Василий НОСОВ,
главный аналитик Центра макроэкономических исследований, Сбербанк России

Китай: «три тяжелые битвы»

Китай вступает в 2018 год в статусе крупнейшей экономики мира в терминах паритета покупательной способности и второй — в долларовом выражении. Однако за десятилетия роста в стране были накоплены серьезные дисбалансы. Их устранение позволит снизить риски в среднесрочной перспективе, но в то же время создаст угрозу для стабильности экономического развития в ближайшие годы. При проведении реформ руководство Китая должно учитывать краткосрочные риски. Возникновение кризисных явлений в Китае окажет серьезное негативное влияние на мировую экономику, в том числе за счет снижения спроса на энергоресурсы, что особенно важно для экономики России. В свете этого особый интерес представляет рассмотрение ключевых рисков для китайской экономики и анализ потенциального эффекта реформ.

2018 год для Китая — начало нового политического цикла. Именно 2018 год должен стать первым годом серьезных преобразований. В декабре 2017 года Си Цзиньпин обозначил три основные задачи на ближайшие годы, «три тяжелые битвы»: борьба с бедностью, загрязнением окружающей среды и накопившимися проблемами в финансовом секторе.

ЗАКРЕДИТОВАННОСТЬ ЭКОНОМИКИ

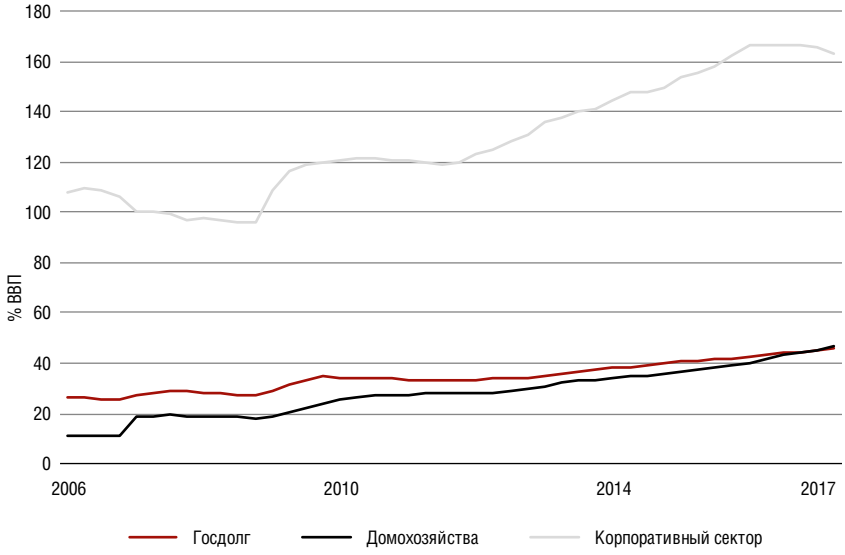
Основная угроза для экономики Китая — сильная закредитованность экономики. По оценкам Банка международных расчетов, долг нефинансового сектора Китая в первом полугодии 2017 года составил 255.9% ВВП, причем почти две трети приходится на корпоративный сектор. Главный механизм борьбы с ростом долговой нагрузки — серьезное ограничение доступа бизнеса к новым кредитам. На практике это означает, что прибыль бизнеса будет уходить на погашение долгов, а не на инвестиции и создание новых производственных мощностей. Отказ от инвестиций серьезно ограничивает перспективы роста компании. Современному китайскому бизнесу еще не приходилось сталкиваться с трудностями в получении кредита, поэтому очень вероятно, что предприниматели постараются перевести все свои активы в максимально ликвидную форму, то есть продать их. Это может привести к разрастанию крупнейших государственных корпораций за счет покупки частных активов и к появлению так называемых «национальных чемпионов», что отчасти совпадает с идеями Си Цзиньпина. Однако потери частного сектора могут оказаться серьезнее, чем выигрыш госкомпаний.

Снижение активности бизнеса повлечет за собой сокращение количества рабочих мест и, следовательно, сокращение потребления, чей вклад в рост ВВП в 2017 году составил 4.6 п.п. из 6.9% роста (вклад инвестиций — 2 п.п.). Точно оценить суммарный негативный эффект от снижения инвестиций и потребления невозможно, так как конкретные планы руководства Китая по ограничению кредитования неизвестны. Однако очевидно, что рост экономики КНР при таком сценарии будет ниже, чем в 2016 году (6.7%), и, соответственно, станет рекордно низким с 1990 года. Замедление роста, даже в формате «мягкой посадки», негативно отразится на инвестиционной привлекательности Китая и повысит риск выхода иностранных инвесторов из китайских активов. Вывод иностранных средств, в свою очередь, вновь приведет к сокращению инвестиций, замедлению роста экономики и, таким образом, к дальнейшему усилению оттока капитала.

НЕУСТОЙЧИВОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

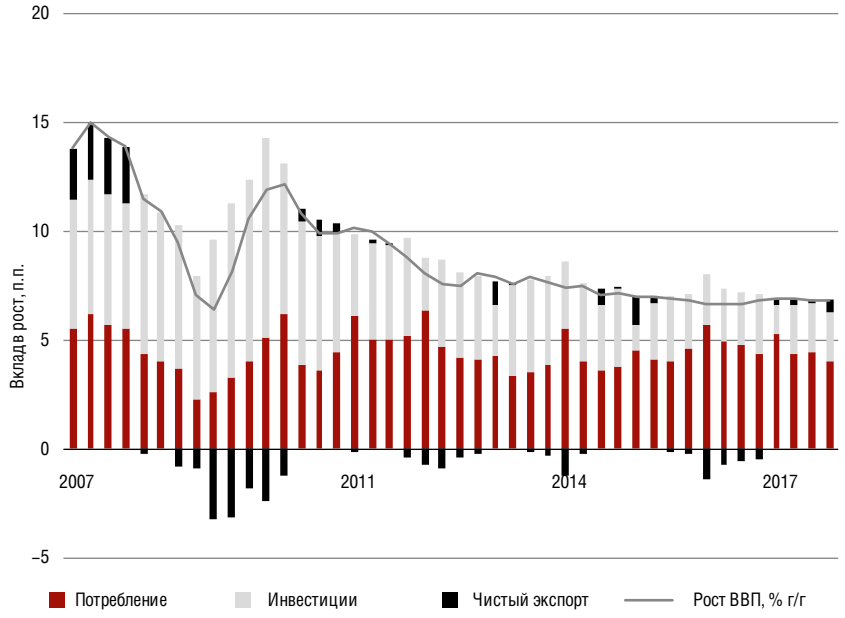
Сможет ли китайский бизнес погасить все свои долги за счет отказа от инвестиций? Очевидно, нет. По данным МВФ, в 2014 году среди торгующихся на биржах компаний лишь 20% имели отношение заемного капитала к собственному менее 100%, то есть полной продажи всех активов компании не хватит на погашение долга. Для значительной части бизнеса выплата кредитов может оказаться невозможной без постоянного вливания дополнительных средств. Следовательно, Китай столкнется с ростом плохих долгов, что увеличит нагрузку на банки. В конце 2017 года МВФ проводил стресс-тестирование 33 банков, на долю которых приходится 75% активов всей банковской системы Китая. Стресс-тест показал, что недостаток капитала банковской системы в «сильно неблагоприятном сценарии» составит $280 млрд (2.5% ВВП).

Что делать властям Китая, чтобы избежать банковского кризиса? Наиболее распространенное предложение — создать «банк плохих долгов», предоставить банкам необходимое финансирование и снять с бизнеса все обязательства. Однако у такой политики есть несколько негативных последствий. Во-первых, подобный подход дает бизнесу четкий сигнал, что выплата кредитов не является обязательной, и следующий цикл будет сопровождаться еще более агрессивным накоплением долга. Во-вторых, предоставление банкам ликвидности означает проведение эмиссии Народным банком Китая. Рост денежного агрегата М2 (совокупность наличных денег и средств на счетах) негативно скажется на защищенности резервов НБК от спекулятивной атаки. Спекулятивная атака предполагает резкий рост спроса на иностранную валюту, что в условиях фиксированного валютного курса приводит к быстрому истощению валютных резервов Центрального банка и лишает его возможности поддерживать фиксированный курс. В краткосрочной перспективе отказ от фиксированного курса приведет к резкому ослаблению юаня, что станет серьезным шоком для экономики.



Источник: Банк международных расчетов

Рисунок 1
Корпоративный сектор — основной держатель долга в Китае



Источник: Haver Analytics

Рисунок 2
Вклад потребления и инвестиций в рост ВВП Китая составил 6.6 п.п. в 2017 году

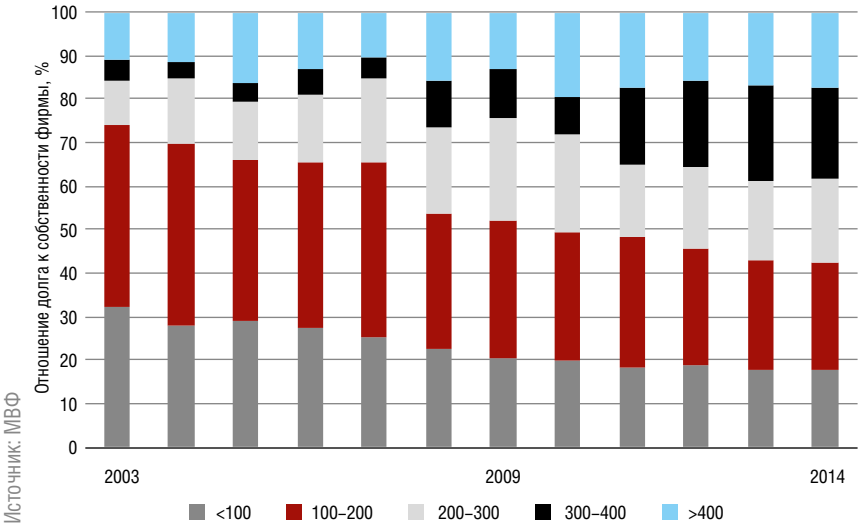


Рисунок 3
Лишь 20% торгующихся на биржах китайских фирм могут погасить долги за счет продажи активов

НЕИЗБЕЖНОСТЬ ОТКАЗА ОТ ФИКСИРОВАННОГО ВАЛЮТНОГО КУРСА

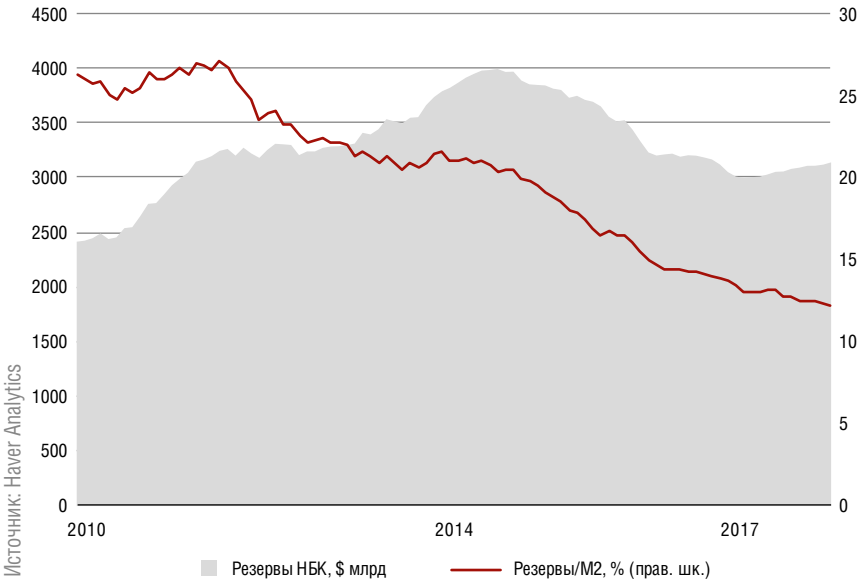
Для поддержания фиксированного курса Центральному банку необходимы значительные валютные резервы. В денежном выражении объем валютных резервов Китая огромен — $3.140 трлн. Однако в сравнении с денежным агрегатом M2 они уже не выглядят неисчерпаемыми — всего 12.2% на конец 2017 года. В случае резкого замедления экономики и усиления спроса на валюту резервы будут быстро сокращаться, как было в 2015-м — начале 2016 года. Чем ближе истощение резервов, тем больший спрос на валюту будет предъявляться со стороны рынка. Действующие меры контроля за движением капитала сильно ограничивают покупки резидентов, однако применение столь же жестких ограничений в отношении иностранного бизнеса остановит приток капитала из-за рубежа, что приведет к замедлению роста экономики.

Переход к плавающему курсу юаня представляется практически неизбежным уже в ближайшие годы, хотя руководство КНР крайне осторожно говорит об этой задаче, в основном ограничиваясь обещаниями постепенной либерализации рынка. Впрочем, надолго отложить отказ от фиксированного курса не получится. Китай старается предупредить будущее замедление экономики и сгладить негативный эффект за счет привлечения иностранных инвестиций. Для этого страна создает механизм «перекрестных торгов» континентальных бирж с биржей Гонконга, повышает допустимую долю иностранного капитала в банках, финансовых организациях и так далее. Но расширение свободы движения капитала при сохранении независимой денежной политики Народного банка Китая, согласно «трилемме международных финансов» (Impossible Trinity), обязательно приведет к отмене режима фиксированного курса.

После краткосрочного шока, вызванного переходом к плавающему курсу, рынок должен прийти в равновесие, однако ситуация осложняется отсутствием понимания со стороны рынка, каким будет равновесный курс юаня. Рассчитать равновесный курс (то есть курс, при котором достигается нулевое сальдо платежного баланса) практически невозможно из-за низкого качества статистики платежного баланса — ошибки и пропуски систематически превышают счет текущих операций в несколько раз.

Еще одна заявленная задача — борьба с загрязнением окружающей среды. Основной источник загрязнения окружающей среды — сжигание угля в процессе выработки электроэнергии. Отказ от использования угольных электростанций возможен лишь при компенсации объема предложения за счет других энергоресурсов, и Китай не может обойти это естественное ограничение. В 13-м пятилетнем плане заложено увеличение доли потребления электроэнергии, полученной из газа и нетопливных источников, до 25% к 2020 году (17.9% в 2015 году) при снижении доли угольной генерации с 64% до 60%. В 2016 году наблюдалась позитивная динамика использования энергоресурсов — доля использования угля снизилась до 62%, а доля газа и нетопливных источников достигла 19.7%. Китай является крупнейшим мировым инвестором в альтернативную энергетику, что

Рисунок 4
Резервы НБК постепенно истощаются



позволяет ожидать сохранения такого тренда. Однако действительно резкого отказа от использования угля, который мог бы привести к шоковым явлениям в экономике, не произойдет. Безусловно, закрытие предприятий приведет к локальному росту безработицы, но в масштабах всей экономики это не вызовет значительных потрясений.

РИСКИ ДЛЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Основной риск замедления Китая для глобальной экономики состоит в резком падении спроса на импорт. Китай является одним из основных торговых партнеров многих развитых стран. Импорт Китая из Кореи в 2017 году достиг $178 млрд, из Японии — $166 млрд, из США — $155 млрд. ЕС поставил в Китай товаров на $245 млрд. Снижение доходов бизнеса и населения, а также резкое ослабление юаня приведут к сокращению спроса на зарубежные товары, что негативно отразится на экономике торговых партнеров (так же, как в 2007–2009 годах замедление США и ЕС негативно сказалось на Китае). Замедление в реальном секторе приведет к турбулентности и на финансовых рынках.

Сильно пострадают страны — экспортеры энергоресурсов, ведь Китай является крупнейшим мировым импортером нефти. Спрос на нефть в основном зависит от спроса на бензин. При негативном сценарии развития Китая уровень частного потребления бензина снизится. Более того, почти 20% электроэнергии в Китае добывается именно за счет нефти. Снижение экономической активности и падение спроса на электроэнергию приведет и к сокращению спроса на нефть.

Ключевая задача для руководства Китая — постепенное и осторожное проведение реформ. Китайские и иностранные инвесторы должны быть уверены, что происходит не падение, а ребалансировка экономики и в ближайшей перспективе Китай достигнет устойчивого роста на уровне 2–3%, что характерно для развитых экономик. Помочь в этом может развитие технологий и альтернативной энергетики, в которые Китай инвестирует значительные средства. Сейчас Китай — признанный лидер копирования и развития зарубежных технологий, однако переход к устойчивому росту возможен лишь в случае качественного скачка в изобретении технологических новинок.

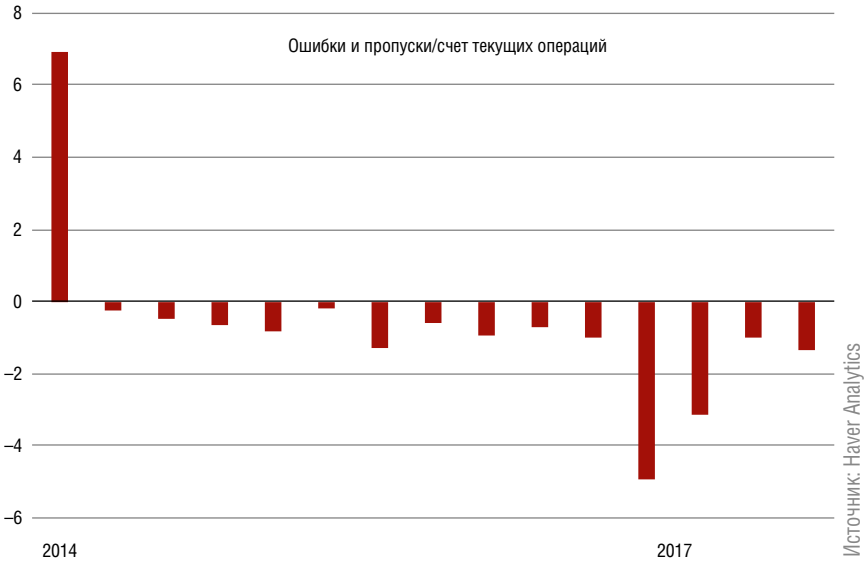


Рисунок 5
Ошибки и пропуски превышают счет текущих операций в несколько раз

Investfunds Forum IX
конференция институциональных инвесторов
Отель «Астория»
17–18 мая
Санкт-Петербург
Реклама.