

Chiny i pozabankowe usługi finansowe

styczeń 23, 2017

W tym miesiącu prezydent Chin po raz pierwszy w historii uczestniczył w dorocznym Światowym Forum Ekonomicznym w Davos. Prezydent Xi Jinping dołączył do grona prezydentów, premierów, przedstawicieli banków centralnych, członków zarządów spółek i innych prominentnych osób biorących udział w tym prestiżowym wydarzeniu, którego tematem przewodnim było w tym roku „responsywne i odpowiedzialne przywództwo”. Ponieważ Chiny znalazły się w centrum uwagi, uznałem, że warto omówić pewien aspekt chińskiej gospodarki, którego wielu nie rozumie, czyli sektor pozabankowych usług finansowych zwany „*shadow banking*”, o którym mówi się, że ma duży wkład w chiński wzrost gospodarczy. Mówiąc wprost, sektor ten obejmuje formy działalności spełniającej podobne funkcje, co system bankowy, ale prowadzonej poza tym systemem. Podmioty pozabankowe mogą świadczyć usługi finansowe (a konkretnie oferować pożyczki) bardziej dostępne dla klientów, jednak nie podlegają tym samym regulacjom co banki, zatem można mieć obawy co do ryzyka, jakie wnoszą do systemu finansowego. Wzrost sektora pozabankowych usług finansowych odzwierciedla ogólny boom na produkty i usługi konsumenckie w Chinach. Cały chiński rynek konsumencki generalnie wzbudza nasze zainteresowanie.

Niektórzy uważają, że rozwój sektora pozabankowego w Chinach to skutek błędów we wdrożeniu reformy bankowej oraz znak, że banki omijają przepisy w celu powiększenia lub zabezpieczenia marż zysków. Krytycy uważają, że konsekwencją tej sytuacji jest ryzyko wzrostu wartości kredytów zagrożonych w bilansach bankowych. Stanowi to poważny problem, ponieważ bankowość ma strategiczne znaczenie dla chińskiego rządu.

Termin „*shadow banking*” kojarzony jest z Chinami, ale pozabankowe usługi finansowe oferowane są w wielu częściach świata. Angielska nazwa jest nieco myląca, ponieważ usługi te nie są świadczone „w cieniu” (ang. „*shadow*”) i w rzeczywistości są dość transparentne. Nie jest to też „bankowość” w rzeczywistym znaczeniu tego terminu, który obejmuje także wszelkiego rodzaju produkty inwestycyjne, włącznie z funduszami inwestycyjnymi i inwestycjami typu *private equity*. Pozabankowe usługi finansowe bywają nazywane „kredytami bankowymi w przebraniu”; centralną rolę w transakcji odgrywa często bank, który może obejmować gwarancją rozmaite produkty inwestycyjne sprzedawane współpracującym instytucjom pozabankowym. Mechanizm jest podobny do sytuacji, w której duże banki ze Stanów Zjednoczonych sprzedają rozmaite produkty związane z zarządzaniem aktywami za pośrednictwem współpracujących z nimi domów maklerskich zajmujących się sprzedażą funduszy.

Chiński sektor pozabankowych usług finansowych rośnie. Według niektórych szacunków, wartość sektora sięga obecnie ok. 58 bln renminbi (według danych na 2015 r.), co stanowiłoby równowartość 80% chińskiego produktu krajowego brutto (PKB).^[1] Początki branży sięgają 2007 r., kiedy to banki zyskały możliwość inwestowania w produkty powiernicze, a do 2010 r. popularność zyskały produkty związane z zarządzaniem aktywami. W 2012 r. na rynek weszły spółki zajmujące się papierami wartościowymi, ubezpieczeniami i funduszami inwestycyjnymi.

Czy obawy o sektor bankowy są uzasadnione?

Obawy dotyczące pozabankowych usług finansowych są podobne do niepokojów lub błędnych przekonań na temat Chin w ogóle, takich jak strach, że całkowite zadłużenie kraju jest znacznie większe niż przedstawiają to oficjalne raporty. Niektórzy mówią, że inwestorzy indywidualni nie mają dostatecznej wiedzy na temat ryzyka, które w rzeczywistości podejmują i są wprowadzani w błąd. Obawy związane z zadłużeniem czy kondycją systemu finansowego oczywiście nie występują wyłącznie w Chinach. Przykładowo, we Włoszech wiele banków ugina się pod ciężarem niespłaconych terminowo kredytów, a niektóre małe banki stanęły przed koniecznością restrukturyzacji. Nowe reguły obowiązujące obecnie w Unii Europejskiej wymagają od posiadaczy akcji i obligacji akceptacji strat przed przeprowadzeniem rządowego bailout. Los trzeciego pod względem wielkości banku we Włoszech wisi obecnie na włosku.

Wiele osób sądzi, że sektor pozabankowych usług finansowych w Chinach działa poza regulowanym systemem bankowym, ale Ludowy Bank Chin, który realizuje politykę pieniężną i reguluje działalność instytucji finansowych w Chinach kontynentalnych, ma wiedzę na temat tego obszaru, podobnie jak organy zajmujące się regulacją rynku papierów wartościowych. Realizację reform finansowych w Chinach generalnie opóźnia konflikt sprzecznych interesów: Chińczycy chcą mieć nowoczesną gospodarkę rynkową, ale jednocześnie chcą ją nadal kontrolować, co stanowi wyzwanie nie tylko dla bankowości, ale także dla wielu innych sektorów chińskiej gospodarki.

Chińskie banki należą dziś do najbardziej rentownych instytucji bankowych na świecie, a rząd niewątpliwie chce utrzymać taki stan rzeczy, biorąc pod uwagę, że banki są podporą krajowej struktury finansowej. Przyglądając się bliżej pozabankowym usługom finansowym, w obrębie których znajdziemy różnego rodzaju produkty związane z zarządzaniem aktywami, takie jak produkty powiernicze, fundusze inwestycyjne i inne instrumenty, niektórzy krytycy twierdzą, że są to w rzeczywistości zakamuflowane kredyty bankowe, w których to banki ponoszą największą część implikowanego ryzyka, ale korzystają z usług pośredników, takich jak spółki ubezpieczeniowe, domy maklerskie czy instytucje powiernicze. Oznaczałoby to, że to banki pośrednio sprzedają produkty pozabankowe. Przykładowo, produkt inwestycyjny może być oparty na puli bazowych aktywów, którymi mogą być kredyty, w tym także te udzielone podmiotom reprezentującym obszary o wysokim ryzyku, takie jak górnictwo, nieruchomości czy nawet projekty infrastrukturalne realizowane przez lokalne władze. Potencjalny problem z takimi aktywami polega na tym, że nie są to standardowe aktywa kredytowe, które mogłyby znaleźć się w obrocie międzybankowym czy giełdowym. Mogą to być, na przykład, akcepty bankowe, akredytywy czy należności.

Należy zaznaczyć, że w opublikowanym przez Radę Stabilności Finansowej grupy G20 „*Monitorze światowego sektora pozabankowych usług finansowych w 2015 r.*” („*2015 Global Shadow Banking Monitor*”) oszacowano, że udział tego sektora w chińskim PKB w 2014 r. wynosił ok. 26%, czyli znacznie mniej w porównaniu ze średnim poziomem 59% w 26 innych dużych gospodarkach.^[2] Dlatego można powiedzieć, że Chiny pozostają nieco w tyle za innymi dużymi krajami pod względem rozwoju pozabankowego systemu finansowego. Oczywiście definicja tego sektora może być nieco inna w przypadku Chin, ale i tak nie wygląda na to, by skala tego typu działalności w Chinach odbiegała od normy.

Bodaj najciekawszym i najważniejszym trendem na chińskim rynku finansowym jest wzrost rynku produktów powierniczych. Banki zyskały możliwość inwestycji w plany powiernicze za pośrednictwem produktów związanych z zarządzaniem aktywami, a ze środków zgromadzonych przez plany powiernicze finansowane są rządowe projekty infrastrukturalne i nieruchomościowe. Choć inwestorzy wybierający produkty powiernicze nie otrzymują żadnej prawnej gwarancji, panuje powszechne przekonanie, że są one w rzeczywistości objęte gwarancjami bankowymi. Inwestorów utwierdza w tym przekonaniu fakt, że większość spółek powierniczych jest własnością nie tylko banków, ale także dużych przedsiębiorstw państwowych i samorządów lokalnych. Spółki powiernicze stały się podstawowym narzędziem banków służącym do inwestycji w akcje i inne notowane na rynku aktywa takie jak kredyty czy instrumenty rynku pieniężnego. Dla banków stanowią one zatem sposób na udzielanie finansowania spółkom z sektorów o wyższym ryzyku, co w normalnych warunkach byłoby objęte ograniczeniami nałożonymi przez regulatorów.

Uważamy, że ryzyko obecne w chińskim sektorze finansowym jest ostatecznie porównywalne z takim ryzykiem w innych częściach świata. Wiele dostępnych na tym rynku produktów związanych z zarządzaniem aktywami okazało się skutecznych i wypracowało znakomite zwroty dla inwestorów. W takiej sytuacji rynki często ignorują ryzyko, a takie produkty cieszą się jeszcze większym popytem. Organizacje międzynarodowe, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, ostrzegają przed ryzykiem związanym z korporacyjnymi instrumentami dłużnymi w Chinach oraz nagłym wzrostem tego rynku. Niemniej jednak, choć sektor prywatny może być mocno zadłużony, lewarowanie rządu i gospodarstw domowych jest wciąż dość niskie w porównaniu z niektórymi krajami rozwiniętymi. Przykładowo, wskaźnik zadłużenia chińskich gospodarstw domowych do PKB wyniósł w ubiegłym roku niewiele ponad 40%, podczas gdy ten sam wskaźnik w Stanach Zjednoczonych sięgnął ok. 80%, notując spadek z jeszcze wyższego poziomu bliskiego 100% w 2008 r. [3]

Zważywszy na popularność niekonwencjonalnych produktów kredytowych wśród klientów, wydaje się mało prawdopodobne, by chiński rząd dopuścił do poważniejszych przypadków niewypłacalności. Należy pamiętać, że Chiny wprawdzie nadal otwierają gospodarkę, ale wciąż pozostaje ona pod kontrolą rządu. Można powiedzieć, że to rząd ponosi całe ryzyko i jest tego świadomy. Pod tym względem pozabankowe usługi finansowe różnią się od systemu, w którym dominują kredyty bankowe finansowane ze środków gromadzonych na stabilnych lokatach, ponieważ generalnie obejmują bardziej złożone pośrednictwo i bardziej skomplikowaną strukturę finansowania oraz wymagają od rządu większego zaangażowania w monitorowanie sytuacji. W razie problemów z płynnością systemu rządowi może być trudniej ustabilizować warunki finansowania, aby zapobiec przerodzeniu się takich trudności w kryzys systemowy. Pewne sygnały wskazują, że regulatorzy uważnie badają szczególnie rażące przypadki niewłaściwej sprzedaży i nadużyć produktów finansowych. Pod koniec 2016 r. chińska komisja ds. regulacji rynku ubezpieczeniowego zapowiedziała działania wymierzone przeciwko agresywnym i niewłaściwym praktykom rynkowym stosowanym przez spółki oferujące ubezpieczenia na życie; niektórym przedsiębiorstwom ubezpieczeniowym zabroniono rejestracji nowych produktów i sprzedaży uniwersalnych produktów ubezpieczeniowych przez trzy miesiące. Wielu ubezpieczycieli otrzymało ostrzeżenia związane z prowadzoną przez nich sprzedażą produktów uniwersalnych oferujących wysokie świadczenia pieniężne, natomiast innym zabroniono dalszej sprzedaży ubezpieczeń przez Internet w związku z wprowadzającymi w błąd hasłami reklamowymi.

Boom konsumencki w Chinach

Nie twierdzę, że historia regulacji sektora bankowego i działalności w tej branży w innych częściach świata zasługuje na szczególny podziw, ale podsumowując chciałbym zaznaczyć, że ostrożność jest zawsze niezbędna niezależnie od tego, gdzie inwestujemy. Choć najbliższy rok z pewnością przyniesie pewne wyzwania, z niezmiennym optymizmem podchodzimy do inwestycji w Chinach oraz licznych możliwości, jakie dostrzegamy w różnych sektorach chińskiej gospodarki. Wzrost rynku usług finansowych to tylko jeden z trendów odzwierciedlających boom na rynkach produktów i usług konsumpcyjnych w Chinach, który, według nas, będzie nadal trwał. Korzystnie wyglądają, na przykład, perspektywy rysujące się przed rynkiem samochodowym, gdzie wskaźniki penetracji są wciąż dość niskie w porównaniu z rynkami rozwiniętymi. Co więcej, w przemyśle tym zachodzą liczne technologiczne zmiany przekładające się na większą koncentrację na wydajności, ograniczaniu emisji spalin oraz szerszym zastosowaniu pojazdów elektrycznych. Innym obszarem, na którym się obecnie koncentrujemy, jest rozrywka. Znaczący potencjał ma, według nas, rynek gier; przykładowo, kasyna w Makau przyciągają licznych chińskich turystów. Obserwujemy także szybki wzrost liczby multipleksów, kin i innych miejsc rozrywki w Chinach i na rynkach wschodzących w ogóle.

Komentarze, opinie i analizy Marka Mobiusa są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Informacja natury prawnej

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Inwestowanie w zagraniczne papiery wartościowe wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ze względu na to, że wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a także występują rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

[1] Źródło: Moody's Investors Service, Global Credit Research, październik 2016 r.

[2] Źródło: Rada Stabilności Finansowej, „*Monitor światowego sektora pozabankowych usług finansowych w 2015 r.*” („*Global Shadow Banking Monitor Report 2015*”).

[3] Źródła: Bloomberg, Bank Rezerwy Federalnej St. Louis.