

# Шанхайская пирамида

**ОКСАНА КУЧУРА**

Управляющий партнер  
UFG Wealth Management

Специалист по управлению  
частными капиталами  
с 10-летним опытом

[forbes.ru/kuchura](http://forbes.ru/kuchura)



*В середине июня самый популярный китайский индекс упал на 20%. Почему рухнул фондовый рынок Поднебесной?*

С начала года до середины июня индекс Шанхайской фондовой биржи вырос на 58%, а за календарный год рынок показал 150% роста. Не считая несколько карикатурных плюсов 250%, продемонстрированных рынком Венесуэлы, Китай был лучшим фондовым рынком года. Что же случилось потом и что будет дальше?

Чарльз Кинделбергер, автор книги «Мании, паники и крахи», дал следующее определение рыночного пузыря: рост цен в течение значительного периода времени, заканчивающийся «взрывом».

Однако в более узком смысле говоря о пузыре, люди подразумевают значительное ценовое движение, которое слабо объясняется объективными экономическими реалиями. Для рынка акций основной реперной точкой является рост прибыли компаний, который, в свою очередь, связан с базовыми экономическими показателями — ростом ВВП, объемом кредитования, розничными продажами, оптовыми заказами и т. д.

Соответственно, рынок акций и должен это отражать.

Чем же так радовала инвесторов китайская экономика, пока индекс рос? Как ни парадоксально это звучит, ничем. Поднебесная переживает не лучшие времена, и в I квартале этого года номинальный рост ВВП опустился до 5,8%. Это значительно меньше средних 10%, наблюдававшихся последние три десятилетия.

Рост кредитов обгоняет темпы роста ВВП в два раза (+11% за год). Тем не менее темпы роста экономики неуклон-

но замедляются. Это говорит о том, что часть заемного финансирования расходуется, мягко говоря, не совсем эффективно. В экономике сформировалась устойчивая зависимость от кредитов, и их значительная часть используется не для запуска новых проектов, а для латания дыр в оборотном капитале.

Тем более удивительно, что наиболее бурно росли акции строительных компаний и девелоперов. Это плохо увязывается с ситуацией на рынке недвижимости, где наблюдается откровенный провал: объемы нового жилищного строительства сократились на 25%, а продажи уже построенных объектов — на 15%. Вряд ли в такой ситуации можно говорить о грядущих поразительных улучшениях, которые ожидает рынок акций.

Единственное правдоподобное объяснение, которое приходит на ум: безудержный оптимизм инвесторов был связан с ожиданиями дальнейшего смягчения монетарной политики и снятия ограничений на финансирование строительного и ипотечного рынков.

В последние выходные июня Банк Китая, действительно, понизил процентные ставки, отреагировав на резкое падение фондового рынка: ставка по кредитам сроком на год была снижена на 25 базисных пунктов, до 4,85%, депозитная ставка на тот же срок — также на 25 базисных пунктов, до 2%.

Однако снижение учетной ставки вряд ли существенно улучшит положение китайских банков. По официальной

статистике, отношение кредитов к депозитам составляет вполне здоровые 70%, но этот показатель не учитывает кредиты, выданные финансовым организациям, например трастовым компаниям.

После кризиса 2008 года банки не останавливаясь раздавали деньги, используя всевозможные экзотические структуры, чтобы не относить их к кредитам и не подпадать под регуляторные ограничения. В реальности активы китайских банков выросли с 180% объема ВВП в 2008 году до 265% в нынешнем году! Если учесть, что при этом объем «плохих» кредитов растет в геометрической прогрессии, возможности банков для новой агрессивной экспансии подорваны и ситуация, скорее всего, еще ухудшится.

Кто же покупал китайские акции? Собственно, сами китайцы. Вероятно, часть их сбережений с рынка недвижимости была перенаправлена в акции. Если раньше оборот рынка составлял в среднем менее 200 млрд юаней в день, то с началом новой волны роста он увеличился до 2 трлн юаней. Количество новых счетов, открываемых за неделю, увеличилось по сравнению с 2007 годом в 15 раз. При этом объем кредитов, выданных под залог акций для дальнейшей торговли, превысил 3,5% ВВП, что больше соответствующего показателя в США.

На рынке разворачивается классическая спекуляция, когда каждый вновь приходящий участник надеется, что найдет покупателя, который в будущем купит его акции дороже. Учитывая объем леввериджа, последующее падение на фоне срабатывающих маржин-колов может быть стремительным, а спусковым крючком для цепной реакции может стать любое ужесточение доступа к кредитным ресурсам. **F**