и 12,6% в РФ обеспечивают выпуски системно значимых или государственных финучреждений и институтов развития. В итоге связанные с государством можно считать более 80% российских облигаций и более 90% — китайских. «Контроль и поддержка со стороны государства порождают проблему мягких бюджетных ограничений», — указывают авторы исследования. — Ожидание гарантированного предоставления субсидий ведет к завышению расходов и долговой нагрузки».

В свою очередь, основными держателями бумаг в обоих случаях являются коммерческие банки — в РФ на них приходится 67% бумаг, в Китае — 56%. Учитывая, что банки, как правило, держат бумаги до их погашения, ликвидность обоих рынков относительно низкая (по сравнению с развитыми странами), в России к этому добавляется невысокий уровень доверия населения к финансовым институтам и инвестициям. Так, коэффициент оборачиваемости (измеряется как объем торговли к объему облигаций в обращении на конец года) в 2014–2017 годах составил 0,7 в РФ и 1,4 в Китае. К тому же в условиях, когда банки являются крупнейшими держателями, спрос на бумаги существенно меняется в зависимости от коэффициентов риска, устанавливаемых ЦБ — этим, к примеру, объясняется спред между бондами центральных правительств и регионов.

Трудности перевода

Российский рынок более открыт по многим параметрам: от объема операций с участием иностранных инвесторов до простоты доступа для внешних игроков. В Китае нерезиденты являются держателями не более чем 2–3% облигаций, в России — 10% (хотя эта доля в большей степени подвержена действию санкций и возмозжных ограничений на держателей долга). Что касается гособлигаций, выпущенных в нацвалютах, то здесь доля иностранных инвесторов в обоих случаях выше — 8% и 20–25% соответственно. В то же время, несмотря на значительную величину рынка, в Китае доля облигаций, размещенных нерезидентами, даже ниже, чем в России, — 0,3% против 0,5%. Наконец, на российский рынок 10–15% всех размещений проводятся в иностранной валюте (долларах США), тогда как в Китае их доля ничтожна.

Российский рынок характеризуется и более упорядоченным регулированием: фактически все полномочия по эмиссии и биржевой деятельности отнесены к ЦБ РФ, а операционный контроль за регистрацией выпусков и обращением бумаг КНР и влиятельными Госкомитет по реформам и развитию.

«Система регулирования рынка играла положительную роль в минимизации рисков в Китае в период очень быстрого роста облигационного рынка страны, наблюдавшегося с

2006 года, но в обеспечении большей открытости внешним рынкам она исчерпала себя», — отмечают АКРА и Golden Credit. Кроме того, добавляют эксперты, многочисленные регулирующие органы и своды законов опираются на разные моральные принципы, механизмы и логику, оправдывая существование различных торговых площадок, каждая из которых в итоге страдает от недостатка ликвидности. Китайские регуляторы публично признают существование проблемы: в сентябре прошлого года ЦБ и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг КНР объявили о постепенной унификации принципов использования рейтингов в различных сегментах рынка. Пока основным рынком для торговли облигациями является внебиржевой межбанковский рынок. В России же большая часть операций ведется на бирже, при этом значительная доля эмиссий проводится по закрытой подписке.

В то же время на китайском рынке выпускаются «зеленые» бонды, инфраструктурные облигации под инициативу «Один пояс — один путь», а также особые облигации для малого бизнеса и инновационных компаний. На российском же рынке выделяется два основных типа облигаций, что недостаточно гибко по меркам большинства развитых стран, замечают авторы исследования.

Занять за рубежом

Несмотря на действие санкций, внешний рынок заимствований играет для российских заемщиков более важную роль из-за открытости трансграничных потоков капитала.

Среди нефинансовых компаний в России на внешний долг приходится 34% облигаций в обращении и кредитов, тогда как в Китае — лишь 3%. Впрочем, помимо ограничений на движение капитала и операции с валютой относительно более слабая активность китайских компаний объясняется и меньшей разницей в ставках при размещении за рубежом — 2–3% против 5–6% для российских.

Компании, занимающие за рубежом, как правило, характеризуются значительным объемом валютных затрат и доходов, что позволяет хеджировать риски, а также в среднем более крупным размером бизнеса. Но и сами по себе готовность и способность эмитентов занимать на внешних площадках оказывают влияние на внутренние рынки: чем больше таких компаний, тем сильнее реакция внутреннего рынка облигаций на изменение внешних условий, заключают эксперты.

Татьяна Едовина

«Мы по-хорошему амбициозны»

— интервью —

В начале года Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) возглавил новый генеральный директор ИГОРЬ ЗЕЛЕЗЕЦКИЙ. В беседе с Review он рассказал, чем живет агентство, какие планы строит и как реализует международные проекты. А также поделился актуальными новостями о том, в каком направлении сейчас развивается сотрудничество в рамках БРИКС.

— Вы стали руководителем АКРА недавно. Как бы вы описали текущую ситуацию в агентстве, изменились ли его приоритеты, стратегия? Иными словами, что происходит у вас сейчас?

— В статусе руководителя АКРА я действительно не так давно, однако в агентстве работаю практически с момента его основания, то есть более трех лет. Ключевой стратегической задачей АКРА всегда было создание в России федеральной рейтинговой и аналитической платформы, и именно на это нацелены наши основные усилия. Речь идет

не только об увеличении количества присваиваемых рейтингов, но и о формировании спроса на сложные аналитические продукты. Судите сами, на мировой арене выигрывают те страны, которые могут продать свой риск, и для этого покупателям риска нужна максимально полная информация, а не просто данные о рисках юрисдикции. АКРА располагает всеми необходимыми ресурсами, чтобы такой сложный финансовый продукт рынку предложить и во многом научить участников рынка с ним работать. В этом смысле наша польза для государства может быть неопределима, поскольку сложные финансовые инструменты позволяют оптимизировать использование бюджетных средств, а многие элементы финансового инжиниринга направлены на дополнительную защиту инвестора.

Если говорить о более нишевых стратегических целях АКРА, то здесь речь не о каких-то глобальных изменениях, а скорее о повышении эффективности работы и распределения ресурсов. Впрочем, нововведения у нас тоже есть, и касаются они двух аспектов.

с 15

БРИКС строит рейтинговую аналитическую базу

— технологии —

Проект БРИКС по созданию структуры, альтернативной рейтинговым агентствам «Большой тройки», сейчас реализуется по более фундаментальному и более долгосрочному пути. Как подтвердил в конце марта совет директоров АКРА, для российского рейтингового агентства приоритетным международным проектом является в том числе расширение деятельности в Китае и Индии. АКРА делает ставку на создание совместной и унифицированной информационно-статистической базы с рейтинговыми агентствами CARE Ratings и Golden Credit Rating — технологическое содружество в рамках БРИКС может стать первым шагом к появлению «рейтингового агентства БРИКС».

О том, что страны БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка) хотели бы отчасти по политическим соображениям, отчасти из соображений финансовой безопасности создать на своих рынках альтернативу «большой тройке» — S&P, Moody's и Fitch — стало известно еще в 2009 году, накануне формализации отношений стран в рамках БРИКС. Тогда рынок рейтинговых услуг в силу проблем с доверием к его информации, связанных с subprime-кризисом в США, испытывал один из сильнейших кризисов в своей истории, а потому альтернативные «тройке» проекты были очень популярны.

При формализации отношений в альянсе БРИКС в совместной декларации 2012 года правительства пяти стран подтвердили намерение «поощрять создание независимых рейтинговых агентств государств-участников», причем речь шла не столько о «политической борьбе», сколько о рисках возникновения проблем в крайне важной для финансового сектора рейтинговой индустрии — развитии кризиса на рынке рейтинговых услуг могло угрожать дефицитом информации для банковского и финансового секторов крупных emerging markets. Впрочем, катастрофы не произошло, и торопиться с созданием «рейтингового агентства БРИКС» как совместного предприятия пяти стран правительства не стали. В 2012 году Россией и Китаем был представлен первый проект такой компании — Universal Credit Ratings Group (UCRG) на базе российского агентства «Рус-Рейтинг» и китайского Dagong Global Credit Rating в UCRG также должна была войти американская Egan Jones Rating, испытывающая проблемы с регуляторами. Практически параллельно с этим процессом в 2013 году

появился проект создания объединения пяти рейтинговых агентств Бразилии, Индии, ЮАР, Малайзии и Португалии. Существовали также и другие частные инициативы рейтинговых компаний вне «большой тройки» и вне БРИКС, которые могли бы в теории стать «альтернативой „тройке“ на развивающихся рынках».

По разнообразным причинам все эти проекты не заработали: несмотря на достаточно благожелательное отношение к ним со стороны правительств стран БРИКС, быстро войти на стабилизирующийся рынок «большой тройки» этим проектам не удалось, в том числе самоамбициозному из них — китайскому Dagong, проходящему сейчас через вполне предсказуемые кризисные явления. Между тем рабочая группа БРИКС по этой проблеме продолжает работать, а в мае 2018 года на Петербургском международном экономическом форуме представитель АКРА заявил, что экспертная группа БРИКС готовит финальный пакет предложений правительств пяти стран. Летом 2018 года уже достаточно уверенно говорилось о том, что «рейтинговое агентство БРИКС», что бы под этим ни подразумевалось, начнет работу в 2019 году, хотя АКРА, очевидный потенциальный российский участник подобных проектов, в своих комментариях по данному вопросу не ожидало старта работы такого проекта ранее 2020 года.

Хотя резкие инициативы российских политиков начала десятилетия о переходе БРИКС на «суверенные рейтинги» с отказом от рейтингов «тройки» сейчас менее популярны, по существу работа над проектом продолжается. Так, в феврале 2019 года АКРА подписало меморандум о сотрудничестве с индийским рейтинговым агентством CARE Ratings Ltd (входит в тройку крупнейших рейтинговых агентств Индии). При этом генеральный директор CARE Ratings Раджеш Мокаши подчеркнул, что целью договоренностей «АКРА является «совместная разработка методологий и достижение единого подхода в вопросах, связанных с рейтинговой деятельностью».

Соглашение с CARE по смыслу схоже с соглашением АКРА с китайским рейтинговым агентством Golden Credit Rating (GCR), подписанным еще в ноябре 2017 года. А 21 февраля текущего года на презентации совместного исследования АКРА и GCR Стелла Чан, глава по развитию международного бизнеса GCR, отметила: «Программа по обмену опытом оказалась очень успешной в части информационного и технологического взаимодействия».

с 14

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 промышленной 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 считываться. В Китае вообще давно уже перестали удивляться «трудности перевода» с китайского и сложностью помещения их во внутрикитайский 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 коллеги 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, при упрощенном понимании это часто просто ложные сигналы.

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. Взаимно 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 среднесрочный тренд в торговых отношениях двух стран — рост агроэкспорта из России, технологическая кооперация 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 отделе 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 протестулированными ростом китойской экономики в 2005–2015 годах. Так, значительные усилия властей КНР по развитию зеленой

энергетики во многом направлены 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 рынков для части иностранных инвестиций до 2018 года, ставшую причиной относительно низкого уровня развития сетевого розничного ритейла в КНР и специфического развития цифровой торговли, — при относительно низкой интернетизации Китая компании этого сектора отличаются своим масштабом и влиянием на мировом рынке. Важны и плохо замечаемые 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 непрочной, неденежной, неприоритетной. Китайские банки, кредитовавшие региональные государственные финансовые компании (LGFV), — фактически SPV региональных правительств — знают, что неявная госгарантия 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 пикам 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 (этот 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 ограничительные 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 у Китая 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 дружества 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 Зелезецкий: 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 госучастия и иной структурой собственности. Адаптация «тройки» методик, разработанных для США и ЕС, на развивающихся рынках, несомненно, происходит. Однако, отмечает господин Зелезецкий, 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 становления 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 инвестиций в исследования рынков.

Дмитрий Бутрин

«Мы по-хорошему амбициозны»

— интервью —

С13 Во-первых, в наших планах предоставление рейтинговых и аналитических услуг не только крупным клиентам, но и малому и среднему бизнесу. В этих целях мы адаптировали ценовую политику с учетом размера эмитента. При этом важно подчеркнуть, что мы никогда не пойдем на компромисс и не понизим уровень рейтинговой экспертизы для уменьшения стоимости услуг и большего покрытия рынка — мы никогда не будем торговать уровнями рейтингов. Во-вторых, мы хотим инвестировать в качество предоставляемого продукта: присвоение кредитных рейтингов будет сопровождаться выпуском отчетов, содержащих подробную информацию о логике рейтингового анализа. В таком формате работают лидирующие мировые рейтинговые агентства, и все это, конечно, требует особых компетенций аналитиков и ресурсов аналитических команд.

— Вы затронули тему команды, персонала. Как вы оцениваете кадровый потенциал агентства и считаете ли, что развитие финансовой Big Data будет постепенно вытеснять работу аналитиков?

— Интеллектуальный капитал — ключ к успеху любого рейтингового агентства. Сейчас у нас очень интересный период с этой точки зрения: мы качественно усиливаем кадровый состав и делаем серьезные инвестиции в профессиональных и опытных сотрудников. В марте 2019 года значительно усилена команда АКРА PM, дочерней компании агентства, которая предоставляет услуги по созданию и валидации рейтинговых

переложить уникальный международный опыт, накопленный этими людьми, на российскую почву, использовать лучшие мировые практики с учетом страновой специфики. Абсолютно без бравады или «ковбойства» мы говорим о том, что при оценке российских контрагентов и реализации сложных транзакций у нас есть возможность предложить рынку более качественный продукт, чем у «тройки».

— Выход АКРА на международный рынок начался в 2018 году с приобретения словацкого European Rating Agency (ERA). Как сейчас развивается это направление?

— Братислава — вполне логичный шаг для АКРА, ведь он позволяет выйти на сильно регулируемые европейский и мировой рынки. Для работы в Европе агентство должно иметь соответствующую аккредитацию, поэтому покупка ERA, компании с европейской лицензией, — разумный шаг для любого игрока, который нацелен на выход на этот рынок. Здесь мы работаем исключительно в регуляторных рамках ЕС, благодаря ERA лучше понимаем специфику европейских юрисдикций, а наши аналитические наработки могут использоваться для синергии между словацким агентством и АКРА.

— Партнерство АКРА с китайским агентством Golden Credit Rating (GCR) — в чем его цель, какие совместные задачи вы решаете?

— В Китае около десятка рейтинговых агентств, пять из которых имеют лицензии, необходимые для полного покрытия всех рейтинговых услуг в КНР. GCR является одним из пяти таких рейтинговых агентств,

Мы прекрасно понимаем, какой мандат доверия нам дали на то, чтобы сформировать в России федеральную платформу рейтингового анализа

моделей, а также фидуциарные услуги в области проектного и структурированного финансирования. Мы высоко оцениваем потенциал данного рынка и будем развиваться в этом направлении. Кроме того, недавно мы объявили о назначениях новых руководителей службы комплаенса и ИТ-подразделения АКРА — исключительно важных в работе агентства. В наших ближайших планах усиление аналитических команд по всем направлениям, а также укрепление методологической группы, которая является для аналитиков связующим звеном и отвечает за состояние подходов и их совершенствование.

Своей задачей мы считаем привлечение в команду талантов, обладающих глубоким пониманием рынка, стараемся создавать условия для того, чтобы ведущие эксперты, в том числе наши соотечественники, уехавшие за границу, вернулись и работали у нас. Будучи двуязычным агентством (у нас рабочие языки — русский и английский), АКРА привлекает и иностранных специалистов со знанием специфики российского рынка. Все это позволяет нам развиваться без оглядки на существующие российские рейтинговые агентства и прошлое самой индустрии. В наших планах строительство федеральной аналитической платформы, и в этом смысле мы по-хорошему амбициозны.

Что касается Big Data технологий и разговоров о вытеснении ими аналитической экспертизы, отмечу исключительно важную вещь: рейтинг и рейтинговый анализ всегда есть продукт, основанный на двух составляющих — количественной и качественной, и никогда в моей практике не было нарушения этой модели. Другой вопрос, что во всех наших процессах мы активно задействуем статистические базы данных, а потому для построения аналитической платформы, которая будет использоваться в будущем, нужна сопоставимая с Big Data архитектура. Мы исходим из того, что архитектура нашего процесса должна быть готова к тем возможностям, которые будут давать новые методы вычислений.

— Говоря о «большой тройке рейтинговых агентств», в чем вы видите принципиальное отличие АКРА, в чем ваши преимущества на рынке?

— Фундаментально мы инвестируем в российский рынок больше, чем это когда-либо делала «тройка». И вопрос не в финансовых возможностях этих агентств. Дело в том, что для «тройки» Россия — это рынок, в который они будут инвестировать исходя исключительно из рациональных интересов, из соображений прибыли и доходности. АКРА же действительно может позволить себе большее и должно это сделать. У нас есть мотивация помимо коммерческой. Мы прекрасно понимаем, какой мандат доверия нам дали на то, чтобы сформировать в России федеральную платформу рейтингового анализа, и своей работой мы хотим это доверие оправдать.

Помимо серьезной поддержки со стороны акционеров, а это 27 крупнейших российских компаний и финансовых институтов, у АКРА есть уникальный по своему составу совет директоров. Руководит им Карл Йоханссон, который в течение почти десяти лет возглавлял практику E&Y в СНГ. В состав совета также входит Винсент Труглия, более десяти лет руководивший группой суверенных рейтингов Moody's, Ануар Хассун, специалист с большим опытом работы в Moody's и S&P, а также Томас Миссонг — председатель организации, представляющей интересы европейских рейтинговых агентств.

Если заняться арифметикой, то средне-взвешенный опыт совета директоров АКРА в разы больше, чем в советах директоров «тройки» — S&P, Moody's и Fitch. Для АКРА это не формальные подсчеты, а возможность

а это крупные структуры: в GCR работают более 600 человек в 22 офисах по всей стране. Это заметный игрок на рынке — наверное, самом большом в мире. Сейчас Китай только открывается для международных рейтинговых агентств. Так, в январе S&P первым получило одну из пяти основных лицензий на рынке КНР.

Наше сотрудничество с GCR, его траектория, на мой взгляд, очень положительные. Очевидным фактором, который изолирует многих российских игроков от Китая, является отсутствие налаженных информационных каналов, и эту ситуацию надо исправлять. В марте 2019 года мы запустили страницу на китайском языке на официальном интернет-сайте АКРА, у нас есть сотрудники, владеющие китайским, а в феврале этого года мы провели в Пекинском университете совместную с GCR конференцию по финансовым рынкам, где представили наше исследование по облигационным рынкам РФ и КНР.

— Расскажите поподробнее об этом исследовании: что уникального в его методиках, каковы значимые для рынка выводы?

— Начнем с того, что основная задача любого рейтингового агентства — понимать кредитный риск во всех его аспектах. Поскольку сотрудничество КНР и России ежегодно расширяется, спрос на экспертизу в анализе кредитных рисков контрагентов двух стран увеличивается столь же стремительно, а значит, нужны общие подходы к анализу компаний. Именно это и было задачей нашего исследования, которое стало первым в запущенной серии таких публикаций.

Мы изучили рынки облигаций РФ и КНР с максимально унифицированных позиций, с общей терминологией и обсуждением общих проблем. Две трети обзора посвящены тому, чтобы дать инвестору общее понимание каждого из рынков: кто является владельцем облигаций, кто чаще не исполняет обязательства и какие есть на то экономические причины. Третья часть исследования — сравнительная. Здесь мы постарались не останавливаться на очевидных различиях в размере и динамике роста, а смотрели на структурные особенности: роль государства, явные и неявные гарантии, открытость внешнему миру, разницу в налогообложении и рыночную оценку риска.

Полученные оценки позволяют сделать вывод: статус развивающегося рынка — это не столько про темпы роста, сколько про качество типичной компании, с которой инвестор столкнется на рынке, про ее ограничения и мотивы. В результате сравнения стала более очевидной разница в применении национальных рейтинговых шкал в России и Китае, а это первый шаг на пути к созданию механизма взаимного признания рейтинговых оценок.

— В каких еще направлениях совместных исследований вы видите перспективы работы с GCR, может быть, расскажете о каких-то новых прорывных идеях в аналитике?

— Мы планируем развивать наше присутствие в Китае в рамках партнерства с GCR, а также будем работать над созданием сов-

АНАЛИТИЧЕСКОЕ КРЕДИТНОЕ РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО (АКРА)

Создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющих финансовый и корпоративный секторы. Уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.



АНАТОЛИЙ ЗАЧАРОВ

ИГОРЬ ЗЕЛЕЗЕЦКИЙ, ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР АКРА

Получил образование в Сиднейском институте Нового Южного Уэльса. Работает в АКРА с января 2016 года. До назначения генеральным директором занимал должность управляющего директора и руководителя группы рейтингов структурированных финансовых инструментов. Обладает уникальным опытом оценки широкого спектра финансовых инструментов: от классической ипотечной секьюритизации до облигаций, обеспеченных неоднородными пулами активов. До присоединения к команде АКРА 12 лет занимался анализом структурированных финансовых инструментов в рейтинговом агентстве Moody's (Лондон), до этого с 2001 по 2003 год работал аналитиком в одном из крупнейших инвестиционных фондов Австралии.

местных баз данных. Наши технологии сравнительного анализа, в том числе транснационального, представляют особый интерес для китайских партнеров. В этом плане наше исследование по малому и среднему предпринимательству (МСП) в ЕС и России, его методология стали действительно прорывными. Без ложной скромности назову это уникальной работой, имеющей большой потенциал дальнейшего практического применения.

Впервые в истории российского рынка была проведена статистическая валидация рейтинговой платформы: кредиты МСП проанализированы с использованием российской и европейской статистики. Российская выборка соответствовала примерно 35% рынка кредитов компаниям МСП в России, а европейская — почти 75% всех аналогичных кредитов, которые были секьюритизированы в Европе. Мы проанализировали 880 тыс. кредитов на сумму около €39 млрд (около 3 трлн руб.), выявили факторы, влияющие на уровень просроченной задолженности по кредитам МСП, а затем провели сравнительный анализ того, какие из факторов влияют на уровень дефолтной задолженности как в России, так и в Европе. Затем мы перерейтинговали сделки, закрывшиеся в Европе в 2001–2012 годах, чтобы понять, насколько рейтинги, которые мы присвоили бы на момент их закрытия, были бы точны. Эта работа показала: ни один из уровней защиты ни в одной сделке не был пробит. Иными словами, наши рейтинги соответствовали тому кредитному качеству, которое мы бы присвоили этим транзакциям.

Благодаря всей этой статистической работе мы получаем механизм для валидации наших моделей, который можно использовать для рейтингования не только российских транзакций, но и европейских. Наша работа с базами данных по направлению МСП интересна как партнерам в КНР, так и в рамках сотрудничества с БРИКС, поскольку подходы АКРА могут быть адаптированы для транснационального сравнительного анализа с другими юрисдикциями.

— АКРА — российская часть проекта БРИКС по созданию содружества национальных рейтинговых агентств. Что происходит в этой сфере?

— Действительно, мы ведем активную работу в направлении БРИКС. Буквально в феврале этого года мы подписали меморандум о сотрудничестве с индийским рейтинговым агентством CARE Ratings, которое входит в тройку крупнейших рейтинговых агентств Индии. По своей сути соглашение с CARE схоже с нашим соглашением с китайским GCR. Таким образом, на сегодняшний день у АКРА есть партнерские отношения с рейтинговыми агентствами двух стран — членом БРИКС — Китая и Индии.

Что мы делаем как российская часть проекта БРИКС? Мы вовлечены в работу по нескольким направлениям, и в первую очередь отмчу развитие рейтинговой платформы, создание унифицированной информационно-статистической базы. Дело в том, что в разных странах БРИКС элементы этой конструкции существуют, но находятся на разных стадиях развития. Нам нужны общая методология, модельный ряд, статистическая база и опытный персонал. Интеграция позволит создать аналитическую базу, которая в конце концов обеспечит независимость от «тройки», если к этому стремиться. Мы будем делиться своими наработками для сравнительного анализа и со-

МСП в сотрудничестве с БРИКС планирует-ся развивать и инфраструктурные проекты. — Расскажите, в чем сложность в реализации инфраструктурных проектов и чем именно может помочь здесь рейтинговое агентство? Интересен ли АКРА в данном ключе ЕврАзЭС как рынок?

— Сложность инфраструктурных проектов в том, что они требуют общего определения кредитного качества контрагентов, которые в совместных проектах участвуют. Первый важный элемент здесь — комфорт каждой из сторон относительно контрагентов из других юрисдикций, участвующих в проекте, второй — качественная аналитика. Технологии и финансовый инжиниринг, с которыми как раз и может помочь АКРА благодаря своей экспертизе, нацелены на усиление таких транзакций и оптимизацию бюджетов стран — участниц проектов.

Если говорить о рынке ЕврАзЭС, то и здесь мы планируем работу по инфраструктурному направлению. Прежде всего это транспортная инфраструктура, причем многострановая и мультиюрисдикционная. Страны — участницы многонациональных проектов ЕврАзЭС должны хорошо понимать контрагентов внутри каждой юрисдикции и между ними. Кроме того, у ЕврАзЭС есть своя специфика, например наднациональные банки: их рейтингование требует, по сути, рейтингования и кредитной оценки стран-акционеров.

Речь идет не только об увеличении количества присваиваемых рейтингов, но и о формировании спроса на сложные аналитические продукты

ра общих баз данных, что позволит утолить статистический информационный голод у стран — участниц содружества. Именно на развивающихся рынках мы видим востребованность качественного аналитического продукта, позволяющего определять надежных кредитоспособных заемщиков, которые станут ядром развития экономики.

Второе важное направление — содействие развитию МСП, где многое тоже упирается в статистическую базу. Сектор МСП стоит на зрении аналитики (например, в секьюритизации) — это одно из наиболее сложных направлений работы. Сектор неоднороден по размеру компаний, в нем очень много отраслей, и у каждой из них своя специфика, факторы сезонности. В результате мы имеем дело с массой различных продуктов и кредитов с разными профилями погашения. В связи с этим страны БРИКС приветствуют любую аналитическую помощь, которая может быть оказана для развития МСП. Помимо

Зная кредитные качества акционеров, можно присвоить рейтинг наднациональной структуре, причем этот рейтинг должен признаваться регуляторной средой каждой из стран-участниц. Здесь очень важно знание АКРА этих рынков, и мы будем стараться внести свою лепту в развитие этой огромной инфраструктуры.

Помимо таких традиционных секторов, как банковский и корпоративный, весь мир сейчас старается развивать два сектора — инфраструктурный и МСП. На деле это общемировой тренд. Почему? Потому что оба эти направления поддерживают реальные секторы экономики, а это и рабочие места, и рост ВВП. Мы, как российский рейтинговое агентство, планируем целенаправленно и активно работать в данных направлениях, поскольку видим в этом свою важную экономическую миссию.

Интервью подготовил Дмитрий Бутрин

Review Рейтинговые услуги

Закипающий цифровой котел

Для иностранного инвестора китайский рынок IT-технологий и цифровых сервисов на ближайшие годы — один из самых необычных, вдохновляющих, рискованных и в то же время заманчивых. Китай — страна, долгое время отстававшая от развитых экономик по степени цифровизации, — в последние годы резко увеличил темпы IT-экспорта в сфере услуг и продолжает активно развивать внутренний рынок цифровых технологий. По прогнозу Международного валютного фонда (МВФ), уже к 2025 году Китай достигнет уровня Японии по показателю доли «цифры» в ВВП. Что можно сказать о китайских IT-стартапах? Они невероятно динамичны, имеют огромную клиентскую базу, но при этом, как правило, низкоприбыльны и работают на пока слабо регулируемом рынке — сочетание в высшей степени нестандартное.

— рынок —

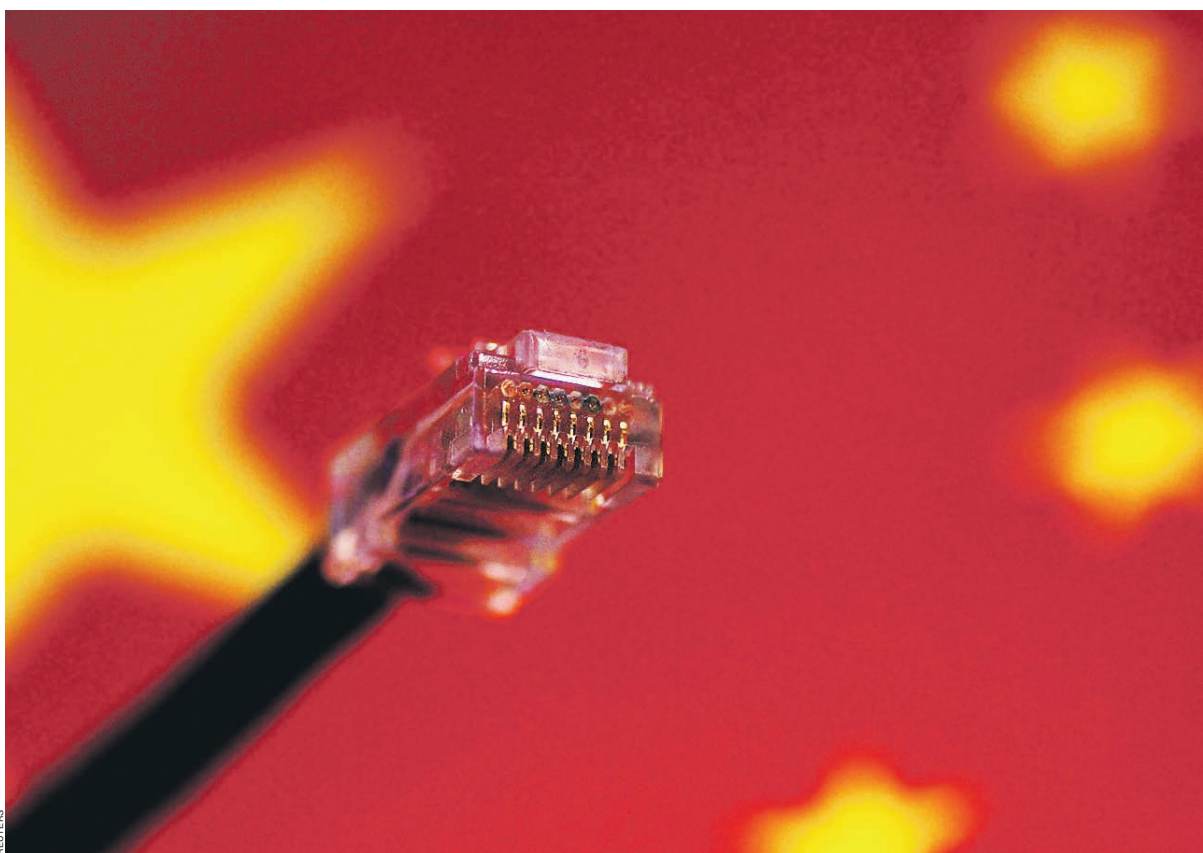
Вложения в китайский цифровой рынок — мысль, которая в последние годы почти наверняка посещала любого среднего и крупного международного инвестора: более необычного рынка такого размера в мире, пожалуй, не найти. С одной стороны, если говорить о «валовых» показателях цифровизации экономики, то Китай мало чем отличается от других стран мира. В отличие, например, от России он не может похвастаться высоким проникновением интернета. Уровень роботизации экономики КНР среднемировой: она отстает не только от лидеров — Южной Кореи и Германии, но и от относительно слабо роботизированных США. С другой стороны, еще в 2013 году Китай обогнал США по доле e-commerce в общем обороте торговли, а рост сектора цифровых услуг в стране давно превзошел мировые аналоги.

Говоря о цифровом рынке Китая, нельзя не сделать существенных оговорок. Несмотря на то что китайская экономика в последние годы стремительно цифровизируется, этот рост остается крайне неоднородным. По расчетам ОЭСР, вклад сектора информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) в ВВП Китая составляет 6% по сравнению с 8–10% у Кореи и Японии, при этом Китайская академия информационных и телекоммуникационных технологий (CAICT) оценивает общий вклад цифровизированных отраслей в КНР в эквивалент 38% ВВП в первом полугодии 2018 года (в той же методологии — 59% ВВП в США, 46% в Японии, око-

ло 20% в Бразилии, Индии и ЮАР) по сравнению с 15% ВВП в 2008 году. Более чем двукратный рост показателя в CAICT объясняют активным проникновением цифровых технологий в традиционные отрасли. МВФ в своем январском обзоре, посвященном цифровизации Китая, утверждает, что при нынешних темпах роста доля «цифры» в ВВП страны к 2025 году будет аналогична Японии. Учитывая многократно большее число потенциальных пользователей сети в Китае, его цифровой рынок станет крупнейшим в мире.

При этом называть его китайским тоже довольно сложно — во всяком случае, общекайтайским. Особенно стью развития цифровой экономики КНР является ее сильная географическая неоднородность: если в Пекине и Шанхае ее доля достигает 45% ВВП, то в центральной провинции Хэнань — лишь 15%. Проникновение цифровых технологий в отрасли также неравномерно: 33% добавленной стоимости в сфере услуг (особенно в финансовых технологиях и развлечениях), 17% в промышленности и всего 7% в сельском хозяйстве. Пока нет никаких сигналов того, что IT-аграреволюция в Китае состоится: активность в этой сфере очень невелика, в отличие, например, от ЕС и США, где информатизация сельского хозяйства является одним из основных трендов.

Главным, Впрочем, остается парадокс китайской цифровой торговли. В индексе развития цифровой экономики Всемирного банка КНР занимает 50-е место, а в индексе Всемирного экономического форума — 59-е. В то же время в области интернет-торгов-



Стремительное развитие цифрового рынка Китая делает игру на этом рынке увлекательным и очень рискованным занятием

ли Китай является глобальным лидером: на него, по оценке McKinsey, приходится более 40% всех транзакций в мире, а доля интернет-продаж в общем объеме, по некоторым прогнозам, превысит 33% в 2019 году по сравнению с 15% в 2016-м.

Успехи китайских компаний в инновационных финансовых технологиях также впечатляют. Пока мировую гонку Китай в этой быстро развивающейся сфере выигрывает: китайские компании занимают 70% глобального сектора по рыночной стоимости, а объем потребительских мобильных платежей в 2016 году достигал \$790 млрд — это в 11 раз больше, чем в США. С 2013 по 2016 год доля жителей Китая, использующих мобильные платежи, выросла с 25% до 68%, а сервисы крупнейших платежных операторов Alipay и WeChat Pay сегодня доступны в 38 странах мира.

Однако во многом это объясняется историческими особенностями китайского IT-рынка. Такое активное распространение цифровой коммерции и мобильных платежей в значительной мере обусловлено более поздним проникновением технологий: большая часть китайцев, особенно в бедных сельских провинциях, не имела доступа к интернету

и банковским сервисам до массового распространения смартфонов. В 2011 году счет в банке имели 64% взрослого населения по сравнению с 90% в Корее и Японии. На сегодняшний день число интернет-пользователей в Китае составляет около 700 млн (против 300 млн в США), включая 282 млн так называемых цифровых абортенов — молодежи в возрасте до 25 лет, заинтересованной в новых технологиях.

Все это создает огромный рынок для инвестиций в «китайский цифровой новый мир» — эмитентов в этой сфере в КНР больше чем достаточно. По данным исследовательской компании Hurun Report, раз в четыре дня в Китае рождается новый «единорог» — стартап с рыночной капитализацией более \$1 млрд. Сегодня их насчитывается 186 общей стоимостью 5 трлн юаней (около \$745 млрд), причем большинство из них — IT-стартапы.

Крупнейшим является оператор системы Alipay — Ant Financial Services Group — с капитализацией более 1 трлн юаней. При этом названная большинства из них, не считая гигантских брендов, как, например, Tencent, мало что скажут непосвященному. Все происходит очень быстро. Например, Российский фонд прямых инвестиций несколько лет назад инвестировал в китайский стартап Didi — комментарии в России по этой

сделке даже от профессионалов практически отсутствовали, компанию-мишень не знал никто, но сейчас это, по существу, Uber для крупнейших мегаполисов Китая. Переориентация в последние годы китайской экономики с экспорта на обеспечение внутреннего рынка играет против внешних инвесторов — зачастую названия китайских «единорогов» известны только на китайском. Это потенциально золотое дно, но надо уметь ориентироваться в этом рынке.

Невзирая на это, мировое влияние китайской «цифры» велико. На долю КНР приходится 32% мирового экспорта ИКТ-товаров и 6% услуг, включая облачные вычисления — этот сектор за последние несколько лет вырос на 400%, одна только Alibaba открыла 14 дата-центров за рубежом. Китай также является одним из ведущих мировых инвесторов в цифровые технологии. По оценке McKinsey, объем китайского венчурного капитала вырос с \$12 млрд в 2011–2013 годах (6% общемирового) до \$77 млрд в 2014–2016 годах (19%), из которых \$38 млрд пришлось на зарубежные инвестиции. Основные направления инвестиций — технологии больших данных, искусственный интеллект и финтех.

Во многом прыжок Китая в цифровую экономику — спонсируемая государством история, что неудивительно, учитывая характер экономи-

ки страны. Инвестиции в этот сектор умеренны по китайским меркам, но сам Китай огромен — по мировым. Так, в сентябре 2018 года Банк развития Китая совместно с Госкомитетом по делам развития и реформ КНР заявили о намерении инвестировать в развитие цифровой экономики 100 млрд юаней (\$14,6 млрд) за пять лет. Активно привлекают инвестиции и сами китайские компании. Во втором квартале 2018 года, по данным Crunchbase, доля Китая в глобальном венчурном капитале составила 47% за счет привлечения рекордного объема финансирования Ant Financial Services Group (\$14 млрд) — по этому показателю он впервые обошел США и Канаду вместе взятые (35%). По оценке бостонской консалтинговой компании Bain & Company, более 70% всех частных технологических инвестиций в Азиатско-Тихоокеанском регионе в 2018 году (\$59 млрд, что в 20 раз больше, чем в 2010 году) достались китайским компаниям.

Тем не менее риски цифрового рынка Китая велики, как и любого «кипящего» рынка. Учитывая низкую прибыльность, которую китайские инноваторы демонстрируют в последние годы, аналитики Bain & Company оценивают ситуацию на рынке как «пузырь, который в любой момент может лопнуть», и предсказывают, что выйти из этих инвестиций без потерь фондам будет затруднительно. Еще один фактор риска, на который обращают внимание эксперты, — это защита частных данных и интеллектуальной собственности. По оценке консалтинговой компании AlphaBeta, если власти не предпримут шагов в этом направлении, экономика страны в ближайшие десять лет может потерять порядка 37 трлн юаней (\$5,5 трлн). В 2017 году вклад цифровых данных в национальную экономику составил 3,2 трлн юаней (\$500 млрд), а в зарубежные — 1,6 трлн юаней (\$250 млрд).

Цифровизация экономики для Китая — это во многом способ снизить затраты, учитывая относительно невысокий уровень ВВП на душу населения по сравнению со зрелыми рынками, а также возможность решать социальные проблемы. Цифровой рынок КНР — один из наиболее быстро растущих в мире, и уже очень скоро китайское цифровое чудо станет очевидным в масштабах всего мира. Те, кто вовремя поймет, что именно там происходит, будут иметь уникальную возможность быть в центре событий — и, возможно, быть их частью.

Надежда Краснушкина,
Дмитрий Бутрин

Китайский облигационный алфавит

— рынок —

Китайский рынок постепенно становится более доступным как для инвестирования, так и для эмиссии бумаг, объемы таких операций растут. Однако большому числу размещений препятствуют различия в требованиях к финансовой отчетности и рейтингам, а увеличению вложений — капитальные ограничения, отмечают эксперты рейтинговых агентств АКРА и Golden Credit. Китайский рынок традиционно фрагментирован и богат специфическими долговыми инструментами: инвестору необходимо понимать отличие пандабондов от димсам-облигаций. Выбор между механизмами квалифицированного инвестирования и схемой Bond Connect — это то, с чего начинается работа инвестора в облигации в КНР.

Китайский рынок облигаций начал открываться для инвесторов в 2005 году. Тогда иностранным эмитентам (включая компании из Гонконга, Макао и Тайваня) было разрешено выпускать пандабонды на рынке материкового Китая. Объем размещений, впрочем, был крайне низким: суммарно за 2005–2014 годы он составил всего 6 млрд юаней, говорится в обзоре китайского рынка облигаций, подготовленном агентствами АКРА и Golden Credit. Ситуация резко изменилась в 2015-м, когда китайское правительство провело ограниченную либерализацию механизма определения обменного курса (что являлось одним из ключевых требований Международного валютного фонда для причисления юаня к резервным валютам). В итоге уже год спустя объем эмиссии вырос до 130 млрд юаней. К концу 2018 года иностранные организации осуществили 175 эмиссий пандабондов общим объемом 316,5 млрд юаней (в 2017 и 2018 годах этот показа-



Инвестиции в китайский финансовый рынок требуют хорошего понимания специфики отдельных инструментов, часто не имеющих мировых аналогов

тель был ниже, чем в 2016-м, — 72 и 96 млрд юаней соответственно).

Однако по сравнению с основным рынком облигаций Китая рынок пандабондов все еще очень мал и гораздо сильнее зависит от рыночной конъюнктуры и регулирования, отмечают авторы исследования. К тому же наибольшую долю по объему эмиссии занимают иностранные «дочки» китайских компаний и «красные фишки» (компании, зарегистрированные в других юрисдикциях с более удобным налогообложением, но чьи активы расположены преимущественно в КНР). Суммарно они привлекли 210 млрд юаней, тогда как иностранные нефинансовые компании — 73,9 млрд

юаней (еще 16,6 млрд юаней пришлось на зарубежные правительства и 15,5 млрд юаней — на финансовые институты).

Для размещения на рынке материкового Китая необходимо получение одобрения эмиссии Центробанком страны. Заявка направляется в Национальную ассоциацию институциональных инвесторов финансового рынка (NAFMI), вся документация должна быть переведена на упрощенный китайский. Финансовая отчетность при этом должна соответствовать китайским правилам бухучета, а рейтинговый отчет должен быть подготовлен агентством, признанным на межбанковском облигационном рынке КНР. Эти правила прописаны во временных мерах администрирования эмиссий облигаций иностранными учреждениями на китайском межбанковском рынке облига-

ций, опубликованных ЦБ и Минфин Китая в сентябре 2018 года.

Эмиссия на биржевом рынке проводится в основном в виде закрытых размещений. Это объясняется более жесткими требованиями к размещению путем открытой подписки — в этом случае совокупный непогашенный долг не должен превышать 40% чистых активов, а средняя прибыль за последние три года должна быть не меньше чем сумма процентов по выпущенным облигациям за один год.

Примеров таких размещений российскими компаниями немного. В марте 2017 года российский «Русал» разместил пандабонд на 1 млрд юаней на Шанхайской фондовой бирже, став первой компанией, зарегистрированной в стране, расположенной на территории инициативы «Один пояс — один путь», и осуществившей эмиссию облигаций

в Китае. Ставка купона составила 5,5%, выпуск был покрыт гарантиями, предоставленными China United SME Guarantee Corporation.

Помимо пандабондов иностранным заемщикам доступны мулан-облигации, номинированные в специальных правах заимствования (SDR), а также юаневые димсам-облигации. Первый тип позволяет дешевле хеджировать валютные риски, но рынок характеризуется низкой ликвидностью и доходностью (первое размещение в 2016 году провел Всемирный банк). Димсам-бонды — это бумаги, номинированные в юанях, но выпускаемые на бирже Гонконга. До 2015 года именно они были наиболее популярным инструментом для офшорных размещений (тогда объем эмиссии достиг рекордной величины 212,5 млрд юаней), однако по мере ослабления юаня, снижения господдержки и повышения интенсивности эмиссии пандабондаций спрос на такие бумаги резко снизился и в 2018 году составил всего 37,4 млрд юаней.

Помимо этого компании из стран — участниц проекта «Один пояс — один путь» могут размещать юаневые облигации на фондовых биржах Китая (такой тип бумаг могут выпускать и местные компании с целью финансирования проектов инициативы). В марте 2018 года Шанхайская и Шэньчжэньская биржи объявили о реализации пилотной программы, в рамках которой для листинга таких облигаций будет назначена отдельная группа специалистов по рассмотрению эмиссионных заявок и образован специальный биржевой сектор.

В качестве покупателей бондов иностранные инвесторы пока занимают лишь 2,3% рынка и в основном вкладываются в казначейские облигации с низким уровнем риска (вложения в корпоративные бумаги ограничены в том числе завышенными рейтингами, выставляемыми китайскими агентствами). К концу 2018 года число иностранных орга-

низаций, одобренных китайским ЦБ в рамках программ для инвесторов, выросло на 380, достигнув 1186. Суммарно они стали держателями облигаций на 1640 млрд юаней, что на 511,7 млрд юаней больше, чем в конце 2017 года (тогда их доля в объеме рынка составила 1,8%).

Первые программы, в рамках которых зарубежные институциональные инвесторы получили доступ к облигационному рынку, были запущены в 2013 году. Для получения доступа к рынку инвесторам по-прежнему необходимо получить статус Qualified Foreign Institutional Investors (квалифицированные иностранные институциональные инвесторы) или RMB Qualified Foreign Institutional Investors (юаневые квалифицированные иностранные институциональные инвесторы). Первым разрешено конвертировать валюту для инвестиций в акции и облигации через спецсчета (доходы могут выводиться за рубеж), вторым — инвестировать в бумаги на материковом рынке офшорные юани. Раньше объем вложений был ограничен квотами, но они были отменены в феврале 2016-го. В июне 2018 года было снято и требования к минимальному сроку запрета продажи купленных бумаг и доле прибыли, которую можно вывести из страны.

Впрочем, более удобной схемой инвестирования является запущенный в июле 2017 года механизм Bond Connect, позволяющий инвесторам, находящимся в материковом Китае и за рубежом, заключать сделки на рынках облигаций стран своих контрагентов с помощью соответствующих финансовых инфраструктурных учреждений, расположенных в материковом Китае и в Гонконге. Для увеличения объема таких операций с осени 2018 года зарубежным инвесторам предоставляется трехлетнее освобождение от уплаты налогов на прибыль и НДС с операций с облигациями.

Татьяна Едовина