

Chiński sektor budowlany a polityka monetarna Fedu

Autor: **Przemysław Rapka**

- **Sektor budowlany w Chinach doświadcza obecnie spadków wartości.**
- **Może to przełożyć się na wzrost oprocentowania dolara.**
- **Z tego powodu polityka monetarna będzie zaostrzać się szybciej, niż planował Fed.**
- **To z kolei może doprowadzić do kryzysu lub zmusić Fed do podjęcia działań wspierających zagraniczne banki.**

Problemy chińskiej budowlanki

Przynajmniej od września dochodzą do nas niepokojące informacje z Chin. A dokładnie chodzi o problemy ich sektora nieruchomości. [We wrześniu zaczęły pojawiać się informacje](#) o trudnościach z regulowaniem zobowiązań przez jednego z największych developerów w Chinach — Evergrande. Evergrande miał wtedy problem ze spłatą długu o wartości kilkuset milionów dolarów amerykański i chińskich juanów. Do dziś Evergrande kilkakrotnie już nie regulował swoich zobowiązań. Sprawa z Evergrande jest ważna dla całego świata, ponieważ jest to jeden z największych deweloperów Chin, a we wrześniu był najbardziej zadłużonym — wartość jego zobowiązań wynosi 300 miliardów dolarów, z czego [19,2 mld denominowanych w dolarze](#). Z tego powodu czasami porównuje się Evergrande do Lehman Brothers i twierdzi się, że jego upadek może doprowadzić do poważnych problemów w systemie finansowym.

Jednak Evergrande nie jest jedynym chińskim deweloperem, który ma poważne problemy. Inni również mają kłopot z regulowaniem swoich zobowiązań. [Przykładem jest Kaisa](#), której wartość obligacji denominowanych w dolarze zaczęła spadać jeszcze w lipcu, aż w listopadzie ceny jej obligacji wynosiły około 30 centów za dolara długu. Oznacza to, że inwestorzy nie spodziewają się spłaty całości zobowiązań przez tę firmę. Obecnie zarówno Kaisa, jak i Evergrande prowadzą rozmowy dotyczące restrukturyzacji, [a wartość](#)

[niespłaconego długu tych dwóch spółek denominowanego w dolarach wyniosła na dzień 20.12.2021 niemal 32 miliardy dolarów](#). Problemy ze spłatą zobowiązań mają również [Fantasia Holding Group](#), [Shimao](#) i [China Aoyuan Group](#). Według [Nomury](#) (japońskiej korporacji finansowej) deweloperzy w Chinach są obciążeni długiem o wartości 5,2 bilionów dolarów. [Natomiast według Bloomberg](#)a chińscy deweloperzy mają do spłacenia dług denominowany w dolarach o wartości 205 miliardów dolarów. Co więcej, z powodu problemów deweloperów oberwał rynek nieruchomości, którego wartość znacząco spadła. Wartość ETF¹-u CHIR, który śledzi MSCI China Real Estate 10/50 Index — indeks rynku chińskich spółek z sektora nieruchomości — spadł z 17,5 do 11 dolarów.

Wykres: Indeks spółek sektora nieruchomości w Chinach



Źródło: stockcharts.com

Te problemy znalazły również odzwierciedlenie w rentowności obligacji chińskich, które wzrosły znacząco w krótkim czasie. [Indeks chińskich obligacji o wysokiej rentowności denominowanych w dolarach](#) wzrósł z wartości poniżej 10% do ponad 20% od czerwca 2021 roku, co oznacza ponad dwukrotny wzrost rentowności ryzykownych obligacji. W odpowiedzi na te problemy władze Chin zaczęły luzować politykę monetarną, obniżając stopę rezerw obowiązkowych oraz

¹ ETF — ang. exchange traded fund — to fundusz inwestycyjny zarządzany pasywnie. Zarządzający funduszem obwieszczą swoją strategię dobierania aktywów do portfela (charakterystyka i udział procentowy), a następnie tylko pilnują, by portfel funduszu był prowadzony zgodnie z tymi zapowiedziami. Zarządzający funduszem nie starają się szukać okazji czy spekulować. Tylko i wyłącznie dobierają aktywa. W przypadku tego indeksu, który jest wspomniany, prowadzący starają się, by ten fundusz zawierał te same aktywa i w takiej samej proporcji, jak indeks MSCI China Real Estate 10/50 Index.

namawiać banki, by przyspieszyły procedury udzielania kredytów hipotecznych oraz zwiększyły akcję kredytową.

Jednak nie tylko sektor budowlany Chin, ale i pozostałe sektory oraz sfera publiczna są zadłużone w dolarach, a całkowity dług denominowany w dolarach wynosi niemal 1,3 biliona — to jest ponad 6% PKB Stanów Zjednoczonych z 2020 roku. Niemal 1/6 tego długu, to dług sektora budowlanego. A to oznacza, że problemy ze spłatą długów przez chiński sektor budowlany będą miały wpływ na oprocentowanie długu w Chinach — przede wszystkim długu denominowanego w dolarach amerykańskich. Będzie tak, ponieważ teraz wzrośnie popyt na dolara, który jest potrzebny do spłaty zobowiązań przez podmioty w tarapatach, co doprowadzi do wzrostu oprocentowania i może być problematyczną sytuacją dla pozostałych podmiotów chińskich, które są zadłużone w dolarze.

Problem stóp procentowych

Dlaczego ma to znaczenie dla polityki monetarnej Stanów Zjednoczonych?

Ponieważ wpłynie to na stopy procentowe nie tylko w Chinach, ale również na światowych rynkach, w tym właśnie Stanów Zjednoczonych. Gdy stopy procentowe zaczną rosnać na świecie, wtedy inwestorzy amerykańscy mogą zdecydować się na inwestowanie w większym stopniu za granicą, gdzie nawet zdrowe podmioty będą zmuszone oferować wyższe oprocentowanie — biorąc pod uwagę, jak niskie są stopy procentowe w USA, ta pokusa raczej będzie mocna, ponieważ niskie rentowności są zmorą dzisiejszych inwestorów. To z kolei oznacza, że wzrosną również stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych.

To jest problem dla Fedu, który planował i zadeklarował, że rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej. Fed zapowiedział, że zmniejszy programy luzowania ilościowego (czyli skupu aktywów) — [Fed chce co miesiąc zmniejszać kwotę zakupowanych aktywów](#) o 20 miliardów dolarów, a kwotę skupowanych MBS-ów o 10 miliardów. To oznacza, że w marcu program skupu aktywów zostanie zakończony.

Jednocześnie [medianowa wartość właściwej stopy procentowej według członków Federal Open Market Committee \(odpowiednik Rady Polityki Pieniężnej w Stanach Zjednoczonych\) wynosi 0,9%](#). To oznacza, że Fed musiałby podnieść trzykrotnie stopę procentową w 2022 roku o 25 punktów bazowych (domyślna wartość podwyżki). To może oznaczać dosyć radykalną podwyżkę stóp procentowych. Choć główna stopa procentowa Fedu wzrośnie o 0,75 punkta procentowego, to jednak jest to podniesienie stopy procentowej zasadniczo do

wartości czterokrotnie wyższej. Do tego dochodzi zakończenie skupu aktywów, a z czasem ich wyprzedaż.

To może być problematyczne, ponieważ w trakcie pandemii zadłużenie na całym świecie znacząco wzrosło. Dlatego Fed może natrafić na problemy w trakcie cyklu podnoszenia stóp procentowych. Być może dlatego [Powell stwierdził](#), że „te projekcje [właściwej stopy procentowej według członków FOMC] nie odzwierciedlają decyzji ani planów Rady, a nikt nie wie na pewno, jak gospodarka będzie wyglądać za rok”.

To zacieśnianie polityki monetarnej prawdopodobnie będzie problematyczne dla Chin obecnie.

Biorąc pod uwagę sytuację w Chinach, stopy procentowe zaczną prawdopodobnie rosnać nie tylko z powodu działań Fedu, ale również zmian na rynkach międzynarodowych. Prawdopodobnie pogorszy się sytuacja banków spoza Stanów Zjednoczonych, które wyemitowały dług denominowany w dolarach amerykańskich — stanie się tak na skutek strat kredytowych, jak i wydrenowania ich rezerw dolarowych, gdy tylko będą wycofywane z banków, aby uregulować zobowiązania. To z kolei może doprowadzić do sytuacji, gdzie polityka monetarna będzie zaostrzana zbyt szybko, a część warunków, które będzie Fed musiał brać pod uwagę, nie będzie pod kontrolą Fedu. To z kolei może doprowadzić do rozpoczęcia się kryzysu w Ameryce, jak i zaostrzenia się problemów za granicą — jak wiemy dzięki austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego, wzrost stóp procentowych po okresie ich zaniżania doprowadzi do kryzysu.

Czy będzie kryzys?

Obecnie gospodarka Chin ma problemy, które zaczynają być widoczne. Obecnie widać, że chiński sektor nieruchomości jest zdecydowanie przeinwestowany i stanowi to poważny problem dla Chin, biorąc pod uwagę, jak ważnym sektorem dla Chin jest sektor nieruchomości. Sektor ten jest mocno przeinwestowany, a popyt na nieruchomości w Chinach cały czas słabnie. Z tego powodu właśnie sektor nieruchomości ponosi straty — budowane nieruchomości, jak i ceny, po jakich chcą je sprzedawać firmy budowlane, są niedostosowane do preferencji konsumentów. Co więcej, obywatele Chin obecnie są bardzo zadłużeni — według [Rhodium Group](#) zadłużenie obywateli Chin wynosi obecnie 56% PKB Chin i 128% dochodów tych obywateli. To również powoduje, że wzrost stóp procentowych jest dla Chin niebezpieczny, ponieważ może dalej pogрузić popyt na mieszkania.

Swoje problemy ma również chiński sektor bankowy — jak twierdzi [Virgil Bisio w swoim raporcie sporządzonym dla U.S.-China Economic and Security Review Commission](#). Jeszcze przed pandemią sektor bankowy Chin wymagał działań ratunkowych ze strony banku centralnego. Ta pomoc banku centralnego Chin świadczy o tym, że oficjalnie podawany (dla 2019 roku) odsetek niespłacanych kredytów, czyli 1,9%, prawdopodobnie jest zaniżony. Co więcej, w latach 2016-2019 chińskie banki pozbyły się kredytów o wartości 900 mld dolarów (waluty kredytów nie zostały określone).

Trudno powiedzieć, czy kryzys wybuchnie po tych podwyżkach stóp procentowych i na skutek obecnych problemów w Chinach — moim zdaniem jest to prawdopodobne, jeśli Fed faktycznie podniesie stopy procentowe w 2022 roku i będzie potem kontynuował zacieśnianie polityki monetarnej, a rząd USA nie będzie wprowadzał zmian w swojej polityce gospodarczej. Wzrost stóp procentowych jeszcze bardziej uwydatni problemy strukturalne obecnych gospodarek, które są zależne od długu i pompowania baniek dzięki taniemu kredytowi i operacjom banków centralnych.

Jednak to nie oznacza koniecznie wielkiej zapaści, jak miało to miejsce w 2008 roku. Po doświadczeniach z 2020 roku, gdy bankom centralnym i rządowi na świecie udało się — [wbrew moim przewidywaniom](#) — szybko wyciągnąć gospodarkę z covidowego dołka (ceną ogromnego zadłużenia, nadmiernego pobudzenia popytu i uporczywej inflacji). Chociaż powyższe informacje o problemach w Chinach są dosyć ponure i wystąpienie kryzysu w ciągu najbliższych dwóch lat jest (moim zdaniem) całkiem prawdopodobne, to nie jest to pewne i być może bankom centralnym wraz z rządami ponownie uda się powstrzymać kryzys albo szybko ugasić pożar.

Fed ma szereg możliwości wspierania gospodarki, z których może skorzystać, gdy wybuchnie kryzys. Oprócz standardowych narzędzi, banki centralne wciąż pracują nad nowymi oraz sposobami koordynowania współpracy. Rezerwa Federalna posiada narzędzia, które pozwalają jej wspomóc już nie tylko banki w USA, ale i na całym świecie. Fed wprowadził kilka lat temu swapy walutowe między bankami centralnymi, dzięki którym może za pośrednictwem banków centralnych innych krajów dostarczać dolary amerykańskie tym bankom na całym świecie, które ich potrzebują, by uniknąć niewypłacalności i konieczności wyprzedania znacznej większości swojej aktywów.

Poza tym Fed w marcu 2020 roku wprowadził tak zwane [Foreign International Monetary Authorities Repo Facility](#) (w skrócie określane jako FIMA),

a 28 lipca 2021 roku uznał, że pozostawia to narzędzie w swoim arsenale. Oznacza to, że władze monetarne różnych krajów mogą teraz zaciągać kredyt w Fedzie, oddając w zastaw obligacje Stanów Zjednoczonych, które zobowiązują się odkupić w przyszłości. Jest to kolejne narzędzie, dzięki któremu Fed może dostarczać dolara amerykańskiego bankom na świecie za pośrednictwem rządów.

Jakie znaczenie mają te narzędzia? Dzięki nim Fed może do pewnego stopnia wpływać na oprocentowanie dolara za granicą, dopóki zagraniczne banki centralne są skłonne do współpracy. W takiej sytuacji Fed może już nie tylko zdecydować się na wspieranie banków amerykańskich za wszelką cenę, ale również na wspieranie banków zagranicznych. Tak więc ratując banki zagraniczne, Fed będzie mógł obniżyć również stopy za granicą.

Ta pomoc bankom zagranicznym może pomóc również rządowi Stanów Zjednoczonych. FIMA to kredyt udzielany pod zastaw obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. To oznacza, że banki centralne zwiększą swój popyt na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, które będą mogły w razie czego wykorzystać, by pozyskać dolary, które mogą być potrzebne do spłaty długów denominowanych w tej walucie.

Brak kryzysu nie oznacza braku kłopotów

Mamy powody, by obawiać się wybuchu kryzysu, ale ostatnie doświadczenia pokazały, że banki centralne wraz z rządami są w stanie rozruszać gospodarkę. Można hipotetyzować, że zastrzyki taniego pieniądza pomogły zapobiec rozpadowi struktury gospodarczej po wprowadzeniu lockdownów i wspomogły nieco firmy po zniesieniu lockdownów.

Jednak te działania nie są wolne od konsekwencji, o czym przekonujemy się obecnie — mamy problem z inflacją, firmy zmagają się z rosnącymi kosztami i siłą roboczą, która raz rozpieszczona darmowym pieniądzem od rządu, niechętnie wraca do pracy. Dlatego mamy do czynienia z niedoborami i nadmiernym popytem. Chociaż uniknęliśmy zapaści, to nie uniknęliśmy problemów, z którymi teraz rządy i banki centralne mają kłopot. I nawet jak unikniemy ponownie poważnej recesji, to mogą pogłębić się obecne problemy — inflacja, niedobory, rosnące koszty działalności gospodarczej — lub dojdą kolejne, nieprzewidziane.

Próby ratowania gospodarki, jeśli okażą się „skuteczne”, będą wiązały się z poważnymi konsekwencjami w formie jeszcze niższego (czyli prawdopodobnie zerowego) wzrostu gospodarczego i braku wzrostu płac, który będzie wynikał z

braków zmian w strukturze gospodarczej. Brak wzrostów produktywności będzie skutkował brakiem wzrostu płac. Do tego raz wykorzystane narzędzia raczej pozostaną z nami na dłużej, tak więc rządy chętniej będą sięgać po narzędzia fiskalne, co będzie przyczyniać się do inflacji. Możliwe jest więc, że następnym razem kryzys nie będzie wiązał się z krótkim, acz bolesnym okresem dostosowań, a będzie początkiem długiego okresu, w trakcie którego będziemy zmagać się z różnymi bolączkami.