



## **הרפובליקה העממית של סין – היו ערים לסיכונים**

**דצמבר - 2016**

**מאת:**

**ד"ר גיל מיכאל בפמן, כלכלן ראשי  
אריה טל, כלכלן**

1,374mil	אוכלוסייה (2015)
11,182\$bn.	תוצר מקומי גולמי (2015)
14,340\$	תוצר לנפש (PPP)
118 BP	(last) CDS Spread
AA-, Negative	דירוג אשראי (S&P), מרץ-2016
Aa3, Negative	דירוג אשראי (Moody's), מרץ-2016
A+, Stable	דירוג אשראי (Fitch), נובמבר-2016

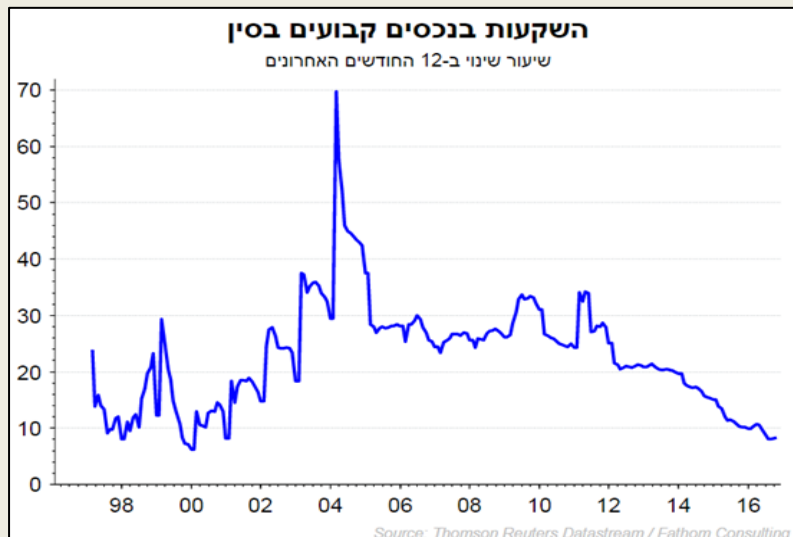
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
GDP growth (% change)	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.6	6.2
CPI inflation (% , average)	5.4	2.7	2.6	2.0	1.4	2.1	2.3
Govt. balance (as % of GDP)	-0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-2.7	-3.0	-3.3
Govt. Debt/GDP (%)	33.1	34.0	36.9	39.8	42.9	46.3	49.9
CA balance (as % of GDP)	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0	2.4	1.6

מקור: IMF, תחזיות אוקטובר 2016

נקודות חולשה	נקודות חוזק
<ul style="list-style-type: none"> <li>המשך הרעה בתנאי הכלכלה עלול לגרום לתסיסה חברתית ועליה בסיכונים הפוליטיים.</li> <li>רמת שקיפות נמוכה יחסית בפרסום הנתונים הכלכליים.</li> <li>מקום 83 במדד השחיתות העולמי.</li> <li>סיכוני האשראי גדלו בשנים האחרונות.</li> <li>קיים חשש מבועות בשווקים הפיננסיים ובשוק הדיור.</li> <li>אוכלוסייה מזדקנת וקצב גידול אוכלוסייה נמוך.</li> <li>תוצר לנפש נמוך-בינוני, ולכן מידת הגמישות הפיננסית של משקי הבית מוגבלת, בעיקר בעתות מיתון.</li> <li>קשיים בירוקרטיים בעשיית עסקים-מקום 78 מ-190 מדינות במדד עשיית עסקים.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>רמת יתרות מט"ח גבוהה (אך במגמת ירידה).</li> <li>תמונת מצב חיובית נטו של נכסים ואשראי חיצוני.</li> <li>עודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים.</li> <li>רפורמות מבניות אשר צפויות לתמוך בפעילות הכלכלית בטווח הבינוני ועשויות למתן את מגמת ההאטה בצמיחת המשק.</li> </ul>

## סין – התפתחויות כלכליות וסיכונים

נרשמה מגמת התמתנות בפעילות הכלכלית בשנים האחרונות: כלכלת סין צמחה בשיעור של 6.7% ברביע השלישי של 2016 מול התרופה המקבילה אשתקד, בדומה לשיעור הצמיחה בשני הרביעים הקודמים. בכך נמשכה המגמה ארוכת טווח של התמתנות בפעילות הכלכלית מאז פרוץ המשבר הגלובאלי ב-2007/2008. יש לציין כי על פי מספר גופים כלכליים ופיננסיים בינלאומיים, קצב הצמיחה הנמדד והמחושב על פי נתונים כלכליים שונים שאינם נאספים בהכרח על ידי גופים ממשלתיים בסין, הינו נמוך ביחס לנתונים הרשמיים של הממשל בסין; להערכת גורמים חיצוניים אלו, שיעור הצמיחה בפועל נמוך מ-6%.

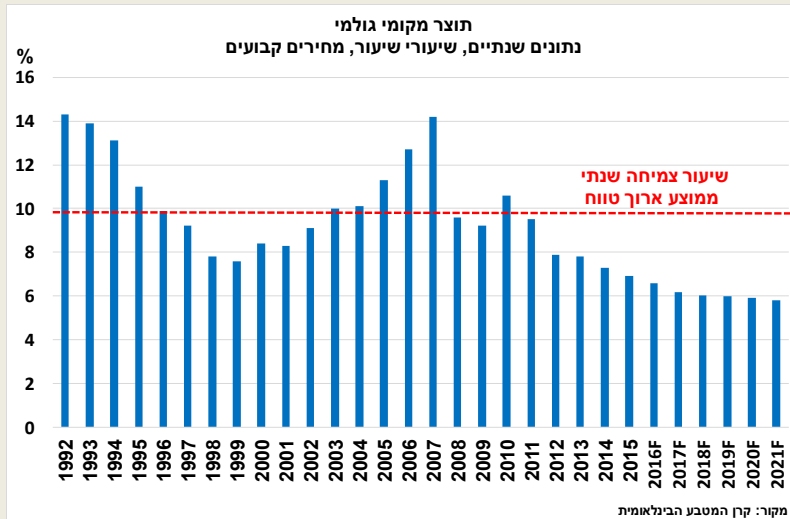


**ממה נובעת ההאטה בקצב הצמיחה? הגורמים אשר מכבידים על עוצמת הצמיחה של המשק הסיני הם: האטה משמעותית בהשקעות בנכסים קבועים (שיעור שנתי של 6.5% ב-2014-2015 לעומת 15% בשנים 2007-2010, בממוצע) ובצריכה הפרטית. ההאטה בביקושים המקומיים נבעה ממספר גורמים, ביניהם: בלימת ייצור היתר מעבר לביקוש**

בתעשיות מסוימות לאורך זמן; האטה בהשקעות על ידי מקומיים וזרים כתוצאה מירידה בסנטימנט הכלכלי שנבעה מחוסר הוודאות על רקע החולשה בכלכלה הגלובאלית וחששות הציבור מ"בועות נכסים" בשוקי הדיור והאשראי; סנטימנט שלילי בשווקים הפיננסיים בשנים האחרונות; והאטה בביקושים החיצוניים אשר הכבידה על הפעילות בענפי התעשייה והשירותים המקומיים. על רקע זה, פעילות היצוא של סין, אשר הייתה מנוע צמיחה מרכזי בשנים שלפני פרוץ המשבר נחלשה בשנים האחרונות.

החולשה ביצוא של סין נבעה בין היתר מההאטה בפעילות הסחר בעולם בשנים האחרונות, ומעליה בעלויות העבודה בסין בשנים האחרונות (מהלך טבעי לאור העלייה ברמת ההכנסה לנפש), דבר אשר פגע ברמת התחרותיות של המוצרים הסיניים ועשוי להכביד במידה מסוימת על הביקושים מהעולם למרות שעלויות הייצור עדיין נמוכות בהשוואה בינלאומית. היצוא של סין צפוי לצמוח בקצב של 1.9% ב-2016, לאחר צמיחה שלילית ב-2015. יש לציין כי בין השנים 2002-2007 (בין שני המשברים הכלכליים) היצוא הסיני צמח בשיעור שנתי ממוצע מהיר מאוד של 25%. לעומת זאת, בשנים 2017-2022 היצוא הסיני צפוי לצמוח בשיעור של 2.7% בממוצע בשנה.

מגמת ההאטה בצמיחה צפויה להימשך בשנים הבאות והיא חלק מתהליך ההתכנסות (convergence) של מדינות אשר רמת התוצר לנפש שלהן עולה במהירות, מרמות נמוכות מאוד, כאשר תיתכן האטה משמעותית ב-2018: בסך הכל, כלכלת סין צפויה לצמוח בשיעור של 6.6% ב-2016, נמוך ב-0.3% נקודות האחוז ביחס לקצב הצמיחה שנמדד ב-2015. הצמיחה השנתית הממוצעת



בשנים 2017-2021 צפויה להסתכם ב-6% בממוצע. לצורך השוואה, בשנים 2003-2008 עמד קצב הצמיחה הממוצע בסין על 11.3%.

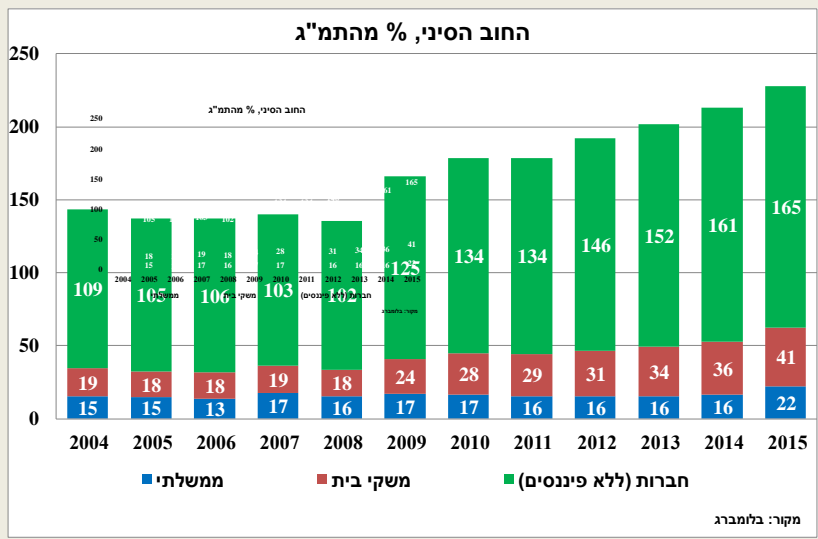
יש לציין כי ישנן הערכות פסימיות יותר לגבי ההתפתחויות הכלכליות בסין בשנים הקרובות. להערכת ה-

Economist Intelligence Unit (EIU), הקונגרס הלאומי

ה-19 של המפלגה הקומוניסטית שיערך באוקטובר 2017 (נערך כל חמש שנים), שבמסגרתו יחולו חילופים בקרב חברי הממשל, יאפשר לנשיא סין, שי ג'ינפינג, לבצע שינויים במדיניות הכלכלית בשנים הבאות. השינוי העיקרי הצפוי הוא מיקוד הממשלה בהאטת הגידול באשראי במשק אשר גרם לעליית החוב בשנים האחרונות בצורה משמעותית. בעקבות מדיניות זו, ה-EIU צופה כי קצב הצמיחה הכלכלית ירד ל-4.2% ב-2018 לעומת שיעור הצמיחה של 6.2% ב-2017. ניהול לקוי של במדיניות הכלכלית לא ברור עלול להוביל להשפעות רחבות שליליות הן במשק המקומי והן בכלכלה העולמית (פגיעה ביצרניות הסחורות ובשותפות הסחר העיקריות).

עליה בסיכונים בשנים האחרונות ולצד זאת אתגרים הצפויים להכביד על הכלכלה הסינית בשנים הקרובות:

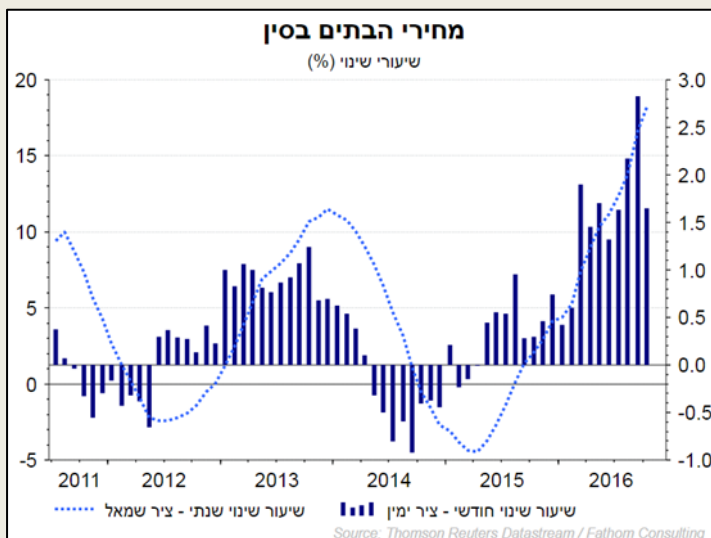
• גורם סיכון עיקרי בכלכלה הסינית הוא העלייה שחלה ברמת המינוף בשנים האחרונות.



על פי הנתונים הרשמיים, החוב של המגזר העסקי (ובנטרול סקטור הפיננסים) היה כ-165% תוצר ב-2015 לעומת 102% ב-2008, והחוב של משקי הבית עלה גם כן באופן משמעותי בשנים האחרונות וחצה לאחרונה את רמת ה-40% לעומת 18% לפני פרוץ המשבר.

להערכתנו העלייה המשמעותית במינוף הפיננסי של הסקטור העסקי ומשקי הבית בשנים האחרונות, במקביל לכך ששוק האשראי הסיני עדיין אינו מתאפיין באותה רמת שקיפות וניהול סיכונים של מדינות המערב, מהווה סיכון לכלכלה הסינית. יש לציין כי בשנה האחרונה היו מספר סימנים למשברים נקודתיים בסקטור העסקי, לרבות קשיים בקרב חברות, הן בבעלות ממשלתית והן פרטיות, לשלם את חובן (קרן או ריבית) למחזיקי האג"ח, המרה כפויה של אג"ח למניות לציבור, הגברת הפיקוח על קרנות כספיות (למשל הגבלות על רכישת אג"ח מתחת לדירוג מסוים), והמשך מגמת עליה בהיקף ההלוואות שאינו נושאות הכנסה (NPL).

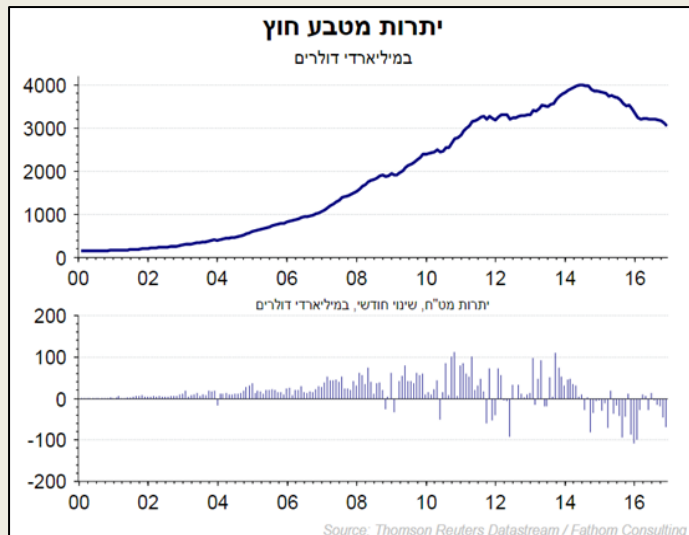
- השקעות ממשלתיות גדולות מדי, בעיקר בתשתיות, אך לא רק.** הרפורמות הסיניות טרם באו לידי ביטוי בהקלה של הסיכונים לדירוג האשראי של מדינה וזאת בעיקר משום שהגידול המהיר של אשראי שם ממשיך להגדיל סיכונים פיננסיים יציבותיים. סין עדיין לא הצליחה לגוון את מקורות מימון ההשקעות הממשלתיות. לצד המשקל הגדול של השקעה ממשלתית, הממומנת באמצעות אשראי בנקאי מקומי וגיוסים של רשויות מקומיות בשוק האג"ח המקומי, ישנו המשך גידול של החוב הקונצרני, תוך עלייה בסיכונים של איכות האשראי. עם זאת, יש לציין את ההערכה של חברת הדירוג S&P (Standard & Poor's) שבמצב של "תרחיש אמצע", לבנקים של סין ישנה איתנות פיננסית מספקת לטווח הקצר. תחום אחר שמביא לגידול מהיר באשראי המקומי הוא תחום המקרקעין, שבו מחירי הקרקעות באזורים מבוקשים עולים במהרה, ויזמים מגדילים את היקפי המימון והסיכון (פירוט בהמשך).



- עליית המחירים המהירה במחירי הדירוג בשנה האחרונה אשר נתמכת בביקושים ערים וגידול בהיצע האשראי למשקי הבית ולחברות. למרות הירידה בשנתיים האחרונות במלאי הדירות, הוא עדיין גבוה יחסית ברוב האזורים ואינו תומך בלחצים לעליית מחירים. בנוסף, ממשלת סין ממשיכה לעשות מאמצים כדי למתן את הגידול בביקושים על ידי הגברת הפיקוח על**

משקיעים, הקטנת סיכוני האשראי והגבלות על התחלות הבניה. ירידה חדה מדי במחירי הדירוג עלולה לפגוע בביטחון הצרכנים, וכתוצאה מכך גם בביקושים המקומיים. כאמור לעיל, המגמות במחירי הנדל"ן באים לידי ביטוי במגמות במחירי הקרקעות ועלייה בביקוש לאשראי בהקשר זה.

- המצב החברתי-פוליטי בסין.** במידה והיה האטה של ממש בפעילות הכלכלית ותחול הרעה ברמת החיים של משקי הבית המתאפיינים בתוצר לנפש נמוך ורמת חיים נמוכה באופן כללי, אזי עלולה לחול תסיסה חברתית. במידה והמדיניות הפיסקאלית והרפורמות של המשל הסיני לא יוכיחו את עצמן, עשויה לחול התרחבות בביקורת בקרב הציבור הסיני. התפתחות זו עלולה להחליש את השלטון הנוכחי וכן להביא לכך שהציבור ידרוש בסופו של דבר שלטון חדש, העושה למען הציבור ומטפל טוב יותר בבעיות של סין מאשר קודמיו. החשש שתהליכי שינוי כאלו לא יהיו הדרגתיים, שקטים וחלקים מביא לחשש שמדובר בפוטנציאל להתפתחויות אשר עלולות לשבש את הפעילות הכלכלית הסינית, ולו לפרק זמן קצר, וזאת תוך כדי השפעות כלכליות גלובליות שליליות.



• מגמת יציאת ההון נמשכת לצד ירידה בהיקף רזרבות המט"ח, אך החשבונות החיצוניים עדיין איתנים: סין מתאפיינת בעודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים בשנים האחרונות, והעודף צפוי להישמר בשנים הקרובות. בנוסף, לסין אשראי חיצוני ממשלתי נטו (מלווה\נושה נטו) גבוה והיא מחזיקה ברזרבות מט"ח בהיקף גבוה של כ- 3 טריליון דולר. גורמים

אלה יחדיו מוסיפים לחוזקה של סין. יש לציין כי מאמצע 2014 חלה ירידה ביתרות המט"ח (עמדו ביוני 2014 על כ-4 טריליון) על רקע ביקושים פנימיים של חברות סיניות או משקיעים זרים למטבע חוץ אשר סופק על ידי הממשלה מתוך היתרות, אך לא רק.

גורם נוסף שהשפיע על היתרות הוא השינוי שחל בשערי המט"ח הצולבים בעולם מאמצע 2014. יתרות המט"ח של סין מוחזקות בסל של מטבעות ולא רק דולר. לכן, התחזקותו של הדולר מול מטבעות עיקריים אחרים (יורו וליש"ט לדוגמא) מביאה לירידה בשווי דולרי של היתרות הנקובות במטבעות השונים. המשך ירידה ביתרות המט"ח, עקב תנועות הון יוצאות, ולא עקב שיערוכי מטבע ומחירי נכסים, תגרום ככל הנראה להגברה נוספת של הפיקוח על תנועות הון יוצאות על ידי הממשל הסיני, דבר אשר עשוי להגביל, ככל שצעדים אלו יהיו יעילים, את הסיכון ליציבות של הכלכלה.

*לסיכום, חשוב לציין כי מידת השקיפות של הנתונים במשק הסיני אינה מספקת, דבר המקשה עלינו לנתח לעומק את גודל הסיכון עד לרמת המיקרו. יחד עם זאת, ממבט המאקרו, ובשלב זה ללא כניסה לנושא של היווצרותם של תרחישי סיכון שעלולים לבוא מכיוון "מלחמת סחר", אנו מעריכים כי הסיכון היציבותי של הכלכלה הסינית עלה בשנים האחרונות. העלייה בסיכונים מקבלת ביטוי בהמשך מגמה של תנועות הון פיננסיות יוצאות מסין. במקביל חלה עליה במרווחי ה-CDS (סוג של ביטוח סיכון שמיטת חובות ממשלה) ואופק דירוגי האשראי שונה מיציב לשלילי על ידי S&P ו-Moody's בשנה האחרונה.*