



**АРИКАПИТАЛ**  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA  
Главный экономист УК Арикапитал

**Глобальная экономика и ставки**

	2015	2016	2017
Реальный рост ВВП	3,2%	3,1%	3,5%
10-летние US Treasuries	2,3%	2,4%	2,4%
10-летние TIPS	0,7%	0,5%	0,4%

Источник: IMF, Bloomberg

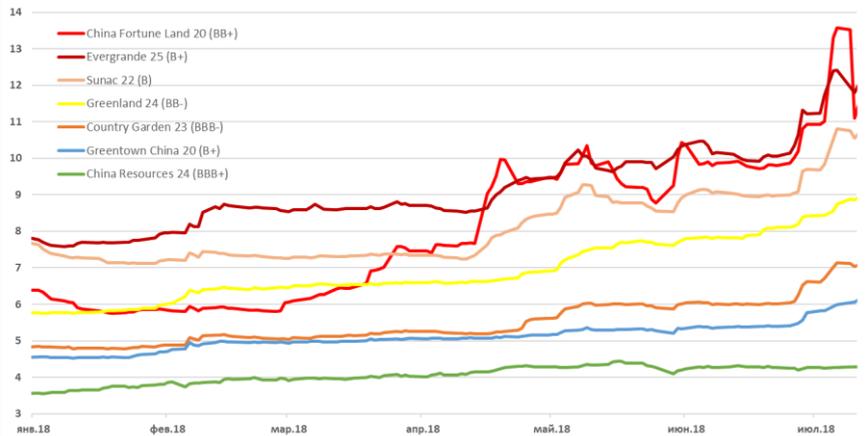
**Макроэкономические показатели Китая**

	2015	2016	2017
Реальный рост ВВП (%)	6,9	6,7	6,9
Средняя инфляция (%)	1,4	2,0	1,6
Дефицит бюджета (% от ВВП)	-3,4	-3,8	-3,7
Счет текущих операций (% от ВВП)	2,8	1,8	1,3

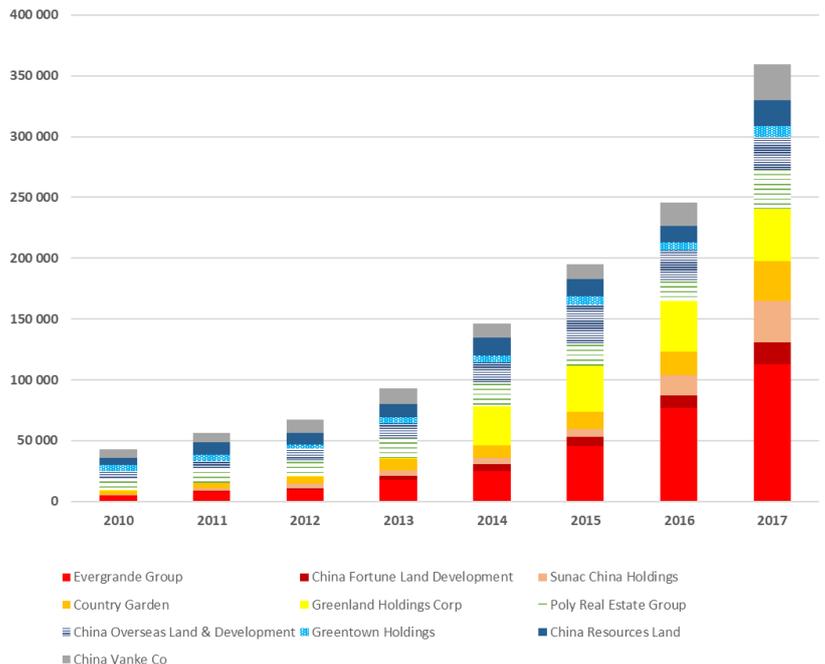
Источник: Bloomberg

Мы обратили внимание на быстрый рост доходности долларовых облигаций китайских девелоперов. Доходность по долларовым еврооблигациям трех из десяти крупнейших девелоперов в начале июля превысила 10% годовых. Еще у двух компаний (Greenland и Country Gardens) доходность поднялась выше 8% годовых.

**Доходность долларовых облигаций китайских девелоперов (%)**



**Общий долг крупнейших китайских девелоперов (млн. долл.)**



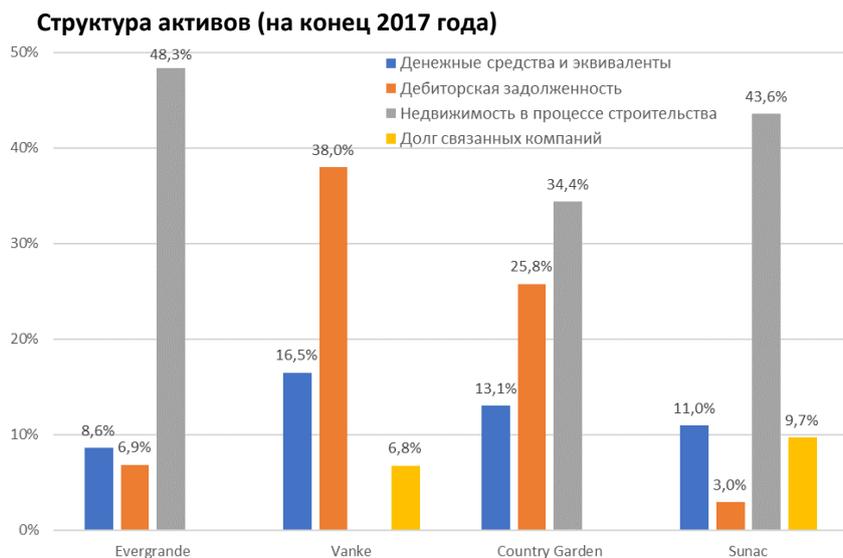
Источник: Bloomberg

В мае произошел дефолт по долларовым облигациям строительной компании Hsin Chong, что, возможно, и стало одним из факторов роста доходности в сегменте китайских девелоперов. Ранее аналитики выражали опасения по поводу транзакций компании со связанными сторонами.

У китайских девелоперов высокие объемы краткосрочного долга, которые должны быть рефинансированы на ухудшившемся рынке. По оценке Moody's, рейтингованные им компании до середины 2019 годы должны рефинансировать 17 млрд. долл. внешнего и 45 млрд. долл. внутреннего долга.

Мы рассмотрели структуру баланса 4 компаний: Evergrande, Vanke, Country Garden и Sunac. Можно отметить, что все эти компании отличаются необычно высоким левериджем, характерным скорее для банков, чем для нефинансовых компаний: доля собственного капитала в активах составляет всего 10-15%, причем данная оценка скорее оптимистична, так как их акции стоят дешевле собственного капитала (кроме Evergrande, у которого рыночная капитализация примерно равна капиталу).

Кроме того, у Vanke и Sunac существенную часть активов занимают займы аффилированным компаниям. Также необычно высока доля дебиторской задолженности в активах у Vanke и Country Garden. У 3 из 4 компаний основную часть активов формирует незавершенное строительство (Vanke не раскрывает его в балансе отдельной строкой). Все рассмотренные компании имеют существенное количество денежных средств (10-15% активов), что выглядит немного странно с учетом очень высокой стоимости фондирования.



Источник: отчетность компаний

В структуре долга большинства компаний (кроме Vanke) преобладают банковские кредиты, у Vanke – долларовые облигации.

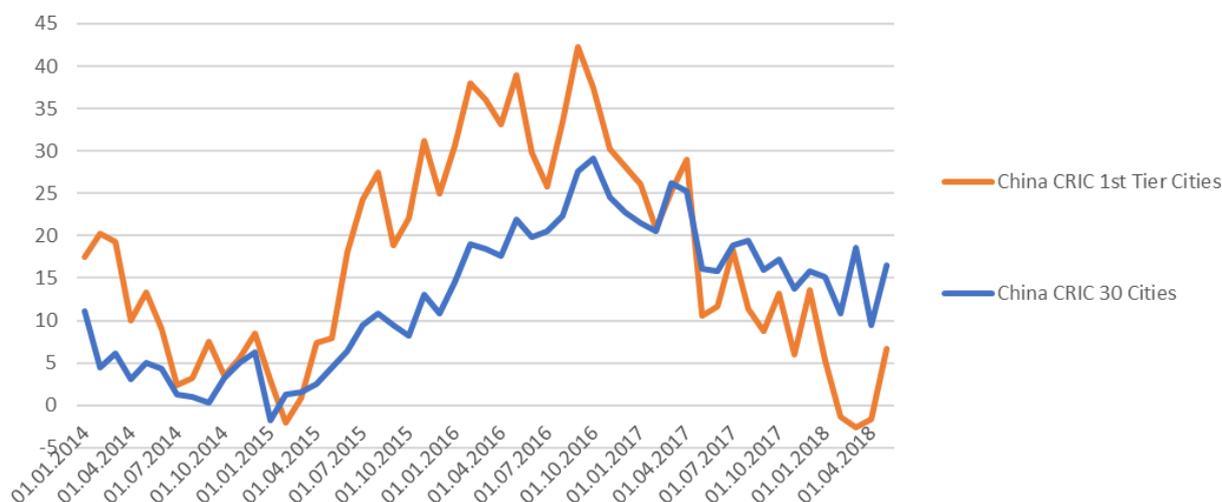


Источник: отчетность компаний

Существенная часть долга крупнейших китайских девелоперов, чья операционная деятельность и денежные потоки в юанях, номинирована в иностранной валюте: долларе США и привязанном к нему гонконгском долларе. Например, на конец 2017 года у Evergrande Group в иностранной валюте было примерно 18% долга, у Country Garden – 30% (по данным компаний с учетом частичного хеджирования).

Цены на недвижимость в Китае в среднем по большой выборке городов пока растут, но в крупнейших городах немного снизились.

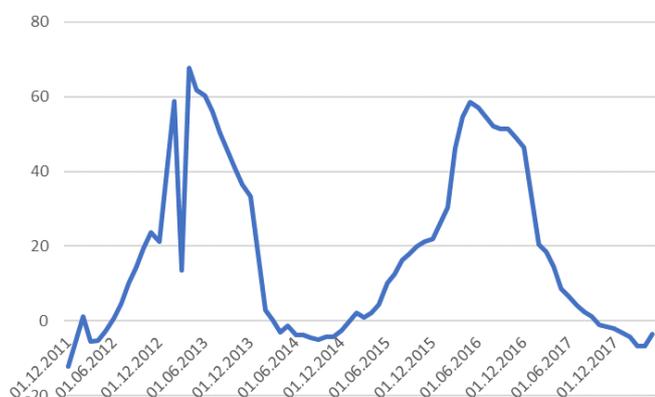
**Изменение цен на жилую недвижимость в Китае (в % к соответствующему периоду прошлого года)**



Источник: Bloomberg

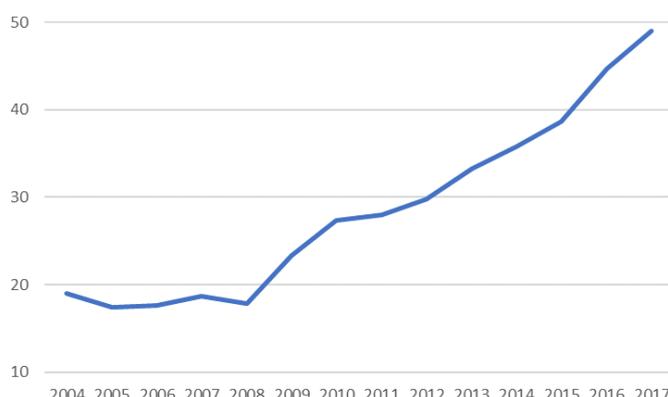
Ухудшение на рынке недвижимости, вероятно, отражает слабую динамику на рынке ипотечного кредитования из-за мер правительства по ограничению возможного пузыря (было официально заявлено, что квартиры должны быть для проживания, а не для спекуляций). Долг домохозяйств в Китае с 2008 года вырос с менее 20% до почти 50% ВВП (который в свою очередь увеличивался в среднем на 8,1% в год), и большая часть данных денег, по-видимому, так или иначе «выплеснулась» на рынок недвижимости. В Китае очень популярны кредиты на первоначальный взнос по ипотеке, а существенная часть заемщиков, по оценке, приведенной в одной из ведущих деловых газет Гонконга, South China Morning Post, завышает свои доходы для получения кредитов и платит по ипотеке едва ли не больше, чем получает (см. <https://www.scmp.com/news/china/economy/article/2112873/chinas-household-debts-soars-it-being-stalked-subprime-spectre>).

**Динамика ипотечных кредитов (год к году в %)**



Источник: Bloomberg

**Долг домохозяйств (% ВВП)**



Источник: Bloomberg

В 2014 году уже наблюдалось похожее замедление ипотечного кредитования, но это не привело к падению рынка недвижимости. На наш взгляд, ключевое отличие от текущей ситуации в политике правительства (ограничения на покупку недвижимости были быстро смягчены). Снижение Shanghai Property Index с локального максимума в сентябре 2013 года до низшей точки в марте 2014 года составляло 27,7%, а в 2018 году – уже 34,4%. В 2014 году Shanghai Property Index достиг минимума в марте, в апреле началось смягчение ограничений, а к концу августа ограничения остались лишь в 9 городах. В целом Shanghai Property Index торговался более или менее в рамках диапазона большую часть 2012-14 годов, лишь в конце 2014 начал резкий рост. Сейчас Shanghai Property Index находится недалеко от локального минимума, а правительственные заявления не дают намеков на снятие ограничений (скорее наоборот). Более того, ужесточение политики ФРС в условиях относительно стабильного курса юаня может осложнить увеличение кредитования даже при снятии ограничений. В 2014 году также не было таких проблем с фондированием девелоперов.

**Shanghai Property Index (май 2017 – июль 2018)**



Источник: Bloomberg

**Shanghai Property Index (сентябрь 2013 – ноябрь 2014)**



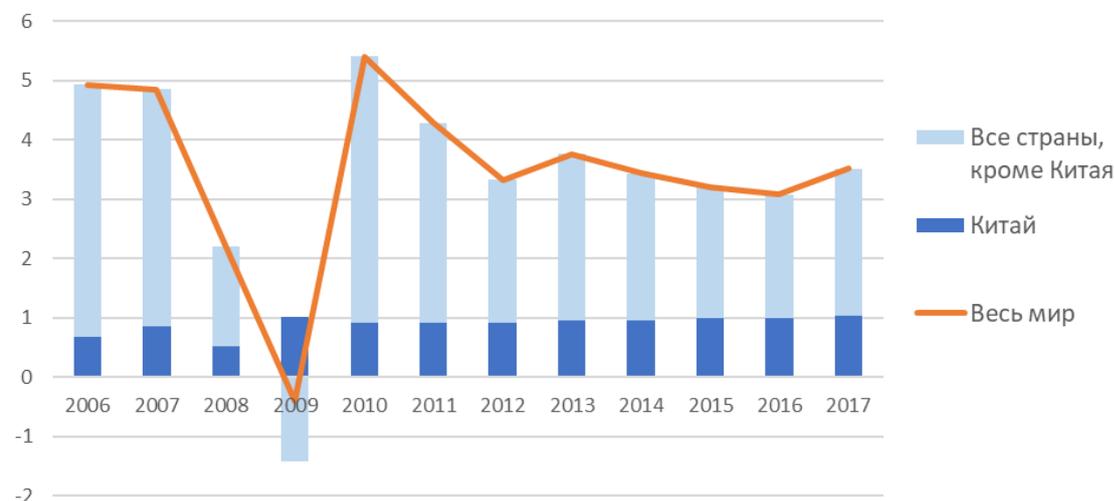
Источник: Bloomberg

Что интересного в проблемах в данном специфическом сегменте рынка? На самом деле финансовое состояние китайских девелоперов может быть одним из ключевых факторов, влияющих на глобальный экономический рост и особенно на спрос на сырьевые товары.

Недвижимость и строительство рассматриваются большинством экспертов как один из основных драйверов экономического роста в Китае. Например, продажи 100 крупнейших китайских компаний в области недвижимости в 2017 году составили 7,34 трлн. юаней – примерно 1,09 трлн. долл. – и выросли за год на 41,8% (оценки Evergrande Group).

Китайская экономика в последние годы обеспечивала порядка 30% роста мировой экономики.

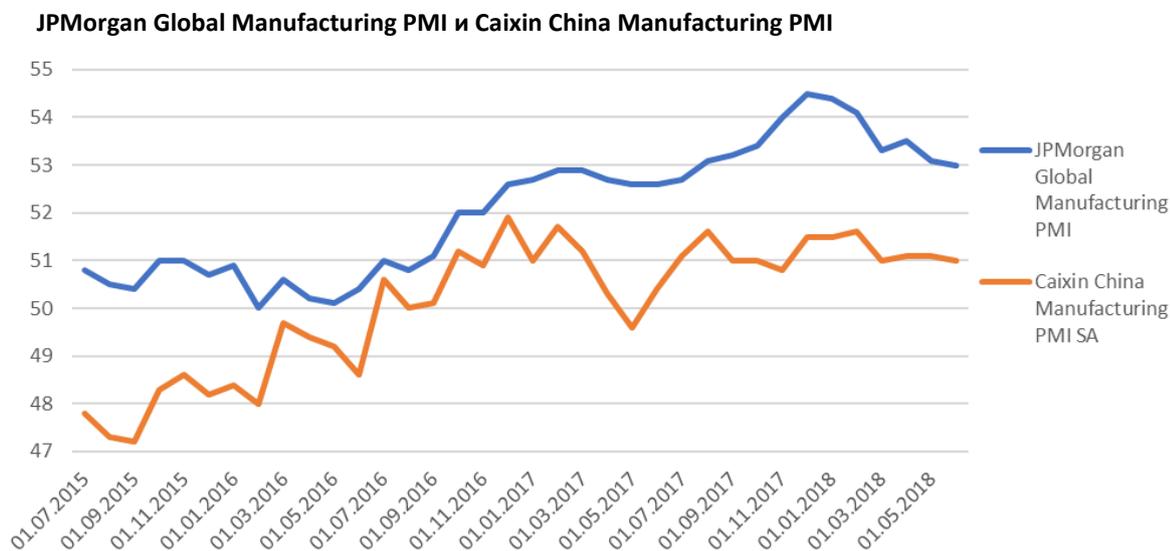
**Вклад Китая в глобальный экономический рост**



Источник: расчеты на основе данных МВФ, Всемирного Банка

Для рынка сырьевых товаров (особенно металлов) значение китайского спроса еще выше. Китай является крупнейшим импортером нефти и основным потребителем многих металлов, обеспечивая примерно половину глобального спроса на сталь, медь и алюминий.

Экономика Китая закончила ускорение еще в начале 2017 года: вклад Китая в глобальный рост остался на высоком уровне, но основные драйверы ускорения глобального роста в 2017 года были связаны с другими странами.



Источник: Bloomberg

Достаточно резкое ухудшение условий финансирования в одном из ключевых секторов может привести к более быстрому и сильному замедлению экономики по сравнению с прогнозами. Возможно, рынок недооценивает риски «жесткой посадки» китайской экономики и глобальной рецессии. Соответственно, это аргумент в пользу более защитной позиции в целом по рискованным активам и особенно по всему, что связано с сырьевыми товарами. С другой стороны, возможное ухудшение в экономике и снижение цен на сырьевые товары позитивны для длинных безрисковых облигаций.

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года выдана ФСФР России.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2, по телефону: (495) 225-93-77, на сайте в сети Интернет: [www.aricapital.ru](http://www.aricapital.ru), а также, в случаях предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.