Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства, Сбербанк

Что МОЖНО требовать от Китая, а чего НЕЛЬЗЯ?

«КИТАЙ — ЭКОНОМИКА, ХАРАКТЕРИЗУЮЩАЯСЯ МНОЖЕСТВОМ СОВЕРШЕННО ОСОБЕННЫХ ЧЕРТ, КОТОРЫЕ, БУДУЧИ ПРИСУЩИ КАКОЙ-ЛИБО ДРУГОЙ ЭКОНОМИКЕ, НАПРИМЕР ПРИБАЛТИЙСКОЙ, ВЫЗВАЛИ БЫ К ЖИЗНИ НАСТОРОЖЕННОЕ ОТНОШЕНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ И — УЖ НАВЕРНЯКА — ЖЕЛАНИЕ ТАКОВЫХ РАССКАЗАТЬ КНР, КАК И ЧТО ЕЙ СЛЕДУЕТ ДЕЛАТЬ». ТАКОГО РОДА СЕНТЕНЦИЯ СТРАДАЕТ ДВУМЯ СЕРЬЕЗНЫМИ НЕДОСТАТКАМИ: ОНА НЕ К МЕСТУ И НЕ КО ВРЕМЕНИ.

Ее время — 1990-е годы, ее «место» — уж точно не сегодняшний Китай… А что касается Прибалтики или Центральной Европы, то они по умолчанию не могли бы быть вторым (третьим, четвертым, сто пятнадцатым) Китаем при всем желании, какового у них вдобавок никогда и не наблюдалось.

Безусловно, хороший западный инвестор должен непременно быть технологичен. Как любая нормальная индустрия базируется на технологиях, так и технология инвестиций и спекуляций — своего рода конвейер, где отдельные гениальные личности (вроде Билла Гросса или Уоррена Баффетта) прозревают, делают нетривиальные ходы и иногда выигрывают миллиарды долларов. Нормальный инвестор, хватающий звезды с неба в умеренном количестве, обязан быть технологичным: он должен следовать общепринятым рекомендациям в области риск-менеджмента, читать инвестиционные ресерчи и искать ответы на вопросы, исходя из принятых стереотипов. Например таких, что открытие некоего внешнего рынка внешнему миру несет ему, инвестору, как и множеству других его коллег, непременное благо, что мощный рост рынков по объему и ценовым показателям — свидетельство в перспективе новых неплохих доходов и тому подобное. Чем понятнее мир инвестору, чем новая экономика ближе по своей организации и стилю знакомой ему экономике ОЭСР, тем лучше для него. А инвестиционные банки сделают все возможное, чтобы даже самая странная, почти инопланетная экономика стала инвестору ближе и понятней ровно до такой степени, чтобы, скажем, 5% своего портфеля он разместил на данном рынке.

Конечно же, это разумное поведение, и вряд ли иного можно ожидать от обычного человека, которым в конечном итоге средний инвестор и является. Стереотипы, стандартизация, схемы — это основа технологии. В известных случаях тем, что не укладывается в рамки желаемых стереотипов, можно практически пренебречь. Скажем, тот факт, что в объеме розничных продаж Китая учитываются не только проданные конечному потребителю товары, но и те, что просто поставлены розничному торговцу, не отменяет звездного роста экономики этой страны.

Ну или, скажем, что в составе инвестиций и ВВП учитываются кредиты, выданные предприятиям, но не обязательно израсходованные, тоже не отменяет привлекательности китайского рынка. Или еще такой факт: в первой половине 2009 года ВВП страны, по официальным данным, вырос на 7.1%, тогда как потребление угля электростанциями снизилось почти на 9% за тот же период, потребление нефтепродуктов сократилось на 2.6%, а сбор налогов упал на 6% (источник: Far Eastern Economic Review) — дивергенция, которой никогда не наблюдалось раньше!

А как вам следующая цитата из South China Morning Post: «Некоторые регионы действуют незаконно. Мы вновь видим случаи, когда разрешение на строительство выдается не в согласии с законом, когда строительство начинается до получения разрешения или в то время, когда возможность выдачи разрешения еще только рассматривается»? Согласно Financial Times, «Госсовет КНР утвердил план по борьбе с избыточными производственными мощностями в семи секторах промышленности, запретивший строительство новых алюминиевых заводов сроком на три года и критикующий «слепую экспансию» в сталелитейной и цементной промышленности». Несколько пугающее заявление для наших металлургов, не правда ли? В течение месяцев рост цен на рынке металлов не только стимулировался, но его причины камуфлировались повышенным спросом из Китая. Оказывается, очень активный «спрос» на металлы опять проявляет и ФРС США! Имеющий уши да услышит.

Да, какие бы странности ни имелись в экономике Китая, эта страна добилась того, что глобальной экономикой сегодня правит триада: США, Китай, зона евро и примкнувшая к ним Япония. Это, кстати, автоматически налагает на Китай кое-какие обязательства… О чем ему периодически напоминают «нахальные» американцы. Последние, впрочем, слились в таких объятиях с этой развивающейся экономикой, которые так просто не разомкнуть (см. $2 трлн резервов в руках Китая). Кстати, неуклюжие шаги со стороны США вроде недавнего ввода пошлин на китайские шины вызывают у китайцев искреннее недоумение: дело в том, что в Поднебесной, за Великой китайской стеной, привыкли относиться к таким милым шалостям, как государственное субсидирование экспортирующей промышленности, в том числе и через обменный курс, не как к некому оружию, направленному на внешний мир, а как к сугубо внутреннему делу КНР. Поэтому, похоже, требования сбалансировать соотношение сбережений и инвестиций во всем мире через рост потребления в странах с высокими сбережениями встречаются тут исключительно с дипломатической вежливостью. В КНР, конечно, понимают, что рост потребления в стране важен и даже критически важен для экономики страны, но перенапрягаться на этом пути они не намерены. И более чем агрессивные стимулы для своей промышленности, которая в очень значительной степени ориентирована на экспорт (только профицит внешней торговли в последние годы превышал 12% ВВП КНР против средней величины по миру на уровне около 4.5%), они, пожалуй, не связывают с такими абстракциями, как мировой баланс текущих операций.

И впрямь, что стоит за настойчивыми требованиями США отпустить юань как минимум в более свободное плавание? И почему китайцы этому так упорно сопротивляются? Только ли дело в том, что КНР смотрит на обменный курс лишь как на свое внутреннее дело?

Выбор валютного режима, как показывает даже беглый взгляд на невероятно пеструю выборку экономики, регулярно публикуемую МВФ, производится той или иной страной в результате анализа множества факторов от исторических до использования внешних советов, авторитетных рекомендаций или даже при внешнем давлении. Важным и непраздным вопросом, по всей видимости, может считаться следующий: чего, собственно, стремится добиться та или иная страна, ее монетарные власти, устанавливая тот или иной валютный режим — от плавающего курса до создания так называемого «монетарного союза» (объединения стран с общей валютой)? Непраздный характер этого вопроса становится ясен при рассмотрении некоторых неоднозначных предпосылок, например таких труизмов, как «экономический рост не может быть безынфляционным», «конкурентоспособность — понятие многоплановое и отнюдь не исчерпывается соображениями относительной себестоимости», «инфляция — также феномен неоднозначный, особенно в недостаточно эффективных и рыночных экономиках» и так далее.

Если главной целью монетарных властей становится преодоление инфляции, выбранная политика, без сомнения, будет использовать главным образом механизмы, характерные для более свободного плавания обменного курса. Также преимущества плавающего курса считались до последнего момента более очевидными в случае кризисов, которые во многом подготавливались искусственно завышенными ранее регулируемыми обменными курсами. Впрочем, МВФ в своем исследовании 116 валютных кризисов, случившихся между 1976 и 1996 годами, пришел к выводу, что половина из них произошла в странах с фиксированными валютными режимами, вторая же половина — в странах с плавающими.

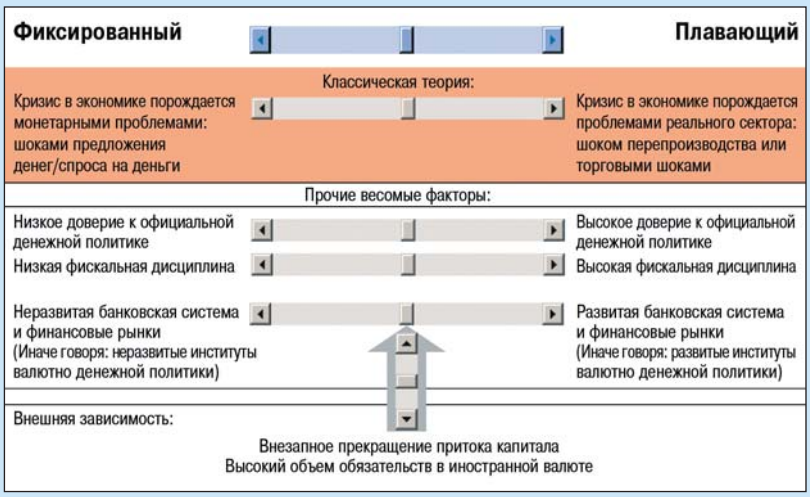
Если во главу угла ставится достижение максимального среднесрочного экономического роста, как в случае с Китаем, то решение будет отнюдь не однозначным. В частности, в работе «Валютные режимы и экономический рост на развивающихся рынках» авторы (J.Bailliu, R.Lafrance и J.-F. Perrault) приходят к неприятному для «радикальных рыночников» выводу: «Мы не нашли подтверждения первоначальному предположению о том, что характер валютного режима влияет на экономический рост». Авторы нашли лишь свидетельство того, что смена валютного режима уж точно приводит к среднесрочному замедлению экономического роста.

Вместе с тем, более гибкие валютные режимы ассоциируются с более высоким экономическим ростом лишь для более открытых в отношении капитала и торговли экономик. Однако «для других (менее открытых) экономик более гибкие валютные режимы разрушительны для экономического роста». Исследования экономик ЮВА, региона новых экономических тигров, такие, например, как Exchange Rate Regimes and Economic Growth: Evidence from Developing Asian and Advanced European Economies (Haizhou Huang и Priyanka Malhotra), подтвердив вышеприведенные результаты, характерные для европейского региона, показали, что в Азии более высокий экономический рост демонстрируют страны с управляемым плавающим курсом.

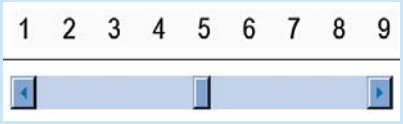
Развивающиеся страны вообще не слишком активно стремятся к тому, чтобы их валютные режимы стали более гибкими, исходя из того, что сама по себе гибкость не обеспечивает экономического роста, а также испытывая

закономерные опасения по поводу угроз чрезмерной волатильности обменных курсов. Кроме того — и это очень важно — многие из этих стран не имеют достаточных средств для осуществления твердой денежной политики и ограничения волатильности валюты и процентных ставок на свободных рынках.

Позвольте привести тут что-то вроде эконометрической модели — исключительно для оживления повествования. Так, вкратце, выглядят согласно последним исследованиям факторы, влияющие на адекватный выбор валютного режима:



Играючи ползунками, можно, в принципе, получить наглядную картинку экономической логики выбора валютного режима. А если набраться смелости, то можно даже сверху прикрепить вот такую шкалу с весьма, конечно, условными делениями:



, где

1. Монетарный союз. Этот вид валютного режима подразумевает, что либо валюта одной страны (или ряда стран) упраздняется в пользу валюты другой страны, либо валюты многих стран упраздняются в пользу одной общей валюты. Примером последней формы монетарного союза является, конечно, зона евро, а первый вид союза характерен для некоторых стран Латинской Америки, например Панамы, где экономика полностью долларизована.

2. Валютный комитет (currency board) подразумевает привязку валюты одной страны к другой валюте, обычно по фиксированному курсу, что, однако, предусматривает наличие некоторых суверенных инструментов денежной политики. Примеры: Аргентина, Гонконг, Болгария и другие.

3. «Жесткая («истинная») привязка». Например, страны Центральной Африки привязывали свои валюты к французскому франку, теперь — к евро.

4. Регулируемая привязка. К такому типу относились валютные режимы времен Бреттонвудского соглашения, которые были фиксированными по отношению к доллару, но время от времени курсы пересматривались.

5. Плавающая привязка (crawling peg). В принципе, это ярко выраженный пример усреднения плавающего и фиксированного курса. С одной стороны, национальная валюта привязана к другой валюте, но эта привязка регулярно пересматривается предсказуемым образом, о чем обычно объявляется публично и заранее. Обычно используется в странах с высокой инфляцией и выражается в регулярных (плановых) девальвациях местной валюты. Примеры: Чили, Венгрия, наклонный коридор доллар/рубль в РФ.

6. Корзинная привязка, обычно к корзине валют, взвешенной по объему внешней торговли. Механизм, похожий на ныне существующий в РФ, однако здесь возможны варианты: некоторые страны (по крайней мере, в прошлом) регулярно или нерегулярно меняли состав корзины, причем делали это втайне от рынка, непредсказуемым образом.

7. Целевая зона или коридор. При таком режиме монетарные власти обещают совершать интервенции, как только обменный курс касается верхней или нижней границы установленного диапазона, измеряемого в виде предельных отклонений от центрального значения. Пример: страны еврозоны в 1979–1999 годах, до окончательного введения евро.

8. Управляемое плавание (также известное как dirty float — «грязное» плавание) подразумевает интервенции монетарных властей на неоговоренных уровнях, по собственному усмотрению. В РФ до недавнего времени применялась фактически комбинация из корзинной привязки, управляемого плавания и очень широкого целевого коридора.

9. Свободное плавание. Наиболее «радикальный» пример — США, которые почти никоим явным образом не вмешиваются в вопросы обменного курса, даже с помощью словесных интервенций, к которым иногда прибегают в зоне евро и Японии.

Китай использует что-то вроде регулируемой привязки (п. 4). Давайте проведем небольшой эксперимент и сравним в этом отношении РФ и КНР. Кто более прав в выборе своего валютного режима? Поиграем ползунками…

КНР

1. По первому пункту («классической теории») уровень монетизации экономики КНР таков, что кризис в ней — если таковой случится — имеет корни скорее в области реального сектора, а именно торгового шока, чем в монетарной сфере.

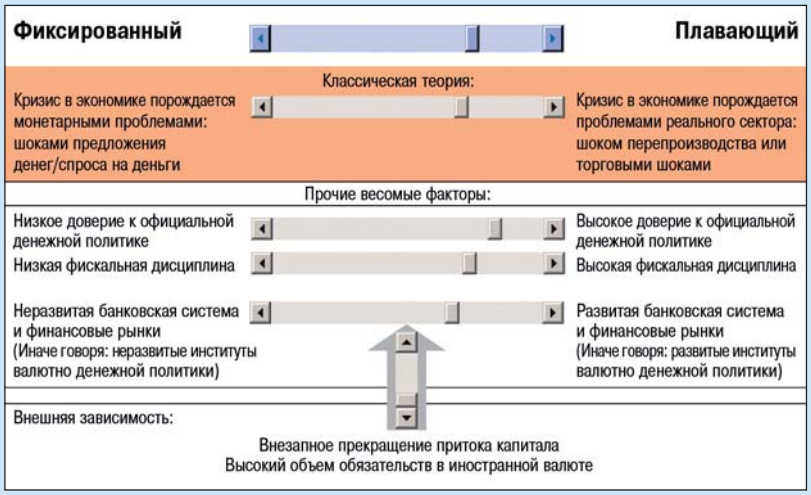
2. По уровню доверия к официальной денежной политике Китай характеризуется скорее высоким показателем. Однако явный минус — недостаточно прозрачная политика в области обменного курса.

3. Низкая фискальная дисциплина? Вряд ли! Но точно не 100%!

4. Уровень развития банковской системы и финансовых рынков Китая, с одной стороны, высок в количественном отношении — около 200% ВВП по активам банков и капитализации, но многие рынки неразвиты: деривативы используются только на рынке сырьевых товаров. Кстати, по закрытости банковской системы КНР ставят на второе место после РФ.

5. Зато страна отлично защищена от шоков внезапного прекращения притока капитала: она нетто-кредитор.

Итак, картина примерно такая:



Мы бы посмели тут предположить, что нынешний валютный режим КНР, пожалуй, консервативен для состояния ее экономики. Да, господа, Китай, по-видимому, субсидирует свою экспортную промышленность с помощью регулируемого обменного курса. Но они считают это своим внутренним делом!

РФ

6. По первому пункту («классической теории») уровень монетизации экономики РФ и частных сбережений довольно низок, так что кризис — храни нас Бог от него — имеет корни скорее в области денежного предложения.

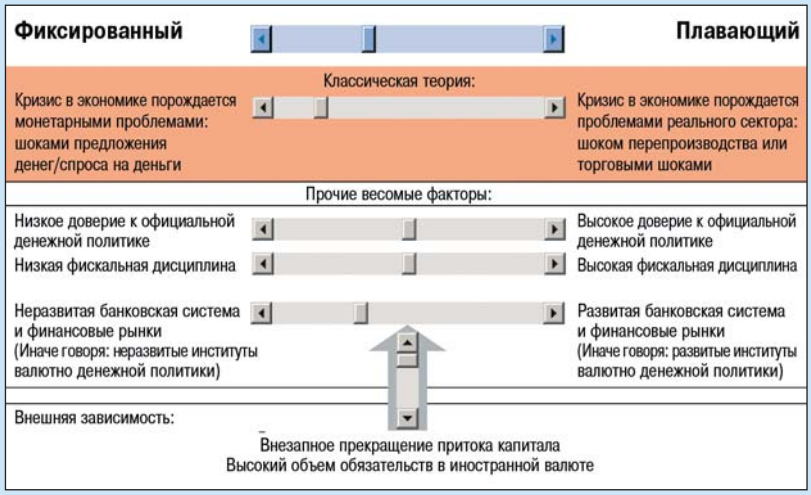
7. По уровню доверия к официальной денежной политике РФ характеризуется скорее средним показателем из-за не слишком высокой предсказуемости монетарной политики и зависимости от внешнего притока валюты.

8. Низкая фискальная дисциплина? Ближе к средней в последние годы.

9. Уровень развития банковской системы и финансовых рынков в РФ находится на среднем, а то и низком уровне — в прошлом году активы банковской системы едва превысили 60% ВВП. По степени закрытости банковской системы РФ ставят на первое место в мире.

10. Как мы убедились, из-за недостатка частных сбережений реальный сектор очень плохо защищен от шоков внезапного прекращения притока капитала. Однако резервы государства выручают.

Итак, картина примерно такая:



Тут нам как раз представляется, что выбранная модель валютного режима в РФ как минимум более-менее адекватна текущему состоянию экономики. Если даже не бежит немного впереди паровоза…

29 октября 2009 МОСКВА

РОССИЙСКИЙ КОНГРЕСС

Private Equity

Организаторы:

Официальный партнер по Белоруссии и Украине :

Спонсор:

БЕЙКЕР ТИЛЛИ РУСАУДИТ

ПРИГЛАШАЕМ К УЧАСТИЮ В КОНГРЕССЕ

Дополнительная информация на сайте WWW.CBONDS.INFO в разделе «Конференции»

Контактное лицо — Анастасия Альбарази
тел.: (812) 336-97-21, доб. 124;
e-mail: nastya@cbonds.info