



Ответ на загадку перебалансирования КИТАЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Это произойдет «естественным путем»
под воздействием рыночных сил

Рабочий несет стальные трубы на рынке в провинции Хубэй в центральной части Китая.

Джонатан Андерсон

В ПРОШЛОМ году наблюдатели глобальной экономической ситуации имели возможность обозреть редкое событие, когда целая группа должностных лиц США на уровне министров и их китайские коллеги проводили повсеместно обсуждавшуюся серию совещаний под лозунгом «Экономический диалог между США и Китаем». Официальная программа охватывала длинный перечень тем, включая доступ к рынку, права интеллектуальной собственности, экспортный контроль США и инвестиционные гарантии; однако можно с уверенностью сказать, что реальной повесткой дня был постоянный дефицит в двусторонней торговле США с Китаем и быстро растущий профицит торгового баланса континентального Китая в отношении мира в целом. Иными словами, основное внимание делегации было сосредоточено на перебалансировании китайской экономики, то есть на теме, которой в последние месяцы были особенно увлечены многие наблюдатели, занимающиеся Китаем.

Но что на самом деле означает «перебалансирование», и как оно может быть достигнуто? Это отнюдь не простой вопрос, поскольку экономика Китая является одной из самых своеобразных и загадочных в мире, и, как выясняется, традиционная точка зрения на этот вопрос может оказаться неверной.

Что происходит?

Фундаментальная проблема заключается в следующем. С одной стороны, в течение последних трех лет в Китае происходил быстрый рост профицита торгового баланса и счета текущих операций, который в первой половине 2007 года составил примерно 10 процентов ВВП по сравнению с 3 процентами в 2004 году и примерно 2 процентами в 2000–2003 годах. С другой стороны, доля валовых инвестиций в экономике за тот же период тоже увеличилась до рекордного уров-

ня в 43 процента ВВП с примерно 35 процентов в начале текущего десятилетия.

Можно утверждать, что за последние 50 лет экономисты не наблюдали ничего подобного. Обычно быстрый рост коэффициента инвестиций приводит к дефициту по счету текущих операций: вспомним, например, Юго-Восточную Азию перед началом азиатского финансового кризиса. И наоборот, огромный торговый профицит Японии и Тайваня в середине 1980-х годов по большей части объяснялся падением доли инвестиций внутри страны. Эта закономерность неоднократно проявлялась в странах с формирующимся рынком во всем мире, кроме Китая, где увеличение нормы инвестиций и стремительный рост профицита по счету текущих операций шли параллельно.

Что же происходит? По определению, если оба коэффициента повышаются, то норма внутренних сбережений должна расти еще быстрее, что, в свою очередь, означает, что доля внутреннего потребления в ВВП должна снижаться, причем очень резко. Действительно, официальные данные показывают, что совокупные расходы на потребление в Китае сократились с более 60 процентов ВВП в начале десятилетия до примерно 50 процентов в настоящее время, при этом потребление домашних хозяйств находится на рекордно низком уровне, составляющем 37 процентов ВВП. Это самый низкий показатель во всей Азии, а возможно, и среди стран с формирующимся рынком.

Понятно, что здесь дело не только в мелких «неисправностях» в активной, быстро растущей экономике континентального Китая, и очевидный вывод из описанного выше сценария заключается в том, что всему виной является низкий уровень потребления. Предположительно, решением проблемы внутренних и внешних дисбалансов Китая станут срочные меры, направленные на резкое повышение потреби-

тельских расходов — единственной движущей силы, которая может восстановить сбалансированный рост.

Такова, в двух словах, общепринятая версия событий. Однако, как выясняется, есть также весьма веские причины подвергать сомнению это общепринятое мнение, и более пристальный анализ макроэкономических данных действительно указывает на то, что реальное положение дел выглядит иначе. В настоящей статье будет показано, что потребление домашних хозяйств не является главной проблемой; напротив, источником подавляющей части избыточных сбережений являются китайские компании, «экспроприрующие» доли рынка и прибыли у компаний остального мира. Кроме того, этот дисбаланс представляет собой временное, а не структурное явление, и экономика уже находится в процессе самокорректировки. Конечно, Китай по-прежнему нуждается в более долгосрочных структурных реформах в сферах потребительского кредита и системы социальной защиты, но они не решают проблему текущих циклических диспропорций.

Три дополнительные загадки

Как же добиться желаемого результата? Начнем с рассмотренных трех дополнительных экономических загадок.

Во-первых, если расходы домашних хозяйств столь малы, почему это не ощущается? Согласно официальным данным по ВВП, потребление значительно отстает от общего роста экономики, однако это практически единственное, что свидетельствует о низких показателях потребления. Темпы роста розничных продаж находятся на уровне двузначных величин, потребительские расходы в сельских районах увеличиваются стремительными темпами одновременно с ростом цен на продукты питания, а годовой объем покупок пассажирских автомобилей в городских районах с 2002 года утроился. Потребители Китая, по-видимому, также не испытывают недостатка в заемных средствах — рост ипотечных и автомобильных кредитов привел к существенному увеличению общей задолженности домашних хозяйств по сравнению с началом десятилетия.

Во-вторых, если инвестиции Китая столь чрезмерны, почему же не сокращается прибыль? Данные об инвестициях задают такую же головоломку: резкое повышение нормы инвестиций в сочетании с уменьшением потребления должно приводить к низкой и сокращающейся прибыли корпораций, однако официальные данные по промышленности за последние пять лет говорят о высокой рентабельности. С 2004 года нормы прибыли в промышленности несколько снизились, особенно в секторах с избыточными производственными мощностями, но, по историческим меркам Китая, они остаются весьма высокими.

В-третьих, если потребительские сбережения бурно растут, почему мы не можем их обнаружить? Наиболее серь-

езный повод для критики общепринятой точки зрения касается той части уравнения, которая отражает сбережения. Ведь фактическое потребление может быть выше, а инвестиции ниже, чем показывают официальные данные по ВВП, но резкое увеличение профицита по счету текущих операций за последние несколько лет тем не менее подразумевает значительный рост сбережений, и любое последовательное представление дисбалансов в Китае должно разъяснять, каковы источники этих сбережений.

Максимум, что можно сказать, — это то, что домашние хозяйства не являются их источником. Согласно данным по банковской системе, с начала десятилетия доля домашних хозяйств в совокупных депозитах уменьшилась, что компенсировалось увеличением доли депозитов предприятий. Это подтверждается оценками потоков денежных средств, которые также показывают, что хотя нормы сбережений домашних хозяйств и органов государственного управления в целом находятся на высоком уровне, за последние пять лет ни один из этих коэффициентов заметно не изменился. Напротив, реальной движущей силой недавнего «бума сбережений» в Китае является корпоративный сектор, где расчетная норма валовых сбережений по сравнению с началом десятилетия резко повысилась почти на 7 процентных пунктов (см. рис. 1).

Фирмы, а не домашние хозяйства

Вывод состоит в том, что дисбалансы, неожиданно возникшие в Китае в последние несколько лет (резкий рост профицита торгового баланса и предполагаемое значительное увеличение внутренних сбережений по отношению к уже очень высоким уровням инвестиций в континентальной экономике), не были обусловлены низким потреблением. Напротив, большинство данных свидетельствует о том, что источником проблемы являются компании Китая и растущие корпоративные сбережения.

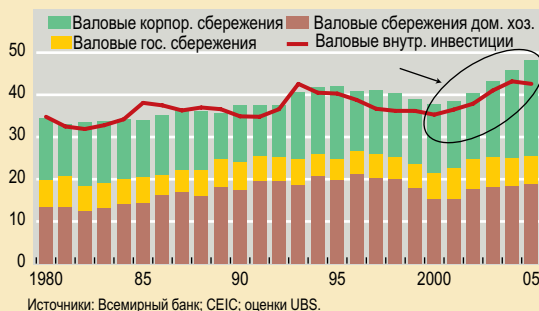
Согласно определению, валовые корпоративные сбережения равны совокупной прибыли (то есть сумме доходов, которые могут быть использованы для инвестирования или распределения среди владельцев), и в последние пять лет нормы прибыли корпораций были высокими, но стабильными, или даже снижались. Однако существует значительное различие между нормами прибыли и объемами совокупной прибыли в экономике, и показатели последних свидетельствуют об ином положении дел. С 2002 года наблюдалось резкое расхождение в динамике норм прибыли и совокупной прибыли крупных промышленных компаний Китая относительно ВВП: совокупная прибыль относительно общей величины экономики стремительно возрастала (см. рис. 2). Если учесть прибыль более мелких фирм перерабатывающей про-

Рисунок 1

Новые крупные держатели сбережений

Валовые сбережения корпоративного сектора резко возросли.

(Доля ВВП, в процентах)



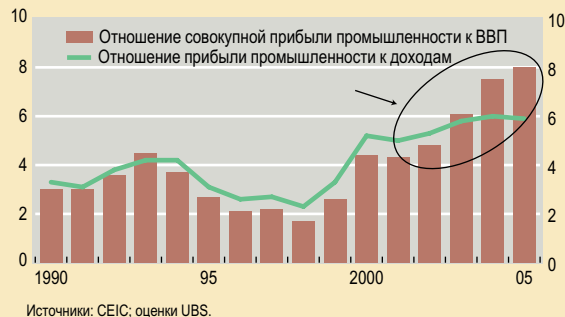
Источники: Всемирный банк; CEIC; оценки UBS.

Рисунок 2

Все больше прибыли

Совокупная прибыль крупных промышленных компаний растет, несмотря на стабильность норм прибыли.

(В процентах)



Источники: CEIC; оценки UBS.

мышленности и сектора услуг, легко увидеть, что корпоративный сектор стал движущей силой бума сбережений в Китае.

Чем же объясняется неожиданное расхождение между динамикой норм прибыли и совокупной прибыли в последние несколько лет? Ответ заключается в громадном росте объемов промышленных продаж. На протяжении большей части двух последних десятилетий соотношение между доходами от промышленных продаж и ВВП было стабильным, но начиная с 2002 года оно внезапно возросло с 90 процентов ВВП до поразительно высокого уровня в 140 процентов в 2005 году (см. верхний график на рис. 3). К тому же это увеличение не было повсеместным — скачок отмечался исключительно в отраслях тяжелой промышленности.

При этом объем производства в тяжелой промышленности возрастал гораздо быстрее, чем внутренний спрос на промышленные товары (см. нижний график на рис. 3). Конечно, профицит увеличивался и в отраслях легкой и электронной промышленности Китая, но крупнейшим отдельно взятым источником торгового профицита было внезапное кардинальное изменение внешнеторговой позиции в таких отраслях тяжелой промышленности, как производство материалов и полуфабрикатов, машиностроение, сталелитейная и химическая промышленность.

Реальное положение дел

Оказывается, реальные причины дисбалансов в экономике Китая практически не связаны с потреблением и полностью определяются крупномасштабным чистым переводом сбережений из-за границы в корпоративный сектор континентальной части страны. Из-за избытка внутренних производственных мощностей компании в тяжелой промышленности фактически экспроприировали сбережения остального мира за счет аномального расширения своей доли рынка внутри страны и за рубежом. И это является не отражением долгосрочных структурных дисбалансов, а скорее глубоким циклическим шоком, который несет в себе предпосылки для перелома своей собственной тенденции.

Вот как функционирует этот механизм. С 2001 по 2005 год экономика континентального Китая переживала мощный бум инвестиций в строительство и отрасли, связанные с машиностроением. Болезненное замедление роста внутреннего спроса, последовавшее за ужесточением макроэкономических условий в 2004 году, в обычной ситуации привело бы к сокращению производства и свело бы на нет прибыль в этих секторах, но компании в ключевых отраслях оказались в состоянии «обосновать» рост производственных мощностей, отобрав долю местного рынка у зарубежных поставщиков, а также резко увеличив собственные экспортные поставки. Результатом стало значительное сокращение роста импорта и активное наращивание экспорта — то есть быстрое увеличение профицита торгового баланса. Разумеется, нормы прибыли в «перегретых» секторах снизились, однако расширение долей рынка позволило фирмам существенно увеличить объемы продаж внутри страны и добиться более высоких норм прибыли, чем в отсутствие такого расширения, что, в свою очередь, позволило обеспечить огромный рост уровня прибыли корпораций относительно общего объема экономики. Это служит ответом на вторую большую загадку: почему, несмотря на рекордно высокое отношение инвестиций к ВВП, в стране не наблюдалось более сильного давления на доходы и нормы прибыли.

Необычайно высокий вклад чистого экспорта в общий экономический рост вызывает также повышение уровня ВВП относительно внутреннего спроса и, тем самым, «искусственно» сокращает долю потребления в экономике. И это помогает разгадать первую загадку: почему официальная норма потребления домашних хозяйств падает, несмотря на активный рост фактических показателей потребления.

Реальное перебалансирование

Итак, рабочую модель макроэкономических дисбалансов Китая можно кратко представить следующим образом: циклические чрезмерные инвестиции в отрасли тяжелой промышленности, растущая доля рынка за счет структурной корректировки внешней торговли, и в результате — более высокие внутренние сбережения корпораций. Теперь, взяв эту модель за отправную точку, рассмотрим различные рецепты «перебалансирования».

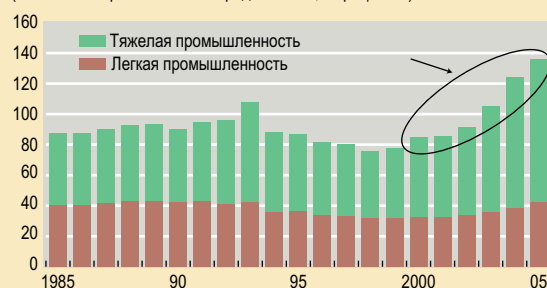
Просто увеличить расходы домашних хозяйств. И вновь, эта точка зрения, по-видимому, наиболее популярна среди экспертов по Китаю и в финансовой прессе. Однако этот путь может оказаться не слишком целесообразным. По международным стандартам средняя норма сбережений домашних хозяйств в Китае действительно высока, но есть большая разница между высокими структурными сбережениями и циклическими избыточными сбережениями. Высокие структурные сбережения, отчасти приходящиеся на домашние хозяйства, являются главным фактором, определяющим высокие структурные инвестиции и темпы роста в экономике континентального Китая. Снижение норм сбережений привело бы к уменьшению средних норм инвестиций в течение цикла, а значит, к увеличению структурной прибыли на капитал, однако при этом оно вызвало бы замедление роста ВВП и доходов. Вопрос о том, оптимально ли такое решение для Китая, остается открытым. Между тем циклические избыточные сбережения представляют собой в большей степени проблему корпораций, чем потребителей, и попытка просто стимулировать рост потребления в настоящее время, с тем чтобы снизить профицит торгового баланса, не затрагивая фундаментальных факторов, лежащих в основе нынешних

Рисунок 3

Тяжеловесы

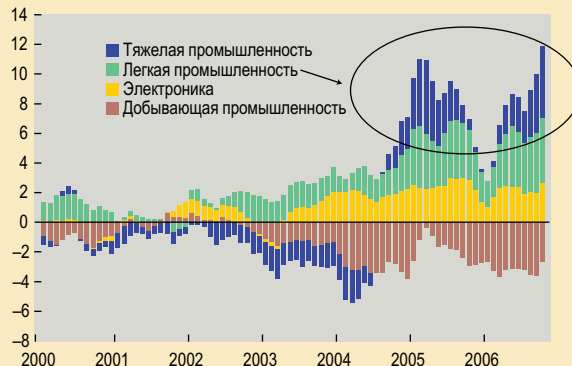
Тяжелая промышленность обеспечивала резкий рост объемов продаж,...

(Отношение промышленных продаж к ВВП, в процентах)



... который ведет к увеличению профицита торгового баланса.

(Вклад в изменение торгового баланса, в млрд долларов)



Источники: CEIC; оценки UBS.

дисбалансов, может вызвать повышение и без того «перегретого» роста экономики до абсурдно высоких уровней.

Уменьшить корпоративные и государственные сбережения и перенаправить средства в пользу домашних хозяйств. Более искушенные специалисты по экономике признают ошибочность таких представлений и сосредоточивают внимание на устранении системных факторов, лежащих в основе дисбалансов Китая: уменьшении структурной склонности страны к чрезмерным инвестициям путем «изъятия» дивидендов у государственных предприятий континентального Китая, введения более жестких бюджетных ограничений посредством проведения рыночных реформ в банковской системе и переориентации финансовых излишков от инвестиционных проектов, реализуемых местными органами управления, на развитие системы социальной защиты населения Китая (см. «Восстановление баланса в экономике Китая», стр. 27). Это — перебалансирование в истинном понимании данного термина, поскольку оно обеспечивает не только передачу сбережений от органов государственного управления и компаний в пользу домашних хозяйств, но и ослабление системных стимулов к ненадлежащему поведению. Все перечисленные рецепты в настоящее время постепенно находят свой путь в официальную политическую программу. Вместе с тем существует одна небольшая сложность. Подобная политика всегда носит долгосрочный характер, и она в большей степени направлена на то, чтобы предотвратить очередное обострение циклических дисбалансов сбережений и инвестиций, чем на то, чтобы снять существующее.

Консолидация тяжелой промышленности. Следует ли государству принять неотложные меры для сокращения избыточных производственных мощностей в данном секторе путем закрытия малоприбыльных фирм и консолидации выборочных отраслей тяжелой промышленности? Это позволило бы снизить уровень корпоративных сбережений и торговый баланс за счет уменьшения внутреннего предложения по сравнению со спросом и создания толчка для роста импорта. Вместе с тем, эта в принципе замечательная идея приводит, как показывает практика, к катастрофическим последствиям. В течение последних трех лет центральное правительство пыталось ограничить новые инвестиции и консолидировать существующие производственные мощности в сталелитейной, алюминиевой, цементной промышленности, автомобилестроении и других отраслях с весьма незначительными видимыми признаками успеха, и нет никаких особых оснований полагать, что в дальнейшем ситуация радикально изменится.

Отсутствует курс юаня. Роль обменного курса в дисбалансах Китая является, возможно, одним из тех вопросов, которые сегодня наиболее активно обсуждаются в теоретических исследованиях экономической политики. Наиболее распространенная точка зрения на внешние профициты континентального Китая подразумевает, что корректировка обменного курса играет лишь незначительную роль в перебалансировании экономики. Если высокий торговый баланс отражает структурно низкое потребление и избыточный уровень сбережений домашних хозяйств, тогда непонятно, как укрепление курса юаня могло бы способствовать решению данной проблемы. Аналогичным образом, основное альтернативное объяснение, согласно которому торговый профицит возник вследствие сильно заниженного обменного курса, в целом не дает ответа на вопрос о том, каким же именно образом структурное занижение курса привело к столь неожиданному и резкому росту валовых внутренних сбережений.

В противоположность этим двум точкам зрения, заострение внимания на роли циклических избыточных производственных мощностей объясняет как скорость и масштабы корректировки внешней торговли Китая, так и резкое увеличение валовых сбережений, а также проясняет роль валютного курса. Заниженный валютный курс не имеет прямого отношения к чрезмерным инвестициям и созданию избыточных про-

изводственных мощностей, но укрепление юаня может тем не менее сыграть ключевую роль в содействии корректировке постфактум, в условиях торгового профицита, уже возникшего в результате сложившихся ранее обстоятельств, за счет обратного переключения спроса на зарубежных поставщиков продукции тяжелой промышленности, ускорения ухода с рынка малоприбыльных производителей, конкурирующих с импортом, и происходящего в процессе такой корректировки сокращения сбережений отечественных корпораций.

Значительная ревальвация может быть привлекательной в теории, но до сих пор провести ее на практике оказывалось практически невозможно. Постепенное номинальное повышение курса до настоящего времени не оказывало сколько-нибудь заметного влияния на торговый баланс или прибыль корпораций, а политические ограничения серьезно препятствуют более существенному изменению обменного курса китайского юаня.

Естественное перебалансирование

В отсутствие более быстрой корректировки валютного курса остается возможность «реального» перебалансирования экономики в ближайшей перспективе. Тенденциями, которые в последующие несколько лет смогут, по всей вероятности, привести к возвращению корпоративной прибыли и торгового профицита на более устойчивые уровни, является постепенное прекращение роста избыточных производственных мощностей, последующее восстановление чистого спроса на импорт и снижение общих темпов роста ВВП. Это обеспечит реальное перебалансирование в краткосрочной перспективе.

Прежде всего, процесс чрезмерного расширения производственных мощностей близится к завершению. Это связано не с политикой государства, а с воздействием обычных рыночных сил: нормы прибыли поддерживались необычайно активным расширением доли рынка, однако в ключевых секторах с избыточными производственными мощностями, таких как автомобилестроение, сталелитейная отрасль и производство промышленных материалов, они снижаются. В результате рост инвестиционных расходов в этих секторах замедляется, и это должно способствовать сдерживанию процесса огромного наращивания промышленного производства, которое наблюдалось в последние пять лет.

Когда это произойдет, торговый профицит должен достичь максимума и, в конечном счете, пойти на убыль, когда Китай вновь станет чистым импортером в некоторых из перечисленных выше отраслей. Возможности китайских фирм использовать зарубежные рынки или замещать приходьющую на импорт долю рынка внутри страны ограничены; наиболее успешными в этом отношении были сектора, производившие массовые продукты с однородными свойствами, такие как сталь, цемент и алюминий, тогда как инвестиции и нормы прибыли в других областях, таких как машиностроение, характеризовались относительно более заметной реакцией на изменения внутренних условий.

Конечным следствием будут более низкие темпы роста ВВП. В рамках общепринятой точки зрения фактически содержится призыв к повышению темпов роста внутренних расходов по мере ускорения роста потребления, но дело в том, что не существует устойчивого способа перебалансировать экономику Китая при темпах роста ВВП в 10,5 или 11 процентов. Структурно устойчивые реальные темпы роста Китая составляют примерно 9 процентов, и именно к этому уровню должна вернуться экономика. Реальное перебалансирование будет связано с замедлением инвестиций и сокращением чистого экспорта, а не с дальнейшим ростом потребления в городах, и это, несомненно, самый вероятный сценарий развития событий до конца текущего десятилетия. ■

Джонатан Андерсон — руководитель Отделения экономики стран Азиатско-тихоокеанского региона финансовой компании UBS.