

ТОМАС ОРЛИК

КИТАЙ:

пузырь, который никогда не лопнет ?

DirectMEDIA

Восточный вектор

Томас Орлик

КИТАЙ:

ПУЗЫРЬ, КОТОРЫЙ НИКОГДА НЕ ЛОПНЕТ?

Перевод с английского
Т. Ю. Адаменко

DirectMEDIA

Москва
Берлин
2022

УДК 330.35(510)
ББК 65.9(5Кит)-962
О-66

China: The Bubble That Never Pops, First Edition was originally published in English in 2020. This translation is published by arrangement with Oxford University Press. Direct-Media LLC is responsible for this translation from the original work and Oxford University Press shall have no liability for any errors, omissions or inaccuracies or ambiguities in such translation or for any losses caused by reliance thereon.

Первое издание « *Китай: пузырь, который никогда не лопнет?*» было опубликовано на английском языке в 2020 году. Данный перевод опубликован по договоренности с издательством Оксфордского университета. ООО «Директ-Медиа» несет ответственность за перевод с оригинального произведения, а Oxford University Press не несет ответственности за любые ошибки, упущения, неточности или двусмысленности в данном переводе, а также за любые убытки, связанные с ним.

Орлик, Томас

О-66 Китай : пузырь, который никогда не лопнет? / Т. Орлик : пер. с англ. Т. Ю. Адаменко. — Москва ; Берлин : Директмедиа Паблишинг, 2022. — 288 с. (Серия «Восточный вектор»)

ISBN 978-5-4499-2988-4

Томас Орлик, главный экономист Bloomberg Economics, проработавший в Пекине 10 лет, в увлекательной и доступной форме знакомит читателя с моделью экономического роста Китая и объясняет, чем обусловлено его устойчивое развитие. Подытожив исследования ведущих западных экономических институтов и изучив текущее состояние балансов банков, корпораций и местных органов власти, автор анализирует причины возникновения финансовых рисков и помещает Китай в контекст череды глобальных кризисов. Прорабатывая возможные сценарии развития событий, Орлик прогнозирует, что может произойти, если китайский экономический пузырь все-таки лопнет. Масштаб потрясения для Китая и остального мира будет колоссальным, и тем, кто сейчас рассматривает Китай в качестве опасного геополитического соперника, его крах может показаться куда менее приятной альтернативой.

УДК 330.35(510)
ББК 65.9(5Кит)-962

ISBN 978-5-4499-2988-4 © Издание на русском языке, перевод на русский язык, оформление. Издательство «Директмедиа Паблишинг», 2022
© Oxford University Press 2020

Рецензии на книгу

«КИТАЙ: пузырь, который никогда не лопнет?»

«Орлик освещает спорные вопросы в кристально ясной прозе, приправленной историями из многолетнего опыта работы в Китае. Его книга служит учебником по современной экономической истории Китая, но, что еще более важно, в ней приводится убедительная аргументация в пользу того, почему Китай может избежать надвигающегося кризиса».

Саймон Рабинович, экономический редактор
The Economist в Азии

«Никто лучше ветерана-аналитика Томаса Орлика не смог бы лучше объяснить и спрогнозировать исход долговой проблемы Китая. Эта книга отличается редким сочетанием пристального анализа мельчайших деталей этого сложного вопроса и доходчивых разъяснений, что делает ее интересным и увлекательным чтением для образованной публики. Читателям следует приготовиться к головокружительной поездке по крутым виражам потенциального китайского финансового кризиса».

Виктор Ших, доцент кафедры Хо Миу Лам
по Китаю и тихоокеанским отношениям,
Калифорнийский университет в Сан-Диего.

«Орлик рассматривает показательные примеры из разных уголков Китая, чтобы рассказать об удивительных метаморфозах китайской экономики. Он объясняет, что Пекин бросил вызов обстоятельствам и пережил четыре важнейших экономических цикла за сорок лет. Благодаря логичному стилю изложения, сдобренному здоровым юмором, ему удается донести до читателя, как Китай может перестроить свою экономику в пятый раз».

Селия Хаттон, редактор по Азиатско-Тихоокеанскому региону
Всемирной службы Би-би-си

«Книга Томаса Орлика *"Китай: пузырь, который никогда не лопнет?"* представляет собой ценный исторический обзор наращивания долга второй по величине экономики мира за последние два десятилетия. Глубокие знания автора и проницательный анализ экономической ситуации делают эту книгу своевременным вкладом в наше понимание государственно-капиталистической финансовой системы Китая и неэффективного распределения капитала».

Миньсинь Пэй, автор книги *China's Crony Capitalism.*

«Орлик беспристрастно рассматривает, как, несмотря на огромные долги, невыплаченные кредиты, проекты "белых слонов" и печально известные города-призраки, экономика Китая бросает вызов всем скептикам — по крайней мере, пока. В книге *"Китай: пузырь,который никогда не лопнет?"* Орлик приводит перечень политических инструментов, часто недоступных западным центральным банкам и политическим лидерам, которые партийные технократы Китая использовали для управления экономикой и предотвращения или предупреждения жесткой посадки. Понятная и легко читаемая, эта книга относится к тем редким работам, которые доступны для неспециалистов и в то же время предлагают достаточно деталей и данных для тех, кто посвящен в тайны китайской экономики».

Кайзер Куо, ведущий *The Sinica Podcast* на SupChina.com

«Мистер Орлик прекрасно объясняет, почему экономика Китая продолжает сбивать с толку тех, кто годами предсказывал, что китайский пузырь вот-вот лопнет. Он проводит читателей через все проблемы и риски и помогает понять, как политикам удается держать ситуацию под контролем, в то же время не исключая, что риск кризиса реален».

Билл Бишоп, издатель *Sinocism*

«Орлик использует свои глубокие познания (и остроумие), чтобы рассказать об усилиях, лежащих в основе невероятного экономического роста Китая. Обладая опытом журналиста и аналитика, освещавшего события в Китае и Азии, автор на примере Японии 1980-х годов, Кореи 1990-х годов и катастрофического кризиса субстандартного кредитования в США объясняет решения, принятые китайскими политиками. Эта книга — доступный учебник для всех, кто хочет понять выбор Китая сегодня».

Люси Хорнби, корреспондент *Financial Times* в Китае

Предисловие от редакции

Не будет преувеличением сказать, что взоры всех экономистов мира устремлены сегодня на Китай. И дело не только в том, что Китай уже обогнал США по ВВП (вычисленному по паритету покупательной способности) и стал мировым лидером, не только в том, что эта страна многие десятилетия демонстрировала ежегодный двузначный экономический рост и даже в эпоху пандемии продолжает развиваться темпами, недоступными для большинства ведущих экономик мира, а прежде всего в том, что ожидаемое прекращение экономического роста Китая превратилось в бомбу замедленного действия. Над мировой экономикой сгущаются тучи глобального кризиса, который разразится, как только Китай перестанет соответствовать всеобщим ожиданиям и тянуть на себе мировой экономический рост. Казалось бы, все предпосылки для этого есть: постепенное снижение темпов развития, утрата конкурентных ценовых преимуществ, а главное — стремительное наращивание задолженности и снижение эффективности китайской экономики. Так наступит ли этот кризис и когда — вот главный вопрос, обращенный к ведущим китаеведам и экономистам мира.

Какие факторы могут спровоцировать кризис? И если он разразится, как это скажется на остальном мире? Какие превентивные меры могут принять китайские политики? И есть ли шанс его избежать? Все эти вопросы главный экономист Bloomberg Economics Томас Орлик рассматривает в своей новой книге «Китай. Пузырь, который никогда не лопнет?». Автор анализирует модель экономического роста Китая, потенциал проводимых в стране реформ и то, как китайская экономика отреагировала на торговую войну с США.

Томас Орлик прожил в Китае около 10 лет и видел как сильные, так и, мне кажется, слабые стороны экономики этой страны. Начнем с оптимистической ноты. Что же помогает Китаю развиваться столь стремительными темпами? На Западе преобладает нарратив, что из-за однопартийной политической системы и высокой доли присутствия государства в экономике политическое и рыночное пространство Китая является склеротичным. Мол, произошло своего рода общенациональное подавление стимула к труду — нечто наподобие того, что мы видели в СССР в 1970-х и 1980-х гг. Именно это представление лежит в основе пессимизма в отношении будущего Китая и теорий его неминуемого краха. Является ли траектория плановой экономики однопартийного Советского Союза неизбежной для всех стран, развивающихся по модели социализма? Несомненно, специфика китайской политической системы и преобладание государственной собственности в экономике оказывают определенное угнетающее воздействие, но в целом китайские политики, рабочие и предприниматели смотрят в будущее с оптимизмом и подходят к решению возникающих проблем с большой изобретательностью. Возьмем, к примеру, Народный банк Китая (центральный банк), где за последние пятнадцать лет было внедрено огромное количество инноваций, начиная с реформирования системы процентных ставок и обменных курсов и заканчивая мерами, принятыми для снижения финансовых рисков.

Этот оптимизм вкупе с глубоким пониманием существующих проблем разделяет с китайскими экономистами и Томас Орлик. В Китае, несомненно, очень много социальных проблем, но если сосредоточиться исключительно на экономике, то после бесед с политиками и местными предпринимателями у автора сложилось впечатление, что люди мотивированы и у них есть стимул мыслить нестандартно.

Эта книга будет полезна тем, кто хотел бы внимательно и глубоко разобраться в факторах и внутренних мотивациях, лежащих в основе специфики китайской экономики. Томас Орлик не раз акцентирует внимание на том, что основным инструментом стимулирования роста в Китае было наращивание долга, т. е. быстрый

рост кредитования. Так зачем же Китаю нужен столь быстрый рост кредитования? Кто берет в долг? И кто выдает кредиты?

Первородный грех китайской экономики и китайской модели несбалансированного роста заключается в чрезвычайно высокой норме сбережений. Китай сберегает крайне высокую долю своего национального дохода. И существуют лишь две возможности превратить эти сбережения в спрос. Средства ссужаются за рубеж, а затем возвращаются в китайскую экономику в виде экспортного спроса. Именно этим Китай успешно занимался в 1990-х гг. и еще более успешно после вступления в ВТО в 2001 г. Или же Китай может одалживать сбережения сам себе, и тогда они возвращаются в виде инвестиций. После мирового экономического кризиса экспорт уже не мог быть основной движущей силой роста, поэтому Китай переключился с модели превращения сбережений в экспорт на модель превращения сбережений в инвестиции. И с 2008 г. мы стали свидетелями невероятно быстрого наращивания долга в финансовой системе.

В 2008 г. объем внешнего долга Китая достиг 140 % ВВП. К 2015 г. этот показатель вырос до 254 %. Никакая другая экономика мира не брала на себя такого количества обязательств за столь короткий период времени. Зато есть множество примеров того, как страны, бравшие в долг гораздо меньше, столкнулись с финансовым кризисом: Южная Корея в 1997 г., США вследствие краха Lehman Brothers в 2008 г., Греция и другие страны, охваченные европейским кризисом суверенного долга. Поэтому глядя на Китай, люди обоснованно беспокоятся: если государственный долг разросся до столь неимоверных масштабов за такой короткий срок, доля безнадежных кредитов непременно будет слишком высока, и банки рано или поздно рухнут.

При столь стремительном росте задолженности риск финансового кризиса велик, но Томас Орлик не считает это наиболее вероятным сценарием развития событий для Китая. И вот почему. Для возникновения финансового кризиса необходимо выполнение двух условий. Во-первых, высокая концентрация безнадежных кредитов, и во-вторых, должно иссякнуть финансирование банков. Оба эти условия были выполнены при крахе Lehman Brothers. Банк

активно инвестировал в ипотечные ценные бумаги, которые оказались гораздо более рискованными, чем предполагало его руководство. Когда инвесторы, финансировавшие деятельность Lehman, осознали этот факт, они прекратили финансирование, и банк рухнул. Теперь обратимся к Китаю. Одно из условий здесь уже выполнено. Доля безнадежных кредитов в стране крайне высока. А такие вызовы, как COVID-19 и возобновление торговой войны с США, только усугубляют проблему, делая заемщиков менее платежеспособными. Крупнейший китайский девелопер Evergrande в конце 2021 г. допустил частичный дефолт по своим обязательствам — чем не Lehman Brothers? Однако второе условие возникновения финансового кризиса — исчезновение финансирования — в Китае не выполняется. И один из ключевых аргументов в пользу того, что китайский экономический пузырь никогда не лопнет, по мнению Орлика, заключается в том, что, поскольку норма сбережений очень высока, а вывести деньги из страны по-прежнему сложно, банки располагают очень прочной базой финансирования. Вот почему даже в условиях роста доли безнадежных кредитов китайские банки не разоряются. И здесь есть параллели с японской экономикой, которая при высочайшем уровне внутренней задолженности сохраняет завидную экономическую устойчивость в течение десятилетий.

В Китае осуществляется строгий контроль за движением капитала, т. е. действуют жесткие ограничения на то, сколько средств люди могут вывезти из страны, однако следует учитывать, что эффективность этого инструмента напрямую зависит от социальной стабильности. Если китайцы потеряют доверие к своей системе, найдется немало способов обойти контроль за движением капитала и вывести деньги в офшоры. Ближе всего к краю пропасти Китай подошел в 2015–2016 гг., когда произошел обвал китайского фондового рынка, а затем, после того как ценой неимоверных усилий было достигнуто хрупкое равновесие, Народный банк Китая совершенно необоснованно снизил курс юаня на целых 1,8 % за один день, спровоцировав глобальную панику и отток сотен миллиардов долларов из страны, что как раз и могло привести к выполнению второго условия возникновения кри-

зиса — исчезновению финансирования для банков. Однако в тот раз Пекину удалось тихо и быстро закрутить гайки.

Еще один интересующий многих вопрос: если пузырь в Китае все-таки лопнет и начнется финансовый кризис, какую форму он примет, и как это повлияет на США и остальной мир? Все начнется с дефолта одного заемщика, банки переоценят риски, связанные с кредитованием подобных заемщиков, начнут сокращать кредитование, перестанут продлевать сроки погашения кредитов. Запустится цепная реакция, и то, что началось как единичный дефолт, перерастает в системный кризис. Предприятия, которые зависят от кредитов (а в Китае это все предприятия) и не имеют достаточного финансирования для поддержания своей платежеспособности, начнут разоряться и увольнять работников, резко сократится спрос и возникнет эффект домино, подобный тому, что мы наблюдали в США после краха Lehman Brothers в 2008 г. Таким образом, темпы роста Китая, которые после пандемии COVID-19 вернулись к показателю в 4–5 % в год, резко упадут, и в экономике начнется затяжной период спада.

Когда финансовая система США рухнула в 2008–2009 гг., афтершоки прокатились по всему миру, вызвав серьезные проблемы у европейских, японских и латиноамериканских банков. А затем обвал спроса в США вызвал вторую волну кризиса. Таким образом, сначала все эти страны столкнулись с финансовым кризисом, а затем и с кризисом в реальной экономике, поскольку спрос на импорт из США рухнул.

Финансовые связи Китая с остальным миром развиты гораздо слабее. В мире не так много предприятий или банков, тесно взаимодействующих с китайскими банками. Поэтому если обрушится китайская финансовая система, это не вызовет немедленной глобальной цепной реакции. Но совершенно точно будет подорвано доверие к финансовой системе, произойдет обвал фондовых рынков в США, Европе и Японии, что пагубно скажется на реальной экономике этих стран. Эти сценарии Орлик тщательно исследует.

КНР является одним из основных потребителей сырьевых товаров из таких стран, как Австралия, Бразилия, а также Россия, которые серьезно пострадают, лишившись китайских инвестиций. Китай

кроме того играет немаловажную роль в экономике других стран Азиатского региона. Если исчезнут китайские туристы и упадет китайский потребительский спрос, такие страны региона, как Таиланд, столкнутся с резким замедлением экономического роста. К тому же азиатские страны глубоко вплетены в китайскую цепочку поставок электроники. Так что если финансовый кризис ударит по производственному сектору Китая и обанкротятся крупные производители электроники на Восточном побережье, это неизбежно окажет негативное воздействие на Японию, Корею, Филиппины и другие страны, интегрированные в цепочку поставок электроники. Проблемы с Тайванем также могут сыграть роль спускового крючка для раскручивания глобального китайского кризиса.

Как это скажется на Европе и США? Орлик считает, что китайский кризис затронет их в гораздо меньшей степени, ведь они находятся дальше, не имеют столь тесных деловых связей с КНР и экспортируют в Китай не так много, как производители сырья или его азиатские соседи. Более того, европейские страны могут даже извлечь выгоду из сложившейся ситуации. Большинство из них являются импортерами сырья. Поэтому если экономика Китая рухнет и цена, скажем, на нефть, упадет, они смогут здорово сэкономить на импорте.

Безусловно, Китай не застрахован от кризиса. Для поддержания здорового роста КНР необходимо провести ряд взаимодополняющих реформ, которые Орлик считает экономически целесообразными. Во-первых, восстановить связь между объемом кредитования и ростом реальной экономики, чтобы страна продолжала развиваться, не увеличивая существующие уровни задолженности и левериджа. Во-вторых, продолжить переход от тяжелой промышленности к передовому производству и развитию сферы услуг. Китаю нужен более компактный и эффективный государственный сектор, оставляющий больше пространства для динамичного частного сектора. Однако пока в этой области не только отсутствует прогресс, но и на протяжении последних нескольких лет, напротив, наблюдается явный регресс. Китаю необходимо увеличить роль

потребления и уменьшить долю инвестиций в экономике, а также разработать более экологически устойчивую модель роста.

Объем работ предстоит большой, но следует помнить о том, что все эти реформы взаимно усиливают друг друга. Так, сфера услуг требует меньше капиталовложений, чем промышленный сектор. К тому же сфера обслуживания, в отличие от тяжелой промышленности, практически не вредит экологии и создает гораздо больше рабочих мест. Поэтому при переходе от промышленности к сфере услуг требуется гораздо меньше кредитов, что способствует установлению баланса между ростом кредитования и темпами экономического развития. А сокращение выбросов углекислого газа в атмосферу делает экономику страны более экологически устойчивой. Вы нанимаете больше людей, спрос на рабочую силу растет, зарплаты повышаются быстрее, и в результате возрастают объемы потребления. Так что повод для осторожного оптимизма в отношении дальнейшего развития Китая, несмотря на сложные отношения между государством и частным сектором, все же есть.

И наконец, последняя тема, которая у всех на слуху — это отношения между США и Китаем. Могут ли враждебность и торговая война со стороны Соединенных Штатов замедлить рост Китая и повысить риски финансового кризиса? На самом деле страх перед усилением Китая свойственен не только США, но и Европе, Австралии и многим другим странам. Мы находимся в начале глобального сдвига, когда предприниматели и правительства начинают рассматривать Китай не как торгового партнера, а как угрозу, которую необходимо устранить. И это очень серьезная проблема для КНР. Во-первых, ограничивается доступ китайских товаров и услуг к глобальным экспортным рынкам. А во-вторых, Китай все еще отстает от других стран по уровню технологического развития, а самый быстрый способ догнать — это учиться на чужом опыте или, если отбросить эвфемизмы, воровать технологии. Именно этим Китай весьма успешно занимался до недавнего времени. Транснациональные корпорации открывали филиалы в Китае в обмен на передачу технологий. Создавались глобальные партнерства в области научных исследований и разработок. Даже на откровенную кражу

интеллектуальной собственности нередко закрывали глаза. Теперь же этот канал передачи технологий перекрыт и, видимо, надолго, что станет серьезной проверкой на прочность способности Китая развиваться и стимулировать рост производительности, полагаясь исключительно на собственные силы.

А главная сила Китая — его терпеливый, трудолюбивый и мудрый народ. Орлик искренне верит, что китайский феникс будет возрождаться из пепла до тех пор, пока в сердцах людей живет любовь к своей стране. Если китайское правительство сумеет оправдать доверие народа и заслужить его уважение, экономический пузырь не лопнет никогда.

Посвящается
Жозефине, Солу и Фейт

Благодарности

Писать книгу трудно. Писать книгу о Китае — вдвойне. Я бы не справился с этим без поддержки моих коллег — команды экономистов издательства Bloomberg, отдела новостей Wall Street Journal и сотрудников Stone & McCarthy. В пекинском подразделении Bloomberg я тесно сотрудничал с Филдингом Ченом, Цянь Ваном, Джастином Хименесом и Арраном Скоттом, которые щедро делились со мной своим богатым опытом и неисчерпаемым оптимизмом. Стефани Фландерс и Майкл МакДонаф позаботились о том, чтобы я мог совмещать работу над книгой со своим основным видом деятельности. Мне также очень повезло с командой Wall Street Journal: Энди Браун был шеф-редактором, Боб Дэвис, Лиянь Ци, Билл Кайзер, Аарон Бэк, Эстер Фанг и Динни Макмахон — моими коллегами по экономическому блоку, Дункан Мэйвин и Карлос Техада — редакторами, Джош Чин позволил мне писать для его блога China Real Time, а Лилиан Лин помогала с исследовательской работой. В Stone & McCarthy мне посчастливилось приобщиться к мудрости Логана Райта и Дэвида Уайлдера, идеальное соотношение энтузиазма и цинизма в их характере поддерживало меня на протяжении всех одиннадцати лет, которые я посвятил освещению экономики Китая.

Все интересующиеся китайской экономикой, несомненно, извлекли пользу из проницательных наблюдений и контрастных взглядов Николаса Ларди и Барри Нотона. Их аналитические хроники эпохи реформ обязан прочитать каждый человек, изучающий Китай, они оказали большое влияние на мое понимание ситуации и легли в основу нескольких исторических разделов этой книги. Джейсон Бедфорд глубже других погрузился в дебри финансовой сферы Китая и любезно поделился со мной некоторыми своими умозаключениями. Из работы Джейми Раша и Чанга Шу я узнал о влиянии

китайского кризиса на остальной мир, из опыта Дэвида Ку — о том, как Китаю удается поддерживать финансовую стабильность, из исследования Дэна Хэнсона — о последствиях торговой войны.

Международный валютный фонд (МВФ) проделал великолепную работу по изучению Китая, я многое почерпнул из многочисленных трудов по этой теме и общения с авторами некоторых из них. Беседы с сотрудниками Народного банка Китая, Комиссии по регулированию банковской деятельности Китая, Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая, Китайской академии общественных наук и Национального бюро статистики дали мне возможность ознакомиться с официальной точкой зрения. Путешествия по стране и встречи с местными властями, банкирами, бизнесменами, застройщиками, фабричными рабочими и фермерами добавили моим изысканиям красок и реализма.

Вэйи Цю оказал профессиональную помощь в проведении исследований, а Сесилия Чанг внесла вклад в подготовку разделов о кредиторской задолженности государственных предприятий. Дэвид Первин из издательства Oxford University Press не раз давал мне мудрые советы по ходу работы и вместе с Мэйси Фэйрчайлд сделал ценные замечания при прочтении чернового варианта этой книги. Боб Дэвис и Николас Ларди, ознакомившись с практически окончательным вариантом рукописи, уберегли меня от нескольких досадных ошибок и внесли конструктивные предложения, которые сделали текст убедительнее в ключевых местах. Дэмиен Ма написал ценный отзыв о последней главе. Эта книга была бы невозможна без Чжан Айи, которая присматривала за нашими тремя детьми, пока мы с женой работали. Моя дочь Жозефина не простила бы мне, если бы я умолчал о том, что именно она напечатала название книги.

Я хотел бы поблагодарить своего отца, Кристофера Орлика, без постоянных расспросов которого о том, когда же я наконец напишу еще одну книгу, я, возможно, никогда бы этого не сделал. А также выразить глубочайшую признательность своей матери, Джудит Мур, за то, что она никогда не досаждала мне вопросами о том, собираюсь ли я написать новую книгу, и порекомендовать своему отцу в дальнейшем поступать именно так. Но более всего я обязан своей супруге Хелене, которая знает о Китае гораздо больше меня, но мне пока не удалось убедить ее написать об этом хоть слово.

Дерево не может дорасти до небес[1]

«Я знаю, почему вы не хотите этого делать, — говорит Си Цзиньпин, обращаясь к полному залу высокопоставленных китайских чиновников, — но если вы не сможете контролировать долг, сохраняя социальную стабильность, это даст мне повод усомниться в том, справляетесь ли вы со своей работой». Июль 2017 г., в Пекине нещадно палит солнце, и национальная конференция по финансовой работе — проходящее раз в пять лет совещание политической элиты Китая — в самом разгаре. Председатель Си Цзиньпин сидит в кресле, а на столе перед его внушительной фигурой белеет табличка с именем, будто кому-то может быть неизвестно, кто он такой. Премьер Государственного совета КНР Ли Кэцян, одетый в белоснежную рубашку с короткими рукавами — любимый предмет гардероба китайских чиновников — старательно ведет протокол. При прежнем правительстве все решения, касающиеся финансовой системы, принимал премьер-министр. Теперь все иначе. Ли Кэцян оттеснен на второй план Си Цзиньпином. Ряды других чиновников, среди которых глава Народного банка Китая Чжоу Сяочуань, партийные секретари провинций размером с европейские страны, председатели крупнейших банков мира внимательно слушают. Си Цзиньпин говорит суровым, безапеляционным тоном. Подпитываемая кредитами модель развития, обеспечившая Китаю почти четыре десятилетия экономического роста, теперь угрожает стране кризисом. Эпоха безудержного кредитования подошла к концу. Вот-вот начнется резкое сокращение доли заемных средств в экономике.

[1] Популярная немецкая поговорка, в финансовой сфере означающая опасности высоких темпов роста компаний. — *Здесь и далее примеч. пер.*

«Финансовая стабильность — основа национальной стабильности, — говорит Си Цзиньпин. — Делеверидж[2] государственных предприятий — наш главный приоритет». Он перечисляет долги Китая. Задолженность центрального правительства составляет 40 % ВВП. Если прибавить к этому займы местных органов власти, то показатель достигнет 65 %. В целом по стране совокупный долг правительства, корпораций и домохозяйств составляет 260 % ВВП, что по уровню сопоставимо с США. Долгое время шестеренки экономики крутились благодаря кредитам, за счет которых финансировался инвестиционный бум и компенсировался спад экспорта после мирового экономического кризиса 2008 г. Теперь долг достиг критических размеров для банков, государственных предприятий и местных органов власти. Почти 4 из каждых 10 юаней национального дохода уходят на выплаты по кредитам и займам. Даже в США в преддверии мирового экономического кризиса объем долга не достигал столь рекордно высокого уровня.

Си Цзиньпин установил строгое ограничение для всех региональных правительственных займов, нечто вроде потолка государственного долга США. Для обеспечения его соблюдения установлен новый жесткий режим. Прежде местных чиновников оценивали по их способности обеспечивать рост. Теперь, помимо этого, их будут оценивать по тому, сколько они берут в долг. И эта запись в личном деле будет висеть на их шее, словно ярмо, определяя дальнейший карьерный рост. В прошлом долгосрочные опасения по поводу финансовой стабильности Китая играли второстепенную роль по сравнению с социальной стабильностью. Чиновники контролировали кредитование только на словах. Если был выбор между ростом безработицы и ростом задолженности, они всегда выбирали последнее. Теперь, говорит Си Цзиньпин, эта игра окончена. Социальной стабильностью жертвовать нельзя, но и долг необходимо взять под контроль. Каждому, кто не способен достичь обеих этих целей, следует искать другую работу.

[2] Делеверидж — процесс возврата долгов и разгрузки долгового бремени доходов и активов экономических агентов в рамках текущей дефляции. Делеверидж устраняет опасный для экономики дисбаланс, когда обязательства растут быстрее активов, а активы — быстрее доходов.

Для шестидесятичетырехлетнего Си Цзиньпина, который стремительно приближается к повторному избранию на пост генерального секретаря ЦК Коммунистической партии и председателя КНР, финансовая политика — неизведанная территория. Самый могущественный лидер Китая со времен великого реформатора Дэн Сяопина (некоторые даже утверждают, что со времен великого кормчего Мао Цзэдуна[3]) сделал своим лозунгом национальное обновление. Во внутренней политике это означает пресечение коррупции, причем «борцы с коррупцией» Си Цзиньпина преследуют зарвавшихся чиновников без оглядки на их статус. Сотни высокопоставленных «тигров» и тысячи куда менее значимых «мух», попавшихся в расставленные сети, — это попытка сделать имидж партии столь же ослепительно белым, как чиновничьи рубашки с короткими рукавами. Во внешней политике это проявляется в силовом отстаивании интересов Китая. Си Цзиньпин поддержал инициативу «Один пояс — один путь»[4] — масштабную инвестиционную программу, призванную распространить влияние Китая через страны Азии до Африки и Европы. Казалось бы, человек, стремящийся к такой глобальной цели, как воплощение в жизнь китайской мечты[5] о всеобщем процветании, которая противостоит сугубо индивидуалистской американской мечте, мог бы счесть финансовые тонкости незаслуживающими внимания. Но и в этой сфере ощущается незримое и бесстрастное присутствие авторитетной фигуры Си Цзиньпина.

[3] 12 ноября 2021 г. было объявлено, что Председателя КНР Си Цзиньпина отныне в Китае будут также именовать «кормчим китайского возрождения». Таким образом, достижения нынешнего председателя КНР приравняли к заслугам двух великих китайских лидеров Мао Цзэдуна и Дэн Сяопина.

[4] «Один пояс — один путь» — главный внешнеэкономический проект Китая, основной целью которого является обеспечение КНР ресурсами, необходимыми для развития экономики, а также негласно сокращение влияния США в Средней и Центральной Азии. Для этого на протяжении многих лет Китай активно вкладывает деньги в масштабные энергетические, инфраструктурные и логистические проекты в вышеупомянутых регионах.

[5] Китайская мечта — лозунг и социально-политический курс КНР. Идею китайской мечты в 2012 г. озвучил председатель КНР, генеральный секретарь ЦК КПК Си Цзиньпин. Ее суть состоит в возрождении китайской нации путем построения адаптированного под Китай социализма.

Прошлые конференции по финансовой работе имели большое значение. На встрече 1997 г. Чжу Жунцзи, который в то время был премьер-министром, заложил основу для масштабной чистки банковской системы. В 2007 г. была создана Китайская инвестиционная корпорация — фонд национального благосостояния размером 940 млрд долларов. В 2012 г. политики подсчитывали убытки от мирового экономического кризиса. Конференция 2017 г. стала переломным моментом. Лидер номер один в Китае вник во все тонкости финансовой системы. Его длинная, подробная, изобилующая техническим жаргоном речь была написана не Народным банком Китая или Китайской комиссией по регулированию банковской деятельности, а Ведущей малой группой[6] — элитной командой, подчиняющейся непосредственно Си Цзиньпину. Это равноценно тому, как если бы президент Джордж Буш-младший еще до того, как начали сгущаться грозовые тучи мирового экономического кризиса, выступил с пространной речью о скрытых опасностях ипотечных ценных бумаг и обеспеченных долговых обязательств. Как бы то ни было, для Си Цзиньпина новый акцент на финансовой стабильности — это не выбор, а насущная необходимость.

Еще в годы, предшествовавшие мировому экономическому кризису, отправной точкой которого принято считать банкротство инвестиционного банка Lehman Brothers, ввергшее крупнейшие экономики мира в рецессию[7], ситуация в Китае была далека от стабильной. Сочетание политики «одна семья — один ребенок» (которая сократила расходы на детей и увеличила потребность в накоплениях на старость) и неадекватного социального обеспечения (вынуждавшего семьи страховать себя от социальных рисков, таких как, например, безработица или болезнь) привело к повышению доли сбережений за счет сокращения потребительских расходов. Основными движущими силами экономики были инвестиции и экспорт.

[6] Ведущая малая группа — это специальный надминистерский координационный и консультативный орган, сформированный для достижения консенсуса по вопросам, выходящим за рамки правительственной, партийной и военной систем, когда существующая бюрократическая структура не может этого сделать.

[7] Рецессия — умеренный некритический спад производства или замедление темпов экономического роста.

Когда кризис привел к катастрофическому снижению мирового спроса, экспорт сошел на нет, а зависимость от инвестиций возросла. В банковской системе и промышленном секторе доминировало государство, однако правительственный контроль за выдачей займов был очень слабым, и потому кредитование и инвестирование были крайне неэффективными. В докризисные годы каждые 100 юаней нового кредитования давали почти 90 юаней дополнительного ВВП. После 2008 г. этот показатель упал до 30 юаней. Все больше и больше кредитов требовалось для обеспечения все менее эффективного роста.

Годы безудержного кредитования поставили Китай в очень тяжелое положение. Банки выдавали слишком много кредитов, растягивая свои балансы до предела. С 2008 по 2016 г. банковская система выросла в четыре раза, увеличив объем активов на 176,7 трлн юаней. Теневые банки — кредиторы, уклоняющиеся от стандартного банковского регулирования, введенного для обеспечения финансовой стабильности, — стали появляться как грибы после дождя, предоставляя кредиты по разорительным ставкам компаниям, которым не удалось получить заем в обычных банках. Крупные государственные промышленные предприятия влезли в долги, оплачивая строительство новых сталелитейных заводов, угольных шахт и цементообжигательных печей, усугубляя и без того острую проблему избыточности мощностей. Застройщики ушли в минус, взяв кредиты на строительство городов, ставших призраками, поскольку спрос на покупку недвижимости в них так и не возник. Местные органы власти уклонялись от соблюдения правил, призванных держать государственный долг под контролем, создавая непрозрачные инвестиционные схемы, чтобы брать кредиты нелегально. В лучшем случае деньги вкладывались в полезные, но нерентабельные инфраструктурные проекты. В худшем тратились на новые роскошные офисы или оседали на счетах в иностранных банках. Ни экономика, ни финансовая система не могли выйти на траекторию устойчивого развития. Если Китай продолжит идти по тому же пути, его ожидает неминуемый кризис.

Коммунистическая партия Китая внимательно следит за мировой историей. Си Цзиньпин видел, как кризисы, начавшиеся

с безудержного кредитования, привели к финансовому краху, экономическому спаду, общественным беспорядкам и политической нестабильности:

В 1989 г. в Японии избыточное кредитование привело к образованию пузыря на рынке акций и недвижимости. Когда он лопнул, Япония из соперницы США превратилась в стагнирующую, выбывшую из гонки мировых лидеров страну. Это также ознаменовало собой конец десятилетнего пребывания у власти Либерально-демократической партии.

В Азии в 1997 г. сочетание крупных иностранных займов и кланово-капиталистических отношений между банками и бизнесом привело к кризису в соседних с Китаем странах. Финансовый кризис привел к смене власти во всем регионе, положив конец тридцатиоднолетнему президентству Сухарто[8] в Индонезии и приведя бывшего диссидента-демократа[9] в Голубой дом[10] Южной Кореи.

В США в 2007 г. безудержное ипотечное кредитование и слабое финансовое регулирование спровоцировали кризис субстандартной ипотеки[11]. Болезненная рецессия и медленное восстановление привели к серьезным изменениям в политике США — волна народного гнева привела Дональда Трампа в Белый дом.

В более широкой исторической перспективе финансовый кризис, по словам Лю Хэ, главного экономического советника Си Цзиньпина, может спровоцировать серьезные изменения в расстановке сил на мировой арене[1]. В 1930-х гг. Великая депрессия

[8] Сухарто — индонезийский военный и государственный деятель, президент Индонезии (1968–1998). Установил режим авторитарной власти. При этом за годы единоличного правления сумел вывести Индонезию из тяжелейшего экономического кризиса и существенно поднять уровень жизни населения.

[9] Ким Дэ Чжун — президент Республики Корея (1998–2003), лидер партии «Национальный конгресс новой политики». Лауреат Нобелевской премии мира, лауреат премии памяти профессора Торолфа Рафто (2000), считался ключевой фигурой в деле демократизации Южной Кореи.

[10] Голубой дом — официальная резиденция президента Южной Кореи.

[11] Субстандартная ипотека — кредит, выданный без должной проверки платежеспособности заемщика или вопреки его отрицательным характеристикам.

ознаменовала собой смещение акцента с истощенной Европы на энергично развивающиеся Соединенные Штаты. Однако в 2000-х гг., по мнению Лю Хэ, экономический кризис склонил чашу весов глобального баланса сил в сторону Китая.

Теперь же пришел черед Китая бить в набат. «Дерево не может дорасти до небес», — предупреждала газета *People's Daily*[12] — рупор Коммунистической партии в статье на первой полосе в мае 2016 г. «Чем выше леверидж, тем выше риск, и если его не контролировать, это неизбежно приведет к системному экономическому кризису и рецессии»[2]. МВФ — первосвященник мировой экономики — был настолько встревожен, что это сквозило даже в максимально нейтральном тоне его представителей. «Международный опыт свидетельствует о том, что рост кредитования в Китае вышел на опасную траекторию, — предупреждали они, — что может привести к серьезной дестабилизации обстановки»[3]. Финансовые менеджеры беспощадной Уолл-стрит не видели причин сдерживаться. Китай находится на «беговой дорожке в ад»[4], предупреждал легендарный игрок на понижении Джим Чанос, предсказавший крах энергетической компании Enron. Ситуация в Китае «до боли напоминает то, что происходило во время экономического кризиса в США»[5], предупреждал инвестор-миллиардер Джордж Сорос. Убедительности этим предупреждениям придает тот факт, что почти два десятилетия назад Сорос был одним из тех, кто успешно ставил против соседей Китая во время азиатского финансового кризиса[13,6].

Сможет ли Си Цзиньпин отвести Китай от края пропасти? Здравый смысл говорит, что нет. Кредит разросся слишком быстро и был распределен слишком неэффективно. Оценки снизу вверх, основанные на анализе балансовых отчетов зарегистрированных на бирже компаний, свидетельствуют о том, что более 10 % кредитов оказались на грани дефолта. Десятилетия двузначных темпов роста Китая, позволившие ему преодолеть прежние финансовые проблемы, остались позади. Масштабная реформа дряхлеющих государственных предприятий могла бы

[12] People's Daily — английская версия китайской ежедневной газеты «Жэньминь жибао», официального печатного издания ЦК КПК.

[13] Считается, что Дж. Сорос спровоцировал азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг.

вернуть экономику на траекторию ускоренного роста и повысить эффективность распределения кредитов. Однако администрация Си Цзиньпина, похоже, больше сосредоточена на укреплении государственных бастионов, чем на их разрушении.

Когда Си Цзиньпин объявил войну долгам, большинство комментаторов увидели две возможности:

> **Учитывая степень зависимости китайской экономики от кредитования, агрессивное стремление к снижению доли заемных средств подорвет экономический рост. Предприятия с сокращающейся прибылью и местные органы власти, получающие низкий доход от продажи земли, будут вынуждены объявить дефолт. Иными словами, кампания по деливериджу спровоцирует финансовый кризис, который она была призвана предотвратить.**
>
> **Если бы Си Цзиньпин действовал более осторожно, проводя кампанию по поддержанию ВВП на целевом уровне, то снижение долговой нагрузки стало бы просто очередной мимолетной политической причудой. С энтузиазмом скандировались бы лозунги, но попыток как-то повлиять на ситуацию никто бы не предпринимал. Возможно, Китай еще несколько лет наслаждался бы экономическим ростом за счет кредитов, но день расплаты неизбежно бы настал.**

Проще говоря, Си Цзиньпин столкнулся с трудным выбором: кризис сейчас или потом.

Впрочем, когда речь идет о Китае, стандартная логика не всегда оказывается лучшим решением. В конце 1970-х гг. мало кто ожидал, что Дэн Сяопин избавит Китай от идеологической дисфункции эпохи Мао Цзэдуна и поставит его на путь рационального развития. Когда в 1991 г. распался Советский Союз, казалось, что коммунистический Китай оказался на обочине истории, и выбор его был невелик: демократические реформы или крах режима.

Коммунистическая партия не выбрала ни того, ни другого, но Китай продолжил развиваться. В 1997 г., когда азиатский финансовый кризис уничтожил капиталистические режимы от Индонезии до Кореи, казалось, что дни Китая с его кровосмесительными связями между банками и предприятиями сочтены. Чжу Жунцзи, быв-

ший в то время премьер-министром, использовал кризис в качестве катализатора реформ: закрыл убыточные предприятия, рекапитализировал банки и добился членства во Всемирной торговой организации (ВТО). Во время мирового экономического кризиса падение мирового спроса ударило по китайскому экспорту и грозило ввергнуть экономику в рецессию. Однако благодаря мерам по стимулированию экономики в размере 4 трлн юаней ничего подобного не произошло.

Кампания Си Цзиньпина по снижению долговой нагрузки не будет легкой, но в Китае есть несколько способствующих ей факторов:

Высокий уровень внутренних сбережений в сочетании с контролем за выводом домохозяйствами своих средств в офшор означал, что банки смогли рассчитывать на постоянный приток дешевого внутреннего финансирования. Экономические кризисы обычно начинаются, когда финансирование банков иссякает. В Китае это вряд ли произойдет.

Средние доходы населения составляли лишь треть от уровня Соединенных Штатов, что означало наличие огромного пространства для роста. Никто не рассчитывал на возвращение к 10%-му ежегодному росту ВВП. Но рост в пределах 6–7 % был вполне достижимой целью, а это означало бы увеличение прибыли для бизнеса, доходов для домохозяйств и налоговых поступлений для государства, и все эти средства можно было бы использовать для погашения долгов.

В результате десятилетия реформ Китай перешел от государственных процентных ставок к рыночным, от заниженного курса валют к рыночному, от финансовой автаркии к управляемому трансграничному движению капитала, от жестких кредитных лимитов к современной кредитно-денежной политике. Все эти преобразования обещали повысить эффективность распределения кредитов, разорвав замкнутый круг постоянно растущего кредитования для компенсации неустанно снижающихся темпов развития.

В реальной экономике быстрый рост доходов населения и подъем трудоемкого и капиталоемкого сектора услуг давали надежду на обеспечение стабильного роста потребления, увеличения занятости и уменьшения зависимости от инвестиций, подпитываемых кредитами. Китайские политики не являются всезнающими или всемогущими. Однако у них есть необычайно широкий и эффективный набор инструментов для управления экономикой и финансовой системой, а также опыт спасения крупных банков от банкротства.

Эти факторы не гарантировали успеха, но, начиная кампанию по сокращению доли заемных средств, Си Цзиньпин делал ставку на то, что они помогут ему достичь поставленной цели.

2 Долговая яма Китая: заемщики

Мало где неэффективность и дисфункции китайской экономики проявляются так явно, как в Ляонине — 44-миллионной провинции на северо-востоке страны.

В мае 2016 г. встреча между Dongbei Special Steel Group, одним из государственных предприятий Ляонина, испытывающих финансовые трудности, и его кредиторами прошла не очень успешно. Возможно, создание группы путем объединения трех сталелитейных заводов с вековой историей было не самым разумным решением, как и стремление руководства расширить мощности на и без того перенасыщенном ими рынке. Какова бы ни была причина, у Dongbei бывали лучшие времена. В марте 2016 г. председатель совета директоров Ян Хуа был найден повешенным в своем доме, по всей видимости, он совершил самоубийство. Несколько дней спустя компания объявила дефолт по облигациям на сумму 852 млн юаней — это была первая из целой серии невыплат по облигациям на сумму 7,2 млрд юаней. Теперь правительство провинции Ляонин пытается заставить кредиторов Dongbei — банки и держателей облигаций — согласиться на сделку, обменяв свои кредиты на акции. Однако мало кто хочет получить долю в компании, которая не приносит прибыли и практически не имеет на это шансов. Несмотря на предложение о сделке, на встречу не явился ни представитель правительства, ни новый председатель совета директоров Dongbei, что невольно заставляло задаться вопросом: «Ваш новый председатель что — тоже умер?»[7]

Кредиторы, в числе которых крупнейшие банки Китая, по понятным причинам раздражены. Кредиты государственным

промышленным компаниям должны быть максимально безопасными. Когда доходов государственных предприятий оказывается недостаточно, чтобы покрыть долги, они могут продать активы, если и это не удается, ответственность по выплате займов возлагается на местное правительство. В данном случае обе эти воздушные подушки не сработали, и компания Dongbei объявила дефолт. Кредиторы выступили с заявлением, в котором обвинили «правительство провинции Ляонин в бездействии» и призвали бойкотировать облигации, выпущенные этой провинцией. В Китае, где сделки обычно заключаются за закрытыми дверями, а проигравшие молча переживают свои неудачи, такой общественный резонанс был чем-то из ряда вон выходящим. Да и кредиторам это не принесло никакой пользы. В августе 2017 г. был утвержден план реструктуризации. Кредиторы смогли получить только 22 цента за доллар, или фен за юань в китайском эквиваленте.

Именно на такие корпорации, как Dongbei Special, приходится львиная доля займов в экономике Китая. По данным Банка международных расчетов[14], корпоративный долг Китая на конец 2016 г. составлял 118,5 трлн юаней, что равноценно 160,5 % ВВП. Но даже это астрономическое число, скорее всего, не отражает истинного масштаба заимствований:

> **Начиная примерно с 2012 г. китайские банки начали активно выводить кредиты с баланса. Переклассификация кредитов в инвестиционные продукты позволила им уклониться от регулятивного контроля соотношения кредитов и капитала, а также от политики по предотвращению финансирования компаний, имеющих слишком большой долг или производящих слишком много загрязняющих веществ. Проанализировав финансовые отчеты 237 кредиторов за 2016 г., аналитики швейцарского инвестиционного банка UBS обнаружили около 14,1 трлн юаней теневых кредитов (равных примерно 18,9 % ВВП), по сравнению с менее чем 1 трлн юаней в 2011 г.**[8]
>
> **Ужесточение условий кредитования подтолкнуло компании, испытывающие нехватку денежных средств,**

[14] *Англ*. Bank for International Settlements.

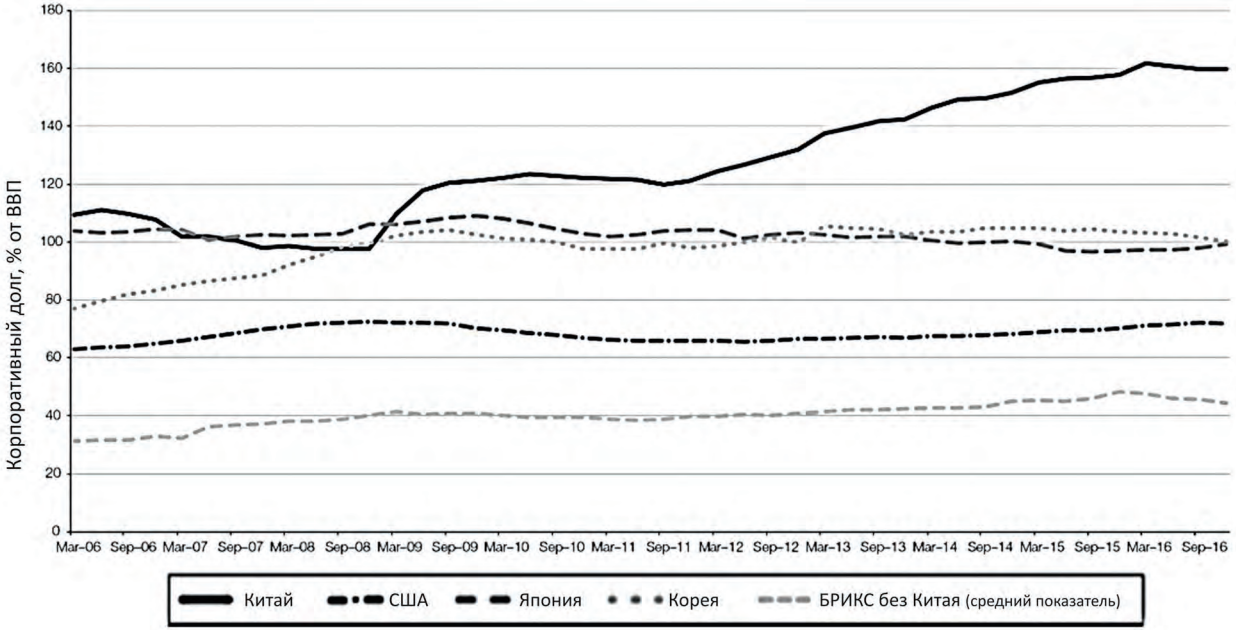

Рис. 2.1. Корпоративный долг в процентах от ВВП для Китая и других крупных экономик.
Источник: Банк международных расчетов

к более медленному урегулированию расчетов — погашению банковских кредитов перед оплатой счетов от поставщиков. Дебиторская задолженность крупных промышленных компаний Китая выросла до 12,7 трлн юаней в 2016 г. (17 % ВВП) по сравнению с 7,1 трлн юаней в 2011 г.[9]

Добавьте сюда несколько триллионов юаней, взятых у весьма разношерстных неофициальных кредиторов, варьирующихся от платформ равноправного кредитования до ростовщиков, и фактический объем корпоративного долга достигнет 200 % ВВП.

Даже если предположить, что цифры Банка международных расчетов соответствуют действительности, корпоративный долг Китая вызывает тревогу. Как показано на *рис. 2.1*, в международном сравнении это очень высокий показатель, превышающий масштаб как крупных развитых, так и развивающихся экономик. Корпоративный долг США и Японии на конец 2016 г. составлял 72 и 99,4 % от ВВП соответственно. Если рассматривать другие развивающиеся рынки, то средний показатель для Бразилии, России, Индии и Южной Африки — которые вместе с Китаем составляют БРИКС — не превышал 44,4 % ВВП.

В общем объеме корпоративного долга Китая, составляющего 160,5 % ВВП, доля заимствований государственных компаний, таких как Dongbei Special, является запредельной. Согласно данным Национального бюро статистики, по состоянию на 2016 г. общий объем займов государственных промышленных предприятий составлял около 67 % ВВП[10]. По данным МВФ, этот показатель достигал 74 % ВВП[11]. Реальный общий объем может быть еще выше. Как отмечают китайские эксперты из исследовательской компании Gavekal Dragonomics, большая часть кредиторской задолженности представляет собой счета, выставленные государственными компаниями своим поставщикам из частного сектора, что является скрытым долгом государственного сектора (и скрытым налогом для частных фирм, ожидающих оплаты за свои услуги).

Крупные долги государственных компаний — большая проблема, что неудивительно, учитывая особую роль, которую они играют в китайской экономике. Государственные компании сгла-

живают резкие ускорения и замедления темпов роста, претворяют в жизнь стратегию развития, одобренную правительством, а также позволяют лидерам создавать сети по оказанию протекции[12]. В первом случае это означает выступить в роли заемщика последней инстанции, поддерживая вращение шестеренок роста за счет новых проектов, когда частные компании становятся нерентабельными. Во втором — займы для оплаты строительства приоритетных инфраструктурных объектов и промышленных мощностей: металлургических и алюминиевых заводов, электрических и телекоммуникационных сетей, автомобильных и железных дорог, а также портов, необходимых для доставки продукции на рынок. Это строительство капиталоемко, поэтому государственные компании, играющие ведущую роль в экономике, берут тяжелое бремя долга на себя.

Эта особая роль означает, что государственные компании получают кредиты на реализацию приоритетных проектов независимо от того, принесут они прибыль или нет. «Мы принадлежим государству, — говорит менеджер газоэнергетического проекта стоимостью в несколько миллиардов юаней в промышленном парке неподалеку от мегаполиса Тяньцзинь в Северном Китае, — поэтому неважно, получим мы прибыль или нет». Если доходов недостаточно для выплаты кредита, дату его погашения переносят на более поздний срок, или же финансовую поддержку оказывает правительство. С апреля 2015 г., после того, как компания Baoding Tianwei, производящая энергетическое оборудование, удостоилась сомнительной чести быть первой государственной компанией, объявившей дефолт, посыпались и другие заявления о неплатежеспособности, включая банкротство Dongbei. Несмотря на это, банки, которые в большинстве своем являются государственными, считают кредитование других членов «государственной семьи» безопасным.

Если кредиты необходимы для стимулирования развития и управления взлетами и падениями экономического цикла, то концентрация накопления левериджа в корпоративном секторе — не самый плохой вариант. Когда слишком много кредитов берут домохозяйства, как это было в США перед мировым

экономическим кризисом, результатом становится застройка пригородов особняками. Если правительство берет в долг для финансирования потребления, как в Греции в преддверии европейского долгового кризиса, результатом становится непосильное бремя оплаты труда бюджетников и социальных выплат. Поддержание роста за счет кредитования бизнеса — это, по крайней мере потенциально, нечто иное. Китайские компании использовали заемные средства для инвестирования в капитальные активы — инфраструктуру и промышленные мощности, расширяя потенциал роста экономики. В 2008 г. основной капитал Китая был примерно на том же уровне, что и в США в 1950-х гг.[13] У китайских корпораций с изначально низким уровнем дохода были все шансы сделать продуктивные инвестиции, обеспечивающие прибыль, которую можно было бы использовать для погашения долгов.

Это верно в теории, но на практике все вышло иначе. Действительно, инвестиционный бум, начавшийся в конце 2008 г., в сочетании с чрезмерно высокой долей кредитования неэффективных государственных компаний, должен был привести к серьезному перераспределению капитала. Цикл хорошо знаком. Дешевый кредит стимулирует агрессивные инвестиции. Агрессивные инвестиции приводят к избыточным производственным мощностям. Избыток мощностей влечет за собой падение цен и прибыли. Руководители, которые наслаждались тратой заемных средств на пути вверх, обнаруживают, что возвращать долги на пути вниз очень непросто. Проблема морального риска — уверенность в том, что государственные спонсоры с большими деньгами всегда помогут государственным компаниям выплатить долги — усугубляет трудности. Поскольку вероятность дефолта низка, кредиты выдаются под низкий процент и распределяются слишком небрежно.

Региональный менеджер одного из наиболее коммерчески ориентированных банков Китая объяснил, как принимаются решения о кредитовании. «Сначала мы смотрим на планы центрального правительства, — сказал он, — затем выясняем, какие местные проекты вписываются в эти планы, и только после этого выдаем кредиты». Это, скорее, честное описание процесса,

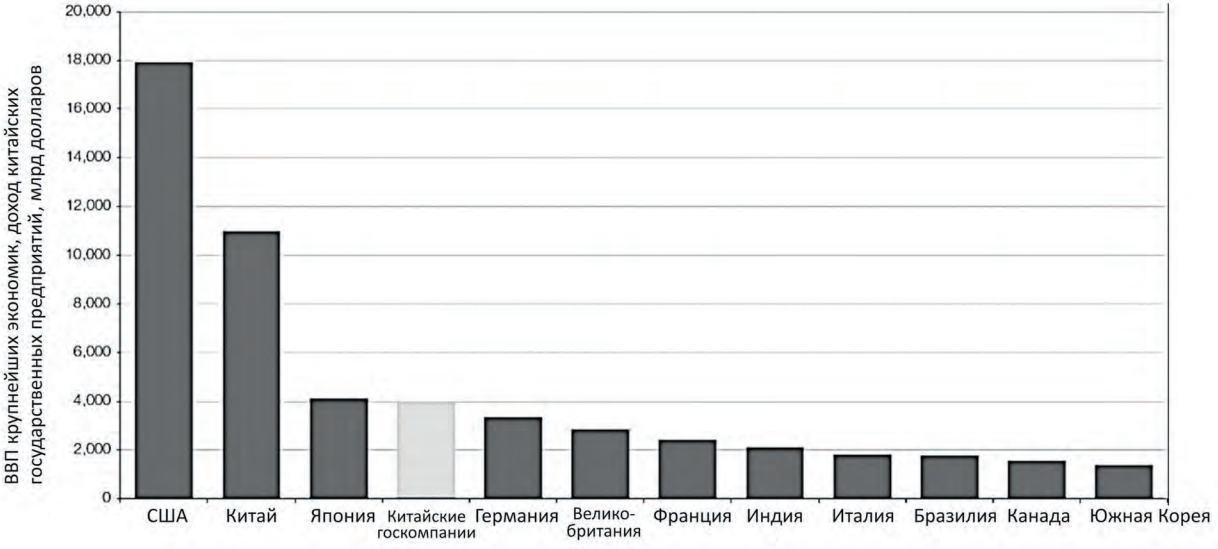

Рис. 2.2. Общий доход государственных предприятий Китая в 2014 году в сравнении с ВВП ведущих экономик мира. Источник: Национальное бюро статистики, МВФ

нежели признание неэффективной практики демонстрирует, насколько глубоко моральный риск пронизывает финансовую систему Китая. Процесс оценки кредитов не имеет ничего общего с объективным анализом риска и доходности, а всецело обусловлен подхалимским отслеживанием того, какие проекты пользуются поддержкой Пекина, а значит, будут защищены от дефолта.

Производство стали иллюстрирует губительные последствия китайского кредитного цикла. С 2007 по 2014 г. благодаря таким компаниям, как Dongbei Special, инвестиции в производство стали возросли на 80 %. Спрос при этом вырос значительно меньше. Возникший избыток мощностей вызвал 70%-е падение цен, превратив прибыль в убытки и подтолкнув производителей к банкротству. Согласно официальным данным, объем безнадежных кредитов оставался низким. При альтернативном расчете, основанном на объеме задолженности компаний, не имеющих достаточных доходов для покрытия процентных выплат, в 2015 г. коэффициент безнадежных кредитов предприятий, производящих металлы и другие базовые ресурсы, составлял 46 %. Почти половина задолженности в этом секторе приходилась на компании, у которых не было достаточной прибыли для покрытия процентных платежей по кредитам, не говоря уже о погашении основной суммы долга.

Проблема стремительного роста кредитования, подкрепленного повсеместным моральным риском, характерна не только для Китая.

В Японии в 1980-х гг. крупные банки находились в центре финансового кэйрэцу[15] — сети перекрестного кредитования и владения акциями, которая, как считалось, гарантированно убережет от дефолта. На самом же деле хотя эта сеть и помогала сглаживать перепады делового цикла, она также побуждала кредитных специалистов закрывать глаза на риски и выдавать слишком

[15] Кэйрэцу (*яп*. букв. «система», «серия», «ряд», «иерархический порядок») — это объединения крупных фирм в Японии со средними и мелкими предприятиями. Стержнем, объединяющим входящие в *кэйрэцу* компании, являются производственные связи, ориентированные на нужды головной фирмы.

много кредитов, не позволяя банкам блокировать заведомо неудачные проекты.

В Южной Корее в 1990-х гг. крупные конгломераты, известные как чеболи[16], играли важнейшую роль в реализации промышленной стратегии правительства. Взамен они получили косвенную защиту от дефолта, что позволило им получать кредиты по выгодным ставкам. Когда финансовое дерегулирование подорвало кредитную дисциплину, результатом стало массовое накопление долгов, большая часть которых была растрачена на эфемерные проекты.

В США в 2000-х гг. ипотечное кредитование росло слишком быстро, причем большая его часть приходилась на семьи с ограниченными возможностями погашения — так называемые кредиты NINJA[17] для заемщиков без дохода, без работы и без имущества. Фундамент этого карточного домика — государственная поддержка гигантских ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac[18,[14]], которая позволила им брать дешевые займы, запасаться высокорискованными кредитами и работать с недостаточным запасом капитала.

Подобное редко заканчивается хорошо. Крах экономики мыльного пузыря в Японии в 1989 г., кризисы 1997 г. в Корее и субстандартного кредитования в США — все это следствие двойной проблемы быстрого роста кредитования и морального риска. В случае с государственным сектором Китая разница заключается в том, что он больше. Как показано на *рис. 2.2*, доходы государственных

[16] Чеболи — конгломерат формально самостоятельных фирм, находящихся в собственности определенных семей и под единым административным и финансовым контролем.

[17] Кредит NINJA — это аббревиатура от *англ*. No Income, No Job, and No Assets (без дохода, без работы и без имущества). В связи с высокой вероятностью того, что этот кредит может быть не выплачен, заемщик описывается как ниндзя, поскольку может легко исчезнуть, когда дело дойдет до совершения платежей. Выдача таких кредитов — опасная практика, которой частично обусловлены кризис субстандартного ипотечного кредитования в 2007 г. и крах финансовых рынков в 2008 г.

[18] Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) и Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) — спонсируемыми государством предприятиями (GSE). Созданы в 1938 и 1970 г. Основной целью структур было создание вторичного рынка для ипотеки.

компаний Китая превышают ВВП Германии[15], так что если они совершат ошибку и непогашенные ими кредиты не сможет компенсировать правительство, то и последствия будут более серьезными.

Греческая трагедия Китая — наращивание долга местных органов власти

Местные органы власти Китая, по словам экономиста из Государственного комитета по делам развития и реформ КНР, похожи на «множество маленьких Греций». Неясно, имелся ли в виду высокий уровень задолженности Греции или сфабрикованные данные о размере бюджета, которые привели европейскую экономику к кризису. В случае с провинцией Ляонин имело место и то и другое.

Во времена Мао Цзэдуна провинцию Ляонин, которая наряду с провинциями Цзилинь и Хэйлунцзян образует северо-восточный пояс Китая, называли старшим сыном республики, что отражало ее ведущую роль в усилиях по ускорению индустриализации. Прошло еще полвека, и старший сын стал больше походить на престарелого родственника. В 2016 г., когда произошел дефолт Dongbei Special, экономика Ляонина сократилась на 2,5 %, с большим отрывом опередив в этом отношении другие провинции. Инвестиционные вложения сократились на 63,5 %. Налоговых поступлений — средств, которые правительство могло бы использовать для спасения своих проблемных предприятий, едва хватало. Но даже эти ужасающие цифры можно подвергнуть сомнению. Китайские аудиторы обвинили правительство Ляонина в «безудержном» преувеличении, включая завышение налоговых поступлений как минимум на 20 %[16].

Проблемы с государственным финансированием Ляонина начались в ноябре 2008 г. Именно тогда в ответ на крах инвестиционного банка Lehman Brothers и начало мирового экономического кризиса премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао пообещал принять меры по стимулированию экономики в размере 4 трлн юаней для поддержания развития Китая. Это был звездный час Вэня, который запомнился тем, что точно определил экономические проблемы

Китая, но не нашел нужных инструментов для их решения. Вливание 4 трлн юаней в экономику взбудоражило рынки, спасло страну от рецессии и укрепило убежденность в том, что китайская авторитарная модель является жизнеспособной альтернативой хаосу, который охватил западные демократии.

Проблема Ляонина и других провинций страны заключалась в том, что на деле Вэнь Цзябао выделил им только 1,2 трлн юаней из общей суммы, остальные средства достались местным органам власти. В Ляонине недостаток средств восполнили займы. Во время посещения провинции в сентябре 2009 г. Вэнь Цзябао заявил, что стимулирование экономики было направлено на решение краткосрочных и долгосрочных проблем Китая: повышение спроса и решение проблемы чрезмерной зависимости от инвестиций, подпитываемых кредитами. «Мы приложили энергичные усилия для стимулирования потребления, — сказал он, — сделав внутренний спрос и прежде всего потребительские расходы основным двигателем экономического роста». На деле все вышло иначе. Финансируемое займами создание инфраструктуры и промышленных мощностей поддерживало экономический рост, однако средства, выделенные провинции Ляонин, практически не тратились на переориентирование экономики на стимулирование внутреннего потребления. К 2016 г. финансирование иссякло, отдача от инфраструктурных проектов была низкой, промышленные предприятия (которые теперь производили больше, чем могли продать) несли растущие убытки, а аудиторы публично обвиняли власти Ляонина в фальсификации данных.

Еще в 2010 г. аудитор провинции обнаружил, что 85 % инструментов финансирования местных органов власти — подставных компаний, через которые привлекались средства, выделенные для стимулирования экономики — не имели достаточного дохода для выплаты процентов по долговым обязательствам[17]. К 2016 г. изучение проспектов облигаций показало, что в среднем доходность активов финансовых структур местных органов власти Ляонина составляла всего около 1 %. Анализ балансовых отчетов предприятий снизу вверх выявил, что около 10 % заемщиков не имели достаточного дохода для покрытия процентных выплат по кредитам[18].

Фонды стимулирования способствовали росту экономики в период экономического спада, но не создали достаточного количества активов, приносящих доход, чтобы погасить даже самый льготный кредит.

Сколько долгов у правительства Китая? По данным Министерства финансов, общий государственный долг на конец 2016 г. составлял всего 27 трлн юаней, или 37 % ВВП. Государственный долг такого объема кажется вполне управляемым. Крупные развитые страны, такие как США (107 % ВВП), Япония (236 %) и Германия (68 %), как правило, имеют гораздо большее долговое бремя и значительно меньше шансов выбраться из долговой ямы. Крупные развивающиеся рынки, такие как Бразилия (78 %) и Индия (69 %), тоже находятся в неблагоприятном положении.

Вопрос в том, отражают ли упомянутые 37 % реальный объем государственного долга Китая. И ответ на него: «Нет». Министерство финансов придерживается очень узкого определения официального займа, которое включает только долг центрального правительства и ту часть долга местных органов власти, за которую поручилось центральное правительство. Для полноты картины следовало бы также учесть забалансовые займы местных органов власти и выпуск облигаций государственными политическими банками, финансирующими крупные инфраструктурные проекты. Если добавить к этому кредиты Dongbei Special и других 19 272 крупных государственных предприятий Китая, необеспеченные обязательства в рамках государственной системы пенсионного обеспечения и потенциальные затраты на рекапитализацию банков, то цифра окажется еще выше.

Объяснение самого большого сегмента скрытого государственного долга — забалансовых обязательств местных органов власти — кроется в важной динамике китайской политики: борьбе за контроль между Пекином и провинциальными столицами. Со стороны кажется, что власть Си Цзиньпина, расположившегося в своей резиденции Чжуннаньхай, простирается на все провинции, уезды и города вплоть до самой крошечной деревни. Цитируя китайскую пословицу, можно сказать, что «на все меры верхов у низов найдутся контрмеры». Китайская политика не является

жестко иерархической, это борьба за контроль между центром и провинциями. Неудивительно, что первым антикоррупционным критиком Ху Цзиньтао, занимавшего в то время пост генерального секретаря ЦК КПК, стал мятежный партийный босс Шанхая, а антикоррупционные репрессии Си Цзиньпина привели к появлению целого ряда лояльных партийных секретарей в тридцати одной провинции.

Ключевым элементом в борьбе центра и провинций является контроль над бюджетом. В 1994 г., опасаясь, что китайские реформы лишили центральное правительство средств, необходимых для эффективного контроля, вице-премьер Чжу Жунцзи перераспределил ответственность за налогообложение и расход средств. Бремя финансирования социальных услуг легло на плечи местных органов власти, а Пекин получил львиную долю налоговых поступлений. Оказавшись в ситуации неустанно сокращающихся доходов и растущих расходов, местные чиновники вынуждены были искать способы свести концы с концами. Начавшийся бум на рынке недвижимости в сочетании с государственной монополией на владение землей был неприглядным, но эффективным решением этой проблемы. Главным источником дохода местных властей стала продажа земли застройщикам. В то же время создание механизмов забалансового финансирования[19] позволило местным властям уклониться от существующих мер контроля над прямыми заимствованиями, обращаясь за кредитами к банкам.

Типичная структура серых займов выглядит следующим образом. Местные органы власти включают землю и другие ценные активы в механизм забалансового финансирования и косвенно обещают обеспечить любой долг, что позволяет брать займы по ставкам ниже рыночных. Заемные средства используются для оплаты проектов городского развития — от новых дорог и водоочистных сооружений до туристических зон и доступного жилья. Если проекты осуществляются успешно, они приносят доход, а стоимость

[19] Забалансовое финансирование — это практика бухгалтерского учета, при которой компании регистрируют определенные активы или обязательства таким образом, чтобы они не появлялись в балансе. Оно используется для поддержания низкого отношения долга к собственному капиталу и левериджа.

других земельных участков на балансе увеличивается, что позволяет вернуть заемные средства. Если проекты становятся убыточными, местное правительство должно оказать дополнительную поддержку — выделить дополнительные участки земли, которые могут быть проданы для погашения долга. Эта институциональная структура существовала с 1990-х гг., но только когда в конце 2008 г. случился мировой экономический кризис, местные власти смогли испытать ее на прочность.

Для бюджетов местных органов власти 2009 г. был близок к идеальному шторму. Если говорить о поступлениях, то кризис ударил по доходам от налогов и продажи земли. Что касается расходов, то местным властям пришлось выплатить свою долю обещанных Вэнем Цзябао 4 трлн юаней, а также увеличить объем расходов на социальные нужды. Чтобы восполнить недостаток средств, они стали брать кредиты. К концу 2010 г. долг местных органов власти составлял 10,7 трлн юаней (26,1 % ВВП), что более чем в два раза превышал уровень двухлетней давности. К 2013 г., последнему периоду, по которому имеется сопоставимая официальная статистика, общая сумма долга выросла до 17,9 трлн юаней (29,9 % ВВП). Но даже эти официальные данные, полученные в результате тщательной проверки Национального ревизионного управления, скорее всего, преуменьшают истинный объем долга. В последующие годы он совершенно точно занижался.

В марте 2016 г. министр финансов Лу Цзивэй заявил, что на конец 2015 г. общий долг местных органов власти составлял всего 16 трлн юаней — примерно на 1,9 трлн юаней меньше, чем двумя годами ранее[19]. Учитывая, что выпуск облигаций местными каналами финансирования и покрываемые ими расходы на инфраструктуру все это время только возрастали, снижение долга кажется неправдоподобным. Наиболее вероятное объяснение такой статистики следующее: ввиду необходимости решить проблему без ущерба для роста, чиновники прибегли к бухгалтерскому трюку — классифицировали часть долга местных властей как корпоративный долг. Так насколько же действительно увеличился долг? Погрузившись в балансовые отчеты местных финансовых структур, группа ученых под руководством советника Народного банка Китая Бай

Чонгена попыталась ответить на этот вопрос[20]. По их оценкам, объем задолженности местных органов власти в 2015 г. составлял около 45 трлн юаней (64 % ВВП).

Долги местных властей — не единственное упущение в государственном балансе Китая. Государственные банки China Development Bank, Agricultural Development Bank и China Export Import Bank[20] имеют огромные размеры, принадлежат государству и для финансирования своей деятельности активно заимствуют средства на рынке облигаций. Так что их задолженности тоже необходимо учитывать, если мы хотим узнать истинный объем государственного долга Китая. По состоянию на конец 2016 г. долговые обязательства трех государственных банков Китая составляли 21,7 трлн юаней, или 29 % ВВП. Если сложить долги центрального правительства, местных органов власти и политических банков, то государственный долг Китая в 2016 г. составил бы 130 % ВВП. Это уже тревожный показатель, который ставит государственный долг Китая в один ряд с крупнейшими экономиками мира и выше уровня большинства крупных развивающихся рынков.

Не существует единого мнения относительно того, с какого именно уровня государственный долг начинает представлять собой проблему. Однако никто не станет возражать против того, что чем он выше, тем положение хуже. Чем больше долг государства, тем сложнее его погасить. Средства, которые могли бы пойти на развитие здравоохранения и образования (сфер, которые должны сыграть ключевую роль в обещанном Китаем переходе к экономике, ориентированной на потребителя), используются для обслуживания долга. Банки, которые могли бы выдавать больше кредитов начинающим предпринимателям, катализируя переход Китая к более динамичной модели развития, основанной на частном секторе, вынуждены финансировать неэффективные государственные проекты. В условиях экономического спада обеспечивать ускорение роста за счет увеличения государственных расходов или снижения налогов становится сложнее.

[20] «Государственный банк развития Китая», «Банк сельскохозяйственного развития Китая» и «Экспортно-импортный банк Китая».

Хуже того, долг Китая растет огромными темпами. Согласно официальным данным, дефицит бюджета в 2016 г. составлял 3,7 % ВВП. Как и в случае с данными Министерства финансов об объеме долга, этот показатель отражает исключительно размер государственных заимствований. Приняв во внимание забалансовые займы, средства на развитие инфраструктуры и расходы при продаже земли, МВФ рассчитал, что расширенный дефицит составляет 10,4 % ВВП. При сохранении текущих темпов роста дефицита государственный долг Китая быстро достигнет головокружительного уровня. В своем фундаментальном исследовании финансовых кризисов гарвардские экономисты Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф обнаружили, что связь между долгом и кризисом является обоюдонаправленной[21]: большие долги провоцируют кризисы, а кризисы способствуют росту долгов. Если скрытые займы китайского правительства приведут к экономическому кризису, и без того слабая финансовая система выйдет из него еще более ослабленной.

Города-призраки, реальные долги: китайский рынок недвижимости

Государственные предприятия и местные органы власти Китая — две ножки шаткого долгового табурета. Третья ножка — это недвижимость.

Маршрут вдоль высокоскоростной железной дороги, ведущей из Чжэнчжоу, столицы провинции Хэнань, в расположенный в девяноста милях от нее промышленный город Лоян, переполнен объектами недвижимости. Из смога выступают небоскребы, находящиеся на различных этапах возведения. Некоторые представляют собой лишь бетонный каркас, окруженный строительными лесами; другие уже декорированы искусственными классическими колоннами и балюстрадами. Всех их объединяет одно — почти полное отсутствие признаков жизни. Вокруг недостроенных зданий вы не увидите ни рабочих, ни лязгающих строительных кранов, а в завершенных объектах не встретите покупателей в выставочных залах. И отнюдь не потому, что застройщики не стараются: «Автомобиль в подарок за первоначальный 15 % взнос», — гласит баннер на одном особенно уныло выглядящем строении.

И существует веская причина, почему покупатели остаются равнодушными к столь щедрым предложениям. В период мирового экономического кризиса и в последующие годы городские власти Лояна активно взялись за строительство недвижимости, чтобы поддержать рост в период спада. В условиях избыточного кредитования и ослабления контроля, направленного на сдерживание роста цен, спекулянты стимулировали рост спроса. Ища легкой наживы, застройщики стали браться за новые проекты, а промышленные компании решили поучаствовать в этом, не имея опыта работы с недвижимостью. Городские власти выделили заводам заброшенные участки на окраинах, поощряя их освобождать место в центре города для новых жилых домов и торговых центров. «Вы даете кредит промышленной компании на строительство нового завода, но деньги в итоге вкладываются в недвижимость», — говорит кредитный инспектор одного из крупнейших местных банков.

Г-н Го, вице-президент местной компании-застройщика, ощутил ветер перемен в начале 2009 г. «Обычно февраль и март — не лучшее

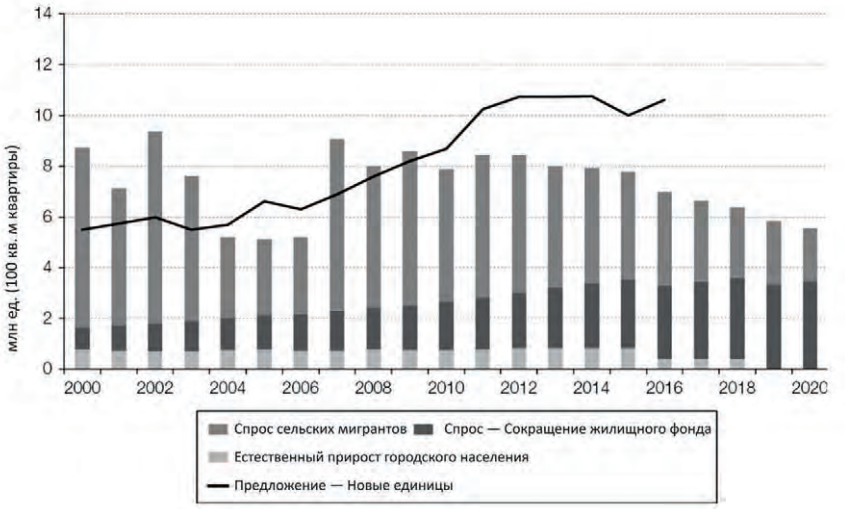

Рис. 2.3. Спрос и предложение в сфере недвижимости Китая. Источник: Bloomberg Economics, Национальное бюро статистики

время для продаж, — сказал он — но в тот раз благодаря политике стимулирования и пропаганде со стороны правительства доверие покупателей возросло»[22]. И это мягко сказано. В то время как финансовый кризис в США ударил по экспорту, бум в сфере недвижимости обеспечил необходимый стимул. В период с 2010 по 2011 г. продажи земли удвоились. В результате через несколько лет в городе образовался переизбыток предложения. По состоянию на конец 2016 г. в Лояне — городе с населением 6,7 млн человек было 33,7 млн м^2 строящейся жилой недвижимости — по 5 м^2 на каждого мужчину, женщину и ребенка в городе. Когда рынок перенасытился, бум закончился. В 2016 г. цены на недвижимость резко упали, и застройщики сократили предложение новых проектов более чем на треть.

Как и все пузыри, китайский пузырь недвижимости имеет фундаментальную причину. До 1990-х гг. в Китае не существовало частного рынка жилья. Все от членов Постоянного комитета Политбюро[21] из элитного закрытого района до уборщиков улиц из общежитий жили в домах, принадлежащих государству. За двадцать лет, последовавших за созданием частного рынка жилья, такие факторы, как обветшание государственного жилого фонда, миллионы людей, ежегодно мигрирующих из сельских районов в города, а также быстро растущие доходы горожан, вызвали огромный спрос на недвижимость. Если бы темп строительства соответствовал спросу, то бум сохранялся бы без риска обвала. Однако проблема в том, что даже при быстром росте спроса предложение все равно его опережало.

С 2010 по 2017 г., если рассматривать Китай в целом, строительство велось на уровне около 10 млн новых квартир в год. Как показано на *рис. 2.3*, спрос со стороны сельских мигрантов, естественный прирост городского населения и сокращение существующего городского жилищного фонда составляли менее 8 млн единиц в год. Следствием избыточного предложения являются города-призраки, незаселенные многоэтажки, опоясыва-

[21] Постоянный комитет Политбюро ЦК КПК — руководящий орган Политбюро ЦК КПК, включавший в разное время от 5 до 9 человек высшего руководства КНР и КПК.

ющие каждый город, и отчаянное предложение застройщика из Лояна подарить автомобиль каждому, кто внесет первоначальный взнос. В целом в 2016 г. в Китае насчитывалось около 12 млн пустующих квартир — достаточно, чтобы разместить все население Канады.

Два фактора толкнули китайский рынок жилья от бума урбанизации к пузырю городов-призраков. Во-первых, для мелких инвесторов в городах ничто не представляло интереса, кроме недвижимости. Банковские депозиты с их доходностью ниже уровня инфляции выглядели непривлекательно. Лихорадочный рынок акций, который сулил то громадные прибыли, то огромные убытки, был слишком нестабилен, чтобы вкладываться в него. Продукты управления капиталом (WMP)[22] — розничные инвестиции, в определенной степени обладающие безопасностью банковского депозита, но с гораздо более высокой доходностью — в конечном счете могли бы изменить ситуацию, но пока им не удалось умерить аппетит к недвижимости. Результатом стал интенсивный спекулятивный спрос. Согласно данным исследования финансового положения китайских семей (крупномасштабного национального исследования сбережений и инвестиционного поведения)[23], даже несмотря на явные свидетельства чрезмерного строительства, на долю спекулянтов приходится около 30 % приобретенного жилья в Китае.

Во-вторых, для правительства Китая недвижимость — это балласт, который держит экономический корабль на плаву. Так было с момента создания рынка частного жилья. В конце 1990-х гг. Китай столкнулся с двойной проблемой роста. Азиатский финансовый кризис ударил по экспорту. Коренная реформа государственного сектора, проведенная премьер-министром Чжу Жунцзи, вызвала

[22] Продукты управления капиталом (Wealth management products, WMP) в Китае — это инвестиции, которые предлагают фиксированные ставки доходности, значительно превышающие регулируемые процентные ставки по депозитам, и которые часто используются для финансирования инвестиций в секторах, где банковское кредитование ограничено. Лишь немногие из них учитываются на балансе банков. Основная проблема, связанная с такими продуктами, заключается в моральном риске, обусловленном историей спасения банками негарантированных WMP.

волну банкротств предприятий и резкий рост безработицы. Инвестиции в недвижимость в сочетании со значительными расходами на инфраструктуру помогли заложить основу для роста. То же верно и в отношении финансового стимулирования, которое последовало за мировым экономическим кризисом, когда были снижены ставки по ипотеке, уменьшены требования к первоначальному взносу и отменен административный контроль с целью обеспечения достаточного объема строительства недвижимости для поддержания экономического роста.

За это безудержное строительство пришлось дорого заплатить. По данным Национального бюро статистики, общий долг застройщиков недвижимости на конец 2016 г. составил около 48,9 трлн юаней по сравнению с 10,5 трлн в 2008 г. Ипотечное кредитование, включая займы из государственного фонда для покупки жилья, также стремительно росло, увеличившись до 27,9 трлн юаней в 2016 г. по сравнению с примерно 4,5 трлн юаней в 2008 г. Если сложить эти цифры вместе, то общий объем кредитования сектора недвижимости вырос с 15 трлн юаней (47 % ВВП) в 2008 г. до 76,8 трлн юаней (103 % ВВП) в 2016 г. Но даже эти цифры, скорее всего, преуменьшают истинную глубину долговой ямы.

С точки зрения застройщиков попытки правительства сбить цены лишили небольшие строительные компании доступа к традиционным источникам кредитования. Поскольку главный вход в банки был закрыт, многие воспользовались боковым. «Около 90 % наших забалансовых кредитов выдаются застройщикам», — сказал один из специалистов по корпоративным займам в головном офисе крупного банка в провинции Хэнань. Остальные вынуждены брать кредиты у теневых банков по высоким ставкам, как правило, выше 10 %. По данным Китайской ассоциации попечителей[23], в конце 2016 г. теневые банковские кредиты, выданные застройщикам недвижимости, составили 1,4 трлн юаней. Последняя группа привлекала средства путем выпуска долларовых облигаций в офшорных зонах, соглашаясь на более дорогие кредиты и курсовой риск в случае обесценивания юаня.

[23] China Trustee Association.

Если взглянуть на балансовые отчеты застройщиков, признаки финансовых затруднений очевидны. У самых закредитованных китайских застройщиков долг настолько велик, что для его погашения потребуется прибыль за десять лет. Для банков риски усугубляются критической ролью недвижимости в экономике в целом и в качестве залога в их кредитном портфеле. На недвижимость и строительство приходится 13 % ВВП Китая. Добавьте сюда спрос на сталь, цемент, бытовую электронику и мебель, и этот показатель приблизится к 20 %. Слабость рынка недвижимости также негативно сказывается на продажах земли — основном источнике доходов для заемщиков местных органов власти. А снижение залогового обеспечения провоцирует рост маржинального кредитования, что приводит к стремительному падению цен, распродаже по бросовым ценам инвентарных запасов и дальнейшему падению цен. Спад в сфере недвижимости может иметь системные последствия.

В истории финансовых кризисов недвижимость играет заметную роль:

В 1989 г., когда мыльный пузырь на рынке японской недвижимости достиг максимальных размеров, земля, прилегающая к Императорскому дворцу, по слухам, стоила дороже, чем вся недвижимость в Калифорнии. Ограничения на выдачу банковских кредитов застройщикам стали одним из катализаторов того, что пузырь лопнул, вызвав 72%-е снижение цен на землю и ввергнув Японию в потерянное десятилетие экономического застоя и обвала цен.

В 1997 г., когда азиатский финансовый кризис грозил обрушить экономику региона как костяшки домино, пузырь, образовавшийся на рынке недвижимости Таиланда, стал одним из первых признаков того, что с экономикой что-то не так. Спрос на офисные помещения в столице страны Бангкоке составлял менее половины объема строительства.

В США в 2007 г. именно субстандартное ипотечное кредитование зажгло фитиль мирового экономического кризиса. Долг по ипотеке вырос примерно до 100 % ВВП. «Если у человека был пульс, мы давали ему кредит», — говорит

сотрудник Countrywide, крупнейшего в США ипотечного агентства, безрассудное кредитование которого и привело к кризису[24].

Неудивительно, что сектор недвижимости Китая вызывает большую озабоченность. «Они не могут позволить себе слезть с иглы развития рынка недвижимости», — говорит ранее упомянутый Джим Чанос: «Это единственное, что поддерживает экономический рост»[25]. Не желая уступать в риторике иностранцу, бывший экономист Morgan Stanley Энди Кси тоже высказал свое мнение. Китайские инвесторы в недвижимость напоминают «волосатых крабов» — шанхайский деликатес, который лучше всего готовить на пару в бамбуковых корзинах. «Их непременно съедят, — сказал Кси, — просто они еще не знают об этом»[26].

Причины стабильности

Оснований для беспокойства по поводу состоятельности китайских заемщиков было предостаточно. В условиях ослабленного контроля преимущества стимулирования по сравнению с альтернативами и большие доходы от инвестиций в инфраструктуру и реформ склонили чашу весов в сторону эффективности.

Существует история, возможно апокрифическая, о том, как высокопоставленного китайского лидера спросили, стоит ли краткосрочное ускорение роста от стимулирования экономики долгосрочных издержек, обусловленных ростом зависимости от инвестиций, подпитываемых кредитами. «Небольшой дисбаланс, — ответил он, — лучше, чем большой крах». Рецессия и финансовый кризис обходятся дорого. Люди, потерявшие работу, постоянно деградируют, поскольку их навыки атрофируются. Обанкротившимся предприятиям непросто вернуться к жизни. Последствия краха банков, которым известны все тонкости функционирования местной экономики, еще более губительны. Об этом говорил Бен Бернанке, председатель Федеральной резервной системы, в своем исследовании Великой

депрессии[24]. Стимулирование экономики в Китае было чрезмерным, однако его альтернатива — неадекватное стимулирование и рецессия — имела бы куда более плачевные результаты.

В условиях необходимости стимулирования экономики инвестиционные расходы предпочтительнее потребительских. Да, многие средства были потрачены впустую, но многие — нет. Исследование Китайской академии социальных наук показало, что правительство Китая завершило 2016 г. с чистыми активами в размере 120 трлн юаней (около 161 % ВВП), включая долю в государственных предприятиях. Во время кредитного бума стоимость активов раздувается. При кредитном спаде финансовые активы теряют в цене, а нефинансовые активы трудно продать. Тем не менее чтобы составить полное представление о финансовой системе Китая, следует учитывать не только активы, но и пассивы баланса. Судя по данным Китайской академии общественных наук, активы Китая стоят не так уж много. Но они все же имеют ценность, и учет этого факта делает проблему долга менее пугающей.

Подсчет стоимости инвестиций на основе статистики упускает из виду более значительные социальные выгоды. Да, инфраструктура Китая приносит низкую прибыль, но это характерно для инфраструктуры любой страны. Поскольку она представляет собой общественное благо, т. е. то, что предоставляется по низкой цене ради повышения благосостояния общества. Государственная компания, которая строит мост, высокоскоростную железную дорогу или водоочистные сооружения, может не приносить большой прибыли. А вот фирмы и домохозяйства, которые пользуются новыми инфраструктурными объектами, ее приносят. В конечном счете, как надеется китайское правительство, налоговых поступлений станет достаточно для того, чтобы все стороны остались довольны.

[24] Имеется в виду работа Bernanke B. S. Essays on the Great Depression. Princeton University Press, 2004. 320 p. Бен Шалом Бернанке — американский экономист, председатель Совета экономических консультантов при Белом доме (2005–2006), председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы США (2006–2014). Признан Человеком года журналом Time в 2009 г.

Наконец, дефолты Dongbei Special и других компаний, которые сигнализировали о слабости финансовой системы Китая, также способствовали проведению реформ. Именно моральный риск (уверенность в том, что кредиты, выданные государственным компаниям, застрахованы от дефолта) обусловил кредитование проектов сомнительной ценности. Потери банков и инвесторов, вкладывающих деньги в ценные бумаги, устранили моральный риск, поощряя более рациональное и эффективное распределение займов. Дефолты свидетельствуют о появлении трещин в финансовой системе Китая. Однако, как пел Леонард Коэн, «трещины есть везде, и через них проникает свет»[25].

[25] Цитата из песни Леонарда Коэна Anthem: “There is a crack in everything. That’s how the light gets in”.

3

Долговая яма Китая: кредиторы

2017-й год был весьма неудачным для страховой группы Anbang. Третья по величине страховая компания Китая начала год с мощного производственного роста. Череда громких поглощений, как внутри страны, так и за рубежом, включала покупку знаменитого нью-йоркского отеля Waldorf Astoria (*рус*. «Уолдорф Астория») за 1,95 млрд долларов. Компания имела прочные связи с элитой Коммунистической партии, председатель Ву Сяохуэй был женат на внучке Дэн Сяопина. Со стороны казалось, что ничто не может встать на пути компании Anbang.

Однако внутри системы уже начали раздаваться сигналы тревоги. В мае китайский орган страхового надзора обвинил Anbang в «нарушении рыночного порядка». Трехмесячный запрет на выпуск новых страховых продуктов перекрыл важнейший источник страховых взносов. В июне за Ву Сяохуэя крепко взялись инспекторы по борьбе с коррупцией в рамках расследования зарубежных поглощений Anbang, манипулирования рынком и «экономических преступлений». Финальный удар был нанесен, когда банковский регулятор стал разбираться в деталях выдачи зарубежных банковских кредитов компании Anbang и таким гигантским конгломератам, как Fosun, HNA и Dalian Wanda, подозревая, что ими были допущены нарушения при приобретении активов за рубежом. Это стало шоком для китайских рынков, и акции Fosun и Wanda — единственных зарегистрированных на бирже компаний группы — рухнули.

Финансы Anbang не были прозрачными: будучи частной, эта холдинговая компания не раскрывала информацию о своих активах

и пассивах. Однако изучив отчеты основных дочерних предприятий, аналитики обнаружили, что общая сумма активов на конец 2016 г. составляла 2,5 трлн юаней, что составляет более 3 % ВВП Китая[27]. Компания Anbang была основным инвестором China Merchants Bank и Minsheng Bank[26], которые являются восьмым и десятым по величине кредиторами в Китае (и наиболее тесно связаны с крупными частными банками), а также Chengdu Rural Commercial Bank[27], крупнейшего местного кредитора в Сычуани — провинции с населением 87 млн человек.

Запрет на выпуск новых продуктов привел к тому, что источники финансирования Anbang иссякли. Риск, о котором, несомненно, знали китайские регуляторы, заключался в том, что по мере истечения срока действия страховых полисов без поступления новых средств Anbang будет вынуждена распродать свои активы по сниженным ценам, чтобы выполнить взятые на себя обязательства. Если держатели полисов решат обналичить средства досрочно, это также подтолкнет Anbang к продаже активов по бросовым ценам. Конечно, Anbang это не совсем American International Group (сокр. AIG)[28] — гигантская страховая компания, которая угрожала обрушить всю финансовую систему США в 2008 г. Обладая активами объемом триллион долларов, AIG была в три раза больше Anbang по абсолютной величине и почти в два раза — по доле в национальном ВВП. Однако параллели прослеживаются не только в инициалах двух компаний, но и на уровне рисков.

Что побудило регулирующие органы Китая принять столь крутые меры против одного из крупнейших страховщиков материковой части страны, причем публично? Китайская политика, как правило, весьма непрозрачна. Тот факт, что этот шаг был предпринят в преддверии кадровых перестановок на съезде партии, намеченном

[26] «Миньшен банк».

[27] «Сельский коммерческий банк Ченду».

[28] American International Group, Inc. (AIG) — международная страховая и финансовая корпорация, действующая более чем в 80 странах мира и обслуживающая более 90 млн клиентов по всему миру. AIG взяла на себя десятки миллиардов долларов рисков, связанных с ипотекой. Компания застраховала десятки миллиардов долларов деривативов от дефолта и не перестраховала их, вдобавок использовала залоговое обеспечение для покупки ипотечных ценных бумаг. Все это затронуло компанию, когда в США в 2007–2008 гг. начался ипотечный кризис.

на октябрь 2017 г., наводил на мысль о внутренней политической борьбе между представителями элиты. Однако финансовые основания для репрессий были очевидны. Anbang уклонялась от китайской системы регулирования, пользуясь своим статусом страховой компании для получения дешевого финансирования, которое она использовала при совершении ряда приобретений, не имевших коммерческой логики.

Страховые компании, цель которых — позволить клиентам управлять рисками, должны работать иначе. Что касается обязательств, то страховщики должны выдавать долгосрочные полисы, по которым клиенты могут получить деньги в случае болезни или несчастного случая. Anbang выпускала полисы, которые выглядели как долгосрочные, но из-за низкой планки требований для досрочного обналичивания они скорее походили на краткосрочные инвестиции. Пример пассивов: в 2015 г. Anbang привлекла 47,6 млрд юаней с помощью продукта под названием *Longevity Sure Win № 1*[28]. В 2017 г. инвесторы могли выйти из него с прибылью в 4,7 %. Что касается активов, то в норме у страховщика на балансе должны быть сверхбезопасные и высоколиквидные облигации, приносящие стабильный доход и легко продаваемые в случае необходимости. На балансе Anbang были неликвидные активы, такие как отель Waldorf Astoria.

Anbang была весьма ярким примером несоответствия активов и обязательств, однако отнюдь не единственной финансовой компанией, уклонявшейся от соблюдения правил и росшей настолько быстро, что этот процесс выходил из-под контроля. Что отличало крупнейшие банки Китая от, например, инвестиционных банков США накануне мирового экономического кризиса, так это то, что они могли рассчитывать на стабильное финансирование. Это стало возможным благодаря высокому уровню национальных сбережений (китайские домохозяйства откладывают около 30 % своих доходов), контролю за движением капитала (что затрудняет вывод сбережений за пределы страны) и простой финансовой системе (т. е. малому количество мест для хранения средств, кроме банков).

Industrial and Commercial Bank of China (сокр. ICBC)[29] — крупнейший в мире банк по размеру активов — получает практически все

[29] «Торгово-промышленный банк Китая».

свое финансирование от внутренних вкладчиков, многие из которых размещают средства на долгосрочных депозитах. Lehman Brothers — американский инвестиционный банк, крах которого спровоцировал мировой экономический кризис, получал финансирование за счет однодневных займов на валютных рынках. Финансирование ICBC дешевое, и оно никуда не денется. Финансирование Lehman Brothers тоже было дешевым, пока рынки не решили, что им не нравится его политика в отношении субстандартных ипотечных кредитов, после чего оно стало дорогим, а затем и вовсе иссякло. Вот почему банк Lehman Brothers потерпел крах. В годы, последовавшие за мировым экономическим кризисом, одной из наиболее тревожных тенденций в банковском секторе Китая было то, что стабильность базы финансирования начала ослабевать. Однако ни один из китайских банков не оказывался в столь безнадежной ситуации, как Lehman. Некоторые из них пошли по пути Anbang, полагаясь на дорогостоящее и нестабильное краткосрочное финансирование для ускорения собственного роста.

В частности, три фактора особенно сильно подрывали стабильность ресурсной базы банков и оказывали влияние на чистую процентную маржу — разрыв между ставками по депозитам и кредитам, который является основным источником прибыльности. Продукты управления капиталом (WMP) — новый тип розничных сберегательных продуктов — заставили банки конкурировать за средства, предлагая инвесторам более высокую прибыль. Технологические гиганты Alibaba (Amazon с китайскими характеристиками) и Tencent (онлайн-гигант, сочетающий в себе функции WhatsApp, Twitter и PayPal) создали массовые онлайновые фонды денежного рынка, которые стали оттягивать на себя средства с депозитов. Народный банк Китая уверенно продвигался по пути либерализации процентных ставок, выводя банки из уютного мира низких государственных ставок по депозитам и высоких государственных ставок по кредитам в более конкурентный мир, где стоимость привлеченных средств возрастает, а процентная маржа сужается.

На китайском рынке, где «*финансовые репрессии*» удерживали ставки по депозитам ниже уровня инфляции, WMP заполнили пробел, предоставив розничным инвесторам безопасность и удобство депозита, но с заметно более высокой доходностью. Один

из примеров WMP — продукт компании Anbang *Longevity Sure Win № 1*[30], который, как оказалось, не обеспечил ни долголетия компании, ни гарантированной победы инвесторам (хотя и совсем без денег тоже никто не остался). Другой пример связан с одним из банков, в который инвестировала компания Anbang, — China Merchants Bank.

В 2017 г. China Merchants Bank предлагал своим клиентам доходность в размере 4,9 % по инвестиционному продукту Sunflower, что значительно выше ставки 0,35 % по вкладам до востребования или 1,5 % для тех, кто готов хранить свои средства на одногодичных сберегательных счетах. В условиях инфляции, составляющей около 1,5 %, только Sunflower давал вкладчикам шанс приумножить свое реальное состояние. «Ставка по депозитам очень низкая», — говорит г-жа Йе, кредитный специалист банка, объясняя, почему она вложила в WMP более 50 000 юаней (что практически равноценно ее годовой зарплате).

Поскольку большинство банков предлагали почти идентичные ставки, а вкладчики жаждали получить прибыль, превышающую инфляцию, рынок WMP переживал бум. В 2010 г. WMP составляли лишь незначительную долю банковского финансирования, а концу 2016 г. в них уже было вложено 29,1 трлн юаней, что составляло примерно 19 % банковских депозитов. Но даже эта цифра сильно занижает уровень зависимости банков от нового источника финансирования. При среднем сроке погашения всего в один-два месяца WMP приходилось многократно пролонгировать, чтобы банки продолжали функционировать. За 2016 г. банки выдали 168 трлн юаней — больше, чем общий объем вкладов, составляющий 150 трлн юаней.

Некоторые банки были более подвержены риску, связанному с краткосрочным финансированием, чем другие:

> **Влияние WMP на крупные государственные банки было ограниченным. Госбанки, входящие в так называемую большую четверку — ICBC, China Construction Bank, Agricultural Bank of China и Bank of China — представляли собой**

[30] *Longevity Sure Win № 1* переводится с англ. как «Долголетие — гарантированная победа № 1».

«слишком крупный, чтобы обанкротиться» национальный бренд, обладали обширной филиальной сетью и потому продолжали аккумулировать депозиты. В них на долю WMP приходилось не более 9 % от общего объема обязательств.

В банках следующего уровня иерархии, таких как China Merchants Bank и Minsheng Bank, известных как акционерные коммерческие банки, ситуация была иной. Китайским банкам второго уровня приходится сочетать свои коммерческие интересы с агрессивными планами по расширению бизнеса, имея гораздо меньше филиалов, чем их конкуренты из большой четверки. Это и обусловило большую зависимость от WMP для финансирования расширения. По группе в целом по состоянию на конец 2016 г. доля WMP составляла около 27 % от общего объема финансирования. В наиболее уязвимых банках этот показатель превышал 40 %.

Однако WMP были не единственной угрозой, подтачивающей дешевую и стабильную базу финансирования банков. В 2013 г. технологические гиганты Alibaba и Tencent начали предлагать онлайн-фонды денежного рынка. Поскольку сотни миллионов китайцев уже пользовались мобильными платежными приложениями этих компаний, они быстро приобрели популярность. В начале 2017 г. Alibaba's Yuebao, название которого переводится как «остатки сокровищ», стал крупнейшим в мире фондом денежного рынка с активами объемом 1,3 трлн юаней под управлением. Это были средства, которые всего несколькими годами ранее банки посчитали бы дешевыми депозитами. Теперь же им пришлось заплатить дополнительные деньги, чтобы занять их у управляющих активами Alibaba[29].

Как раз когда банки столкнулись с новыми угрозами для своей депозитной базы, либерализация процентных ставок начала подрывать их маржу. На протяжении десятилетий контролируемые государством ставки по депозитам и кредитам верой и правдой служили Китаю. Когда главным приоритетом было предоставление дешевых средств для приоритетных инвестиций, устанавливаемые государством ставки справлялись со своей задачей. Теперь экономика столкнулась с более сложными вызовами, и для ответа на них

установленных государством процентных ставок оказалось недостаточно. Более высокие ставки требовались для того, чтобы привлечь больше средств на сберегательные счета домашних хозяйств и прекратить кредитование промышленности с избыточными мощностями. Рыночные ставки необходимы для более эффективного распределения займов. Центральный банк Китая постепенно повышал предельные ставки по депозитам и снижал минимальные ставки по кредитам, в конечном счете полностью отменив их в 2016 г. Конкуренция за банковские депозиты росла, а чистая прибыль по оставшимся депозитам снижалась.

Если посмотреть на все это сквозь призму сложности, то появление WMP и фондов денежного рынка, а также переход от процентных ставок, устанавливаемых государством, к рыночным процентным ставкам, демонстрирует, что Китай следует модели, знакомой другим странам, проходящим через процесс финансовой модернизации. Банки переходили от жестко регулируемой системы, где финансирование поступает в основном от депозитов, а процентные ставки устанавливаются государством, к рыночной системе, где существует конкуренция за средства, а процентные ставки устанавливаются логикой спроса и предложения. В этой эволюции есть и положительные стороны:

> **Банки вынуждены предлагать более высокую прибыль вкладчикам-домохозяйствам, повышая их доходы и ускоряя переход Китая к экономике, ориентированной на потребителя. Учитывая разницу в доходности между WMP и одногодичными депозитами, в 2016 г. вкладчики заработали на своих сбережениях дополнительно около 870 млрд юаней, что составляет более 1 % ВВП. Со временем повышение доходов населения станет катализатором перебалансировки экономики Китая, снижая зависимость от инвестиций и экспорта как факторов роста.**
>
> **Если банки устанавливают конкурентные ставки для привлечения средств, то же самое они должны делать и для заемщиков. Эффективные и производительные компании будут в состоянии платить, а остальные — нет. Результатом должен стать процесс созидательного разрушения, когда сильные выживают, а слабые разоряются. Реформаторы**

из Народного банка Китая надеются, что либерализация процентных ставок станет тем храповиком, который приведет к повышению эффективности экономики в целом.

Тот факт, что Alibaba и Tencent внезапно стали ведущими игроками в сфере мобильных платежей и пока что мелкими, но укрепляющими свои позиции игроками, в индустрии управления капиталом со временем может в корне изменить существующее положение дел. Платежные данные позволяют точно определять кредитоспособность предприятий и домохозяйств. В умелых руках, возможно, благодаря будущему сотрудничеству крупной технологической компании и крупного банка, это может значительно повысить эффективность распределения кредитов.

Однако существуют и риски. Возросшая зависимость от дорогостоящего краткосрочного финансирования стала новым и весьма серьезным фактором уязвимости для китайских банков. В ответ на повышение стоимости привлечения средств банки, стремящиеся сохранить маржу прибыли, были вынуждены добиваться более высокой отдачи от своих инвестиций. Теоретически рыночные ставки кредитования должны способствовать повышению эффективности экономики в целом, но на практике стремление получить больший доход может подтолкнуть банки к принятию слишком большого риска.

Типичный WMP обещал инвестировать средства в комбинацию банковских депозитов (абсолютно безопасных), денежного рынка (очень безопасного), а также облигаций и кредитов (разной степени безопасности). В 2017 г. трехлетние срочные вклады принесли всего 2,75 % прибыли, инструменты денежного рынка — 4,7 %, а трехгодичные государственные облигации — 3,6 %. Ни один из этих инструментов не обеспечит доходность на уровне 4,9 %, которую обещают такие продукты, как Sunflower, не говоря уже о марже, получаемой банками сверх этого. Чтобы достичь желаемого уровня прибыли, управляющим активами пришлось бы инвестировать в высокодоходные корпоративные облигации и займы ненадежным заемщикам. Такие инвестиции, несомненно, повышают доходность. В третьем квартале 2017 г. доходность пятилетних корпоративных

облигаций с кредитным рейтингом A+[31] составила 8,1 %. Теневые кредиты могут принести еще больше прибыли. Проблема в том, что они являются долгосрочными и неликвидными, а также несут в себе повышенный риск дефолта.

В декабре 2012 г. редкий дефолт по WMP, выпущенным Huaxia Bank[32], побудил одного недовольного инвестора пожаловаться: «Это же государственный банк! Как мы можем доверять правительству и коммунистической партии теперь, когда государственный банк отказывается вернуть наши деньги?»[30] В Пекине в 2016 г. светодиодная бегущая строка над дверями банков предупреждала потенциальных инвесторов о том, что высокие доходы сопряжены с высокими рисками. Несмотря на это, большинство вкладчиков считали WMP такими же безопасными, как депозиты, и, помимо неоновых баннеров, практически ничего не делалось для того, чтобы убедить их в обратном. Не вызывает сомнений тот факт, что обязательства по кредитам из пула WMP далеко не всегда исполняются. Банки поглощают эти потери в виде снижения рентабельности, вместо того чтобы переложить их на инвесторов в форме снижения доходности.

Выгода в том, что уровень доверия остается высоким, и средства продолжают поступать. А главный недостаток этой системы заключаются в том, что в ее основе лежит моральный риск — ложная вера в то, что крупные, поддерживаемые государством банки всегда компенсируют убытки вкладчиков.

В уютном, жестко регулируемом мире 1950-х гг. американские банкиры действовали по правилу 3–6–3: занимать под 3 %, давать в долг под 6 % и быть на поле для гольфа к 3 часам дня. Примерно до 2010 г. в таком же мире жили и китайские банкиры. С внезапным появлением WMP, фондов денежного рынка и рыночных процентных ставок для некоторых это правило стало больше походить на 5–8–9 — занимай под 5 %, давай в долг под 8 % и молись,

[31] Кредитный рейтинг A+ означает обязательства выше среднего качества: умеренно высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами, однако присутствует некоторая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях.

[32] «Хуася Банк».

чтобы завтра в 9 утра банк все еще был платежеспособен. Что произойдет, если эти мольбы останутся без ответа? Что если рост стоимости финансирования, стремление получить больший доход и сокращение маржи прибыли приведут банки к краху? Международный опыт изобилует примерами того, что может пойти не так. Кризис сбережений и займов в США — предвестник мирового экономического кризиса 2008 г. — наглядный тому пример.

Долгое время сберегательно-кредитные организации (S&L) — разновидность местных ипотечных кредиторов, увековеченные в классическом фильме Фрэнка Капры «*Эта чудесная жизнь*», чувствовали себя вполне вольготно в США. Правила времен Великой депрессии запрещали банкам выплачивать проценты по вкладам до востребования и ограничивали процентные ставки по сбережениям. S&L могли рассчитывать на постоянный приток вкладов, а взамен предоставляли покупателям жилья доступные ипотечные кредиты. В 1970-х и 1980-х гг. ситуация начала меняться. S&L столкнулись с тремя проблемами. Во-первых, либерализация процентных ставок означала рост расходов и новую конкуренцию за средства. Во-вторых, безудержная инфляция и решение Пола Волкера[33], председателя Федеральной резервной системы, ограничить финансирование увеличили расходы на привлечение средств и снизили спрос на ипотечные кредиты. Наконец, непродуманные действия администрации Рейгана по дерегулированию позволили владельцам S&L делать необдуманные инвестиции в попытке избавиться от своих проблем[31].

На новом дерегулированном рынке S&L могли привлекать финансирование без оглядки на цену и инвестировать, закрывая глаза на любой риск. Федеральное страхование депозитов означало, что если ставки не сыграли, убытки вкладчиков компенсировались за счет налогоплательщиков. Стремясь заработать больше, S&L вышли за рамки своей традиционной специализации на ипотеке и стали инвестировать в рискованную коммерческую недви-

[33] Пол Адольф Волкер — американский экономист и государственный деятель, заместитель министра финансов США (1969–1974), президент Федерального резервного банка Нью-Йорка (1975–1979), председателя правления Федеральной резервной системы США (1979–1987).

жимость и еще более высокорисковые бросовые облигации. Когда эти инвестиции привели к убыткам, S&L потерпели крах. В период с 1986 по 1994 г. 1043 из 3234 S&L в США обанкротились. По данным Бюджетного управления Конгресса, расходы на ликвидацию последствий их банкротства составили 200 млрд долларов — около 3 % ВВП 1990 г.[32]

Параллели между S&L и китайскими акционерными коммерческими банками очевидны. И те и другие отреагировали на дерегулирование финансового сектора стремительным ростом и быстро расширяли сферу деятельности за счет отказа от безопасных стабильных депозитов в пользу более дорогих и волатильных источников средств. И те и другие пытались компенсировать более высокую стоимость привлечения средств повышением доходности за счет кредитования рискованных проектов и действовали в атмосфере, пронизанной моральным риском. У S&L была федеральная гарантия депозитов. А китайские домохозяйства полагали, что любые средства, вложенные в продукт, выпущенный государственным банком, застрахованы правительством.

Различие заключается в том, что китайские акционерные банки по своим размерам превосходят американские S&L. В 2016 г. общие активы акционерных банков составляли 96,8 трлн юаней — 130 % ВВП. Даже на пике своего развития активы S&L никогда не достигали таких объемов. Однако китайским банкам благоприятствует несколько важных факторов. В Китае отсутствует высокая инфляция — один из триггеров кризиса в США. Китайские банки также лучше капитализированы, что дает им больше возможностей для покрытия убытков. Процесс либерализации процентных ставок тщательно контролируется, и Народный банк Китая наказывает мелкие банки, которые пытаются привлечь дополнительные средства, устанавливая непомерно высокие ставки по кредитам. Наконец, в отличие от администрации Рейгана, команда Си Цзиньпина признает наличие рисков и реагирует на них. Однако если эти меры предосторожности не сработают, то потери в размере 3 % ВВП, с которыми Соединенные Штаты столкнулись в результате кризиса S&L, могут оказаться лишь верхушкой китайского айсберга.

Откуда взялись безнадежные кредиты? Внутри китайского теневого кредитного портфеля

Предполагалось, что район Цаофэйдянь (представляющий собой промышленную зону и порт), построенный на отвоеванной у моря территории в северо-восточной провинции Хэбэй, позволит убить двух зайцев одним выстрелом. Переезд гигантского сталелитейного предприятия Shougang из Пекина должен был снизить уровень загрязнения воздуха в столице Китая, а также вдохнуть жизнь в вялую экономику провинции Хэбэй. Пекин, рассуждали правительственные специалисты по экономическому планированию, не испытывает недостатка в рабочих местах, но как столица страны — место проведения всех мероприятий: от Олимпийских игр до саммитов G-20 — он только выиграет от чуть менее удушливого смога. Соседняя провинция Хэбэй, средний доход которой составляет лишь треть пекинского, вполне могла бы потерпеть ухудшение экологической обстановки в обмен на сталелитейный завод, создающий новые рабочие места. В 2010 г. начались работы по строительству нового предприятия. Семь лет и 500 млрд юаней спустя нельзя сказать, что проект в Цаофэйдяне оказался полным провалом. Автобусы компании возили рабочих в синих комбинезонах на сталелитейный завод Shougang и обратно. Местные жители считали работу с окладом в 6000 юаней в месяц вполне достойной. Загрязненный воздух свидетельствовал о том, что доменные печи работают, а производство идет полным ходом. Но несмотря на это, неподвижные краны в порту, окруженном заброшенными объектами недвижимости, наглядно свидетельствуют о том, что ожидания не оправдались.

Не исключено, что сам переезд из столицы компании Shougang, название которой переводится как «столичная сталь», был плохим предзнаменованием. Успеху также отнюдь не способствовала конкуренция со стороны близлежащего Тяньцзиня, имеющего собственный оживленный порт и промышленную зону, как и 70%-е падение цен на сталь с пика в 2008 г. до минимума в 2015 г. Компания Shougang скатилась с прибыли в 349 млн юаней в 2010 г. до убытков в 1138 млн юаней в 2015 г. В том же году объем производства в Цаофэйдяне упал на 10,4 %, что стало тяжелым ударом для местной экономики. Что касается пекинского смога, то для города,

предприятия которого работают на угле, окруженного холмами и находящегося на пути ветров с промышленного северо-востока, завод Shougang был лишь частью проблемы. Если при осуществлении цаофэйдяньского проекта и погибали птицы, то это было следствием загрязнения воздуха, качество которого в провинции Хэбэй и Пекине неуклонно ухудшается.

Если экономический спад в Цаофэйдяне и сказался на банках, степень этого воздействия сложно определить. На первый взгляд, Bank of Tangshan[34], крупнейший местный кредитор, оказался образцом благоразумия. В 2016 г. он отрапортовал о том, что невыплаченные кредиты составили всего 17 млн юаней, т. е. 0,05 % от его кредитного портфеля. Даже в Китае, где при явном занижении отчетности общий коэффициент проблемных кредитов составляет 1,7 %, это поразительно низкий показатель, особенно учитывая тот факт, что ресурсная база Bank of Tangshan оставляла желать лучшего. Город Таншань, частью которого является район Цаофэйдянь, наиболее известен как эпицентр землетрясения 1976 г., которое унесло жизни четверти миллиона человек и, согласно местным суевериям, стало предзнаменованием смерти председателя Мао Цзэдуна[35]. В 2016 г. здесь было произведено рекордное по стране количество стали. Как маленькому коммерческому банку в старом промышленном городке, связавшем свою судьбу с убыточным мегапроектом, удалось сохранить коэффициент непогашенных кредитов на столь низком уровне?

Ответ на загадку отсутствия безнадежных кредитов у таких городских банков, как Bank of Tangshan, кроется в быстром расширении теневого кредитного портфеля. Термин «теневые кредиты» вызывает в памяти образы ломбардов, платформ пирингового

[34] «Банк Таншаня».

[35] Согласно китайским поверьям, императоры и правители являлись Сыновьями Неба. Признаком того, что Небо прогневалось на правителя и предстояла скорая смена власти, являлись природные катаклизмы: засуха, наводнение, землетрясение. 28 июля 1976 г. в Таншане, миллионном шахтерском городе, произошло землетрясение, унесшее жизни 242 419 человек. По масштабам людских потерь это третье землетрясение за всю человеческую историю и самое крупное в XX в. В Пекине, а затем и по всей стране стали быстро распространяться слухи о скорой смене династии. 9 сентября 1976 г. Мао Цзэдун скончался, а вскоре были отстранены и его ближайшие соратники.

кредитования[36] и других сомнительных операций. На самом деле большинство теневых кредитов в Китае выдаются банками. Вот как это обычно происходит:

> **Банк предоставил кредит ненадежному заемщику, или убыточной промышленной компании, такой как Dongbei Steel, или местным властям, взявшим кредит для оплаты инфраструктурного проекта.**
>
> **Из-за строгих регуляторных требований банку слишком накладно выдавать кредиты открыто. Заемщик может не исполнить кредитных обязательств, а банк не хочет афишировать информацию о росте доли непогашенных кредитов. Или же заемщики могут стать объектом правительственной кампании по борьбе с высоким уровнем загрязнения окружающей среды или каким-то другим злом.**
>
> **Полное прекращение отношений с заемщиком может привести к его банкротству и спровоцировать дефолт — нежелательный исход. Вместо того чтобы разрывать отношения, банк находит обходной путь, подключая к сделке теневого кредитора. Теневой кредитор, как правило, управляющий целевым фондом или активами, действует как подставная компания, скрывая истинный характер сделки.**
>
> **Теневой кредитор предоставляет кредит ненадежному заемщику. Затем ссуду секьюритизируют[37], т. е. банк покупает у теневого кредитора ценную бумагу, дающую ему право требовать от заемщика выплаты процентов и основной суммы долга.**

По сути, банк выдал кредит, но в балансовом отчете он отражается как инвестиция в ценную бумагу, выпущенную теневым кредитором. В некоторых случаях на последнем этапе теневой кредит включается в пул активов WMP, продаваемых розничным инвесторам банка.

---

[36] Пиринговое кредитование, P2P-кредитование, person-to-person lending или финансирование от человека к человеку — это форма выдачи денежных средств одним физическим лицом другому.

[37] Секьюритизация (от *англ*. securities — «ценные бумаги») — одна из форм привлечения дополнительного финансирования путем выпуска обеспеченных активами ценных бумаг.

С точки зрения индивидуальной сделки в выигрыше оказываются все. Ненадежный заемщик получил необходимый ему кредит. Банк избежал разрыва отношений с заемщиком, спас его от дефолта и скрыл свои риски от регуляторов и акционеров. Теневой банк получил небольшую маржу за участие в сделке. Однако с точки зрения системной стабильности все оказываются в проигрыше. Ненадежный заемщик переплачивает за доступ к кредиту, что усиливает его финансовый стресс. Банк подвергает себя риску, выдавая кредит ненадежному заемщику, причем без увеличения капитала, необходимого для компенсации возможного дефолта. Привлечение к сделке теневого банка удлиняет цепочку операций, увеличивая затраты и сложность. Финансовая система становится более непрозрачной и сложной для регулирования.

В конце 2016 г. на балансе Bank of Tangshan находилось 110 млрд юаней теневых кредитов, что в 27 раз больше, чем 3,9 млрд юаней тремя годами ранее. Это составляло 54,5 % от общей суммы активов, т. е. теневых кредитов у банка было больше, чем обычных, а также значительно превышало капитал, имевшийся в распоряжении банка для использования в качестве подушки безопасности в случае дефолта.

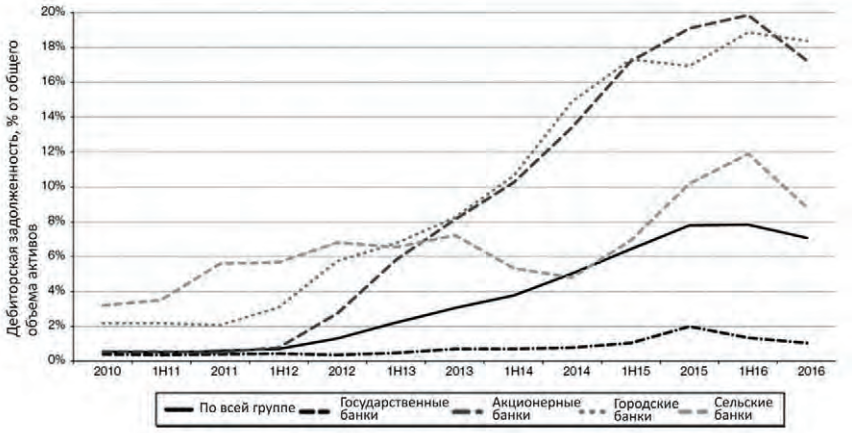

Рис. 3.1. Теневые кредиты банков в процентах от общего объема активов. Выборка включает 41 котируемый и некотируемый банк. Составлено автором на основе данных финансовой отчетности банков

Ситуация, в которой оказался Bank of Tangshan, неуникальна. В начале 2010 г. объем банковских займов другим финансовым учреждениям, что является показателем теневого кредитования, стабильно держался на уровне 2,8 трлн юаней. К концу 2016 г. он достиг 27,2 трлн юаней. Как показано на *рис. 3.1*, подверженность риску варьируется в зависимости от сектора. Самыми уязвимыми являются акционерные и городские коммерческие банки — второе и третье звено китайской банковской системы. Если рассматривать выборку из 41 банка, то по состоянию на конец 2016 г. на теневые кредиты приходилось 17,2 % общего объема активов в акционерных банках и 18,4 % в городских коммерческих банках, таких как Bank of Tangshan. В банках высшего уровня иерархии, таких как ICBC, этот показатель не превышал 1,1 %.

Как и в случае с WMP, разная степень зависимости от теневого кредитования обусловлена различными стартовыми позициями и амбициями. Акционерным и городским коммерческим банкам, которые имеют ограниченный доступ к надежным заемщикам, меньшую депозитную базу и вынуждены больше тратить на привлечение капитала, теневое кредитование казалось привлекательным способом развития бизнеса. Жесткий контроль со стороны местных чиновников, жаждущих роста, вынуждал городские банки прибегать к теневому кредитованию, чтобы привлекать меньше внимания регулирующих органов. Для крупнейших банков, напротив, клиентская база заемщиков, включающая самые известные государственные предприятия, депозиты, накопленные разветвленной сетью филиалов, и низкие затраты на привлечение капитала означали, что развитие бизнеса посредством обычного кредитования было более привлекательным вариантом.

История финансовых кризисов изобилует примерами неудачной секьюритизации. В США в преддверии мирового экономического кризиса банки выдали триллионы долларов ипотечных кредитов малообеспеченным семьям. Требования по возврату кредитов упаковывались и переупаковывались, продавались и перепродавались, принося свежие финансовые поступления, которые продлевали бум. Выводя ипотечные кредиты за баланс, банки уклонялись от нормативных требований к минимальному объему капитала, которым они должны были обладать, стремясь к росту

в ущерб стабильности системы в целом. Удлиненная цепочка сделок означала, что конечный держатель прав на получение денег по ипотечному кредиту ничего не знал о благонадежности базового заемщика. Безоговорочная вера в то, что основные участники были «слишком крупными, чтобы обанкротиться», поддерживала приток средств и означала, что вся система была построена на шатком фундаменте морального риска.

Все эти условия имели место в случае с китайскими теневыми кредитами. Финансовая цепочка была длинной: финансирование из банка, кредиты от теневого кредитора, а право получения денег по кредиту порой продавалось розничным инвесторам в форме WMP. Тогда как ненадежность заемщика была очевидной для банка, розничный инвестор, который в итоге становился обладателем права взыскания кредитных выплат, этого не знал. Доступ к средствам от выпуска WMP позволил акционерным и городским коммерческим банкам развиваться головокружительными темпами. Уклоняясь от регулирования и маскируя кредиты под инвестиции, они смогли нарастить активы, не имея достаточного капитала для покрытия убытков. В китайских банках второго и третьего уровня на конец 2016 г. объем теневых кредитов составлял 200 % от капитальной базы, а в некоторых из них этот показатель был намного выше.

Объем выдачи субстандартных ипотечных кредитов в США вырос примерно со 100 млрд долларов в 2000 г. до примерно 600 млрд долларов в 2006 г., в результате чего общая сумма за этот период составила около 2,4 трлн долларов, или 17 % ВВП.[33] В Китае кредитование теневых банков выросло с 420 млрд юаней (62,5 млрд долларов) в 2010 г. до 8,8 трлн юаней (1,3 трлн долларов) в 2016 г. Сумма задолженности составила 27,2 трлн юаней (4 трлн долларов), или около 36 % ВВП. Кизис субипотечного кредитования в США потряс мировую экономику. Китайский теневой банковский кризис может ее уничтожить.

Наем бандитов и уклонение от уплаты долгов: теневое финансирование в стиле Вэньчжоу

Г-н Ху разочарован. Он заработал свой капитал в Вэньчжоу, производя обувь, зажигалки и замки — любые недорогие товары, которые можно было выгодно продать потребителям в США

и Европе. Расположение Вэньчжоу, прибрежного города в провинции Чжэцзян, когда-то считалось проклятием. В первые дни существования Народной Республики председатель Мао Цзэдун опасался, что его заклятый враг Чан Кайши попытается захватить материк. Вэньчжоу, находящийся на пути к родному городу Чан Кайши — Нинбо был наиболее вероятным местом высадки прибывшей с Тайваня националистической армии. С точки зрения специалистов Мао Цзэдуна по экономическому планированию, это было достаточным основанием для того, чтобы предать этот регион забвению: нельзя рисковать и инвестировать в город, который может попасть в руки врага.

Однако вторжение так и не состоялось. Чан Кайши умер в 1975 г. Когда через год умер Мао Цзэдун, а Дэн Сяопин начал закладывать основы для проведения реформ, прибрежное расположение Вэньчжоу превратилось из проклятия в благословение. В течение следующих трех десятилетий местные предприниматели, такие как г-н Ху, оседлали волну открытия Китая. Сочетая инновационные бизнес-идеи, дешевую рабочую силу и легкий доступ к мировым рынкам, они сформировали нижнее звено производства экспортных товаров. Первая волна товаров made in China (пуговицы, молнии и прочие безделушки), вытеснившая с рынка западных производителей дешевых товаров, была изготовлена в Вэньчжоу. Теневое финансирование сыграло в этом решающую роль. Поскольку государственные банки по-прежнему выдавали кредиты неохотно, средства пришлось искать на неформальном рынке, т. е. г-н Ху и его друзья давали друг другу взаймы для оплаты земли, зданий и капитального оборудования.

В 2008 г. разразился мировой экономический кризис. Экспортеры из Вэньчжоу уже ощущали на себе последствия повышения заработной платы, укрепления юаня, ужесточения санитарно-гигиенических и экологических норм. Теперь, когда западные потребители затянули пояса, спрос испарился. Экспорт, который рос более чем на 30 % в год с момента вступления Китая в ВТО в 2001 г., рухнул, снизившись к началу 2009 г. более чем на 20 %. В ответ на это правительство приказало банкам увеличить объемы кредитования. «Обычно мы просили правительственных чиновников об услуге, но в этот раз они сами обратились к нам», — сказал г-н Жуань,

бывший глава одного из местных банков. «Они созвали всех руководителей местных банков и велели нам не выдавать кредиты», — сказал он. Затем в начале 2009 г. из штаб-квартиры в Пекине пришел приказ: «Кредитовать!» «И мы стали выдавать кредиты направо и налево», — вспоминает г-н Жуань.

Старая зависимость Вэньчжоу от неформального кредитования — сетей предпринимателей, предоставляющих кредиты друг другу, — подливала масла в огонь. Кредиты, выданные фирме А, стали залогом для кредитов фирме В, которая, в свою очередь, выступала поручителем по кредитам фирмы С. Поскольку экспортный сектор был в упадке, владельцы предприятий не видели смысла инвестировать в свой бизнес. Вместо этого кредиты хлынули в сферу недвижимости. В начале 2010 г. цены на недвижимость в Вэньчжоу выросли почти на 22 % по сравнению с предыдущим годом, что повысило стоимость залога и позволило начать новый виток кредитования. Целые автобусы спекулянтов из Вэньчжоу, путешествующих по стране и скупающих новые объекты, стали частью фольклора[38] о китайском пузыре недвижимости. С точки зрения отдельных банковских служащих риски выглядели вполне управляемыми. Кредитов действительно выдавалось много, но все они были обеспечены залогом. С точки зрения системы в целом, учитывая тот факт, что стоимость залога была искусственно завышена, это был карточный домик.

По словам г-на Ли, руководителя одной из крупнейших финансово-консалтинговых компаний в Вэньчжоу, именно закрытие промышленного парка в конце 2011 г. стало началом конца. «Секретарь партии был настроен решительно, — сказал Ли. — В парке было несколько предприятий, сильно загрязнявших окружающую среду. Когда их закрыли, стоимость земли упала, кредиты, выданные под ее залог, потребовали вернуть, заемщики разбежались, и разразился кризис». В последующие годы кредитная экспансия остановилась, цены на жилье рухнули, а темпы экономического роста снизились. В 2007 г. экономика выросла на 14,2 % по сравнению с предыдущим годом. В 2012 г. рост составил всего 6,6 %. Но даже

[38] Популярная поговорка называет жителей Вэньчжоу «евреями Востока» (东方 的 犹太人).

такое значительное снижение темпов роста преуменьшает истинные масштабы спада. «Возможно, данные по ВВП не совсем объективны, — не без иронии заметил местный чиновник, — но они дают представление об общей тенденции». Не менее восьмидесяти руководителей компаний объявили о банкротстве, скрылись или покончили жизнь самоубийством.

Г-н Ху, экспортер, относит себя к числу проигравших. Он стал поручителем по кредиту своего друга в 9 млн юаней, тот не выполнил своих обязательств и сбежал во Вьетнам, оставив г-на Ху платить по счетам. «Я разыскал его, но он зарабатывал на жизнь мытьем мотоциклов и, по всей видимости, был не в состоянии вернуть долг, — посетовал г-н Ху. — Все, что я мог сделать, это нанять местных бандитов, чтобы они его избили, тогда мне стало немного легче».

Еще одна жертва кризиса в Вэньчжоу — модель развития города. Местные предприниматели ухватились за первое звено глобальной производственной цепочки. Следующее оказалось недосягаемым. Столкнувшись сначала с американским кризисом субстандартной ипотеки, затем с европейским кризисом суверенного долга, а также с ростом зарплат и подрывающим конкурентоспособность укреплением юаня, экспорт с трудом выкарабкивался

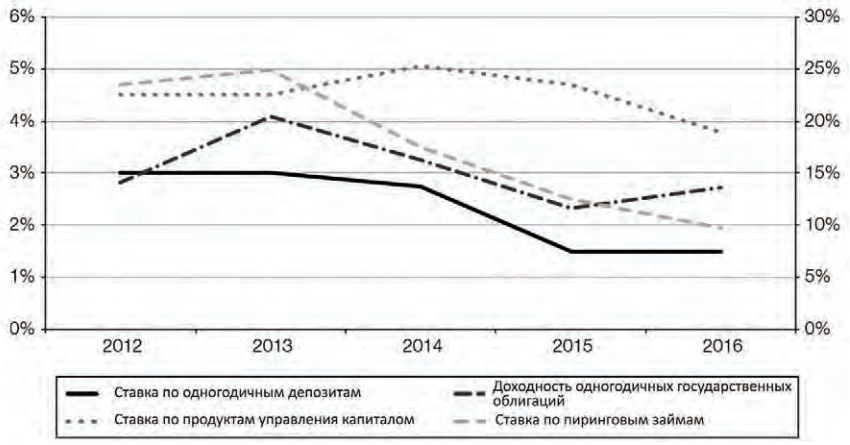

Рис. 3.2. Прибыль инвесторов от вложений в банки и теневые банки по данным на 2012 год. Составлено автором на основе данных Bloomberg, ChinaBond, Diyi Wangdai (第一网贷) и Yingcan (网贷之家)

из спада. Не имея причин вкладывать больше денег в свой бизнес, а горький опыт обвала цен на недвижимость был еще свеж в их памяти, бизнесмены из Вэньчжоу искали новый объект для вложения средств и нашли его в неофициальной банковской индустрии города.

«Мы начинали с 200 млн юаней, а сейчас управляем примерно 700 млн, — говорит г-н Жуань, который оставил работу управляющего банком, чтобы руководить небольшой кредитной компанией. — У нас около десяти инвесторов — предпринимателей, которые больше не хотят вкладывать средства в свой бизнес». По состоянию на 2016 г. в Китае под управлением небольших кредитных организаций находилось около 1 трлн юаней активов. Кредитная организация г-на Жуаня — одна из примерно сорока в Вэньчжоу, причем довольно крупная. Инвесторы получают прибыль около 8 %, а заемщики платят примерно 15 % годовых. «Банки выдают кредиты только государственным компаниям и правительственным проектам, — говорит г-н Жуань. — Мы заполняем существующий пробел». Растет доля потребительских кредитов: на первый взнос за дом, покупку автомобиля, расходы на учебу за границей единственного ребенка.

В нескольких милях вниз по дороге от фирмы г-на Жуана находится Dinxing Dai, платформа пирингового кредитования, которая предоставляет кредиты на еще более невыгодных условиях. Как показано на *рис. 3.2*, годовые ставки здесь превышают 20 %. Пиринговое кредитование разрослось настолько, что доля его активов составляет уже более триллиона юаней, которые распределены по 4000 платформ по состоянию на середину 2017 г. в сравнении с 38 млрд юаней в начале 2014 г. Г-н Чжоу, генеральный директор компании Dinxing Dai, курящий одну сигарету за другой, периодически делает перерыв от инвестиционного консультирования по одному из нескольких мобильных телефонов, чтобы убедиться в том, что риск действительно невысок. Он пояснил, что его платформа объединилась с компаниями, предоставляющими большие данные, чтобы управлять рисками при выдаче кредитов. Данные о местоположении позволяют следить за заемщиками. Клиенты, проводящие слишком много времени

в разъездах по стране, считаются менее надежными, и им предлагают кредит с более высокой процентной ставкой.

С одной стороны, большие данные могут помочь свести к минимуму случаи неплатежа, с другой — подобные высокотехнологичные махинации служат прикрытием для мошеннических действий. В декабре 2015 г. одна из крупнейших пиринговых кредитных компаний была разоблачена как финансовая пирамида. Интернет-кредитор Ezubo, как сообщается, обманул сотни тысяч своих инвесторов на сумму около 50 млрд юаней. Среди сенсационных подробностей: несуществующие инвестиционные проекты, кольцо с розовым бриллиантом стоимостью 12 млн юаней, подаренное генеральным директором компании своей девушке, и двадцатичасовая полицейская операция по поиску уличающих документов, которые компания надежно спрятала[34].

Возникает соблазн сказать, что в Вэньчжоу экономическая модель прошла полный круг, пережив мировой экономический кризис и вернувшись к формальным схемам кредитования, которые сыграли важную роль в первоначальном успехе города, но в действительности все обстоит иначе. Теневое финансирование Вэньчжоу было направлено на развитие мирового экспортного сектора. После экономического кризиса и обвала цен на недвижимость теневые финансы помогли оставшейся части экспортного сектора продержаться на плаву и оплатить несбыточные потребительские устремления потенциального среднего класса. Риски теневого банкинга сохранялись: регулирование было слабым, заемщики — ненадежными, резервные запасы капитала — скудными. Факторов, благоприятствующих развитию экономики Вэньчжоу, больше не существовало.

Для Китая в целом истинные теневые банки — не трасты и управляющие активами, которые маскируют займы под инвестиции, а небольшие кредитные компании и пиринговые платформы, работающие на периферии системы — были слишком малы, чтобы вызвать системный кризис. В то же время они являются характерным признаком финансовой системы, выходящей из-под контроля. Кредитование росло слишком быстро и направлялось самым ненадежным заемщикам. Финансирование было дорогим и нестабильным, резервные запасы капитала — ничтожными или вовсе отсутство-

вали. Регулирующие органы оказались неспособны взять проблемы под контроль. Кризис может начаться не сегодня и не завтра. Но без реформ он не заставит себя ждать.

Источник стабильности

Причины для беспокойства по поводу кредиторской стороны финансовой системы Китая найти несложно. Но существуют и источники стабильности:

Акционерные и городские коммерческие банки ставили себя под удар, увеличивая зависимость от дорогостоящего краткосрочного финансирования и еще больше рискуя при распределении активов. В крупных государственных банках, формирующих ядро системы (ICBC и др.), все обстояло иначе. Они сохранили стабильное финансирование, консервативное кредитование, хороший уровень капитализации и доходности. Высокая норма сбережений и контроль за движением капитала в Китае означали, что финансирование системы в целом не вызывало опасений.

Теневая банковская система Китая быстро расширялась, но в сравнении с другими странами все выглядит не так уж страшно. По данным глобального наблюдательного органа — Совета по финансовой стабильности, в конце 2016 г. активы «других финансовых институтов» Китая (эвфемизм для теневых банков) составляли 9,6 трлн долларов, или около 86 % ВВП. Этот показатель гораздо выше в еврозоне (270 % ВВП), Великобритании (263 % ВВП) и США (145 % ВВП)[35]. Это отнюдь не означает, что теневые банки Китая недостаточно велики, чтобы вызвать кризис. Как раз наоборот. Однако учитывая их размер, масштаб связанных с ними опасений кажется непропорционально большим.

Экономические трудности нередко являются следствием болезни роста, вызванной реформами. WMP, фонды денежного рынка и либерализация процентных ставок помогли модернизировать финансовый сектор. Они заставили банки работать на более конкурентном рынке и ускорили переход к экономике, ориентированной на потребителя, повысив доходы домашних хозяйств.

А крах Ezubo и других теневых кредиторов — удар под дых для тех, кто потерял все — наглядно свидетельствует о том, что высокая прибыль сопряжена с высоким риском, и правительство не всегда сможет прийти на помощь.

Несмотря на целый букет экономических проблем, китайские политики выглядели относительно спокойными. Возможно потому, что регулятор, паникующий по поводу финансовых рисков, подобен кричащему «Пожар!» в переполненном театре человеку, который непременно спровоцирует давку на выходе. Или же потому, что они уже сталкивались со всем этим раньше. За сорок лет реформ Китай сталкивался с куда более серьезными проблемами, чем непогашенные кредиты.

4 Первые два цикла экономического развития Китая

1989-й год оказался неудачным для Китая. Танки, въехавшие 4 июня на площадь Тяньаньмэнь, начали кровавое подавление продемократических протестов. Образ неизвестного бунтаря, в одиночку сдерживающего колонну бронетехники, произвел неизгладимое впечатление на людей по всему миру[39]. Тогда Китай эпохи реформ ближе всего подошел к краху режима. Жесткое подавление мирных гражданских протестов принесло горькую победу консервативным старейшинам партии, захлопнув дверь для экономических реформ на годы, а для политических реформ — на поколения. Непосредственной причиной протестов стала смерть бывшего генсека и реформатора Ху Яобана. А фоном служили вышедший из-под контроля финансовый сектор, безудержная инфляция и угроза «жесткой посадки»[40] китайской экономики.

Этот ранний пример взаимосвязи между экономическим ростом и социальной стабильностью дорого обошелся Китаю. Для будущих поколений лидеров от Цзян Цзэминя до Си Цзиньпина этот опыт стал уроком, который невозможно забыть.

[39] Речь идет о знаменитой фотографии Джеффа Уайднера, репортера «Ассошиэйтед Пресс», сделанной 4 июня 1989 г. На снимке запечатлен человек в белой рубашке и авоськой в руках, который в одиночку сдерживал колонну танков во время волнений на площади Тяньаньмэнь. В апреле 1998 г. журнал Time включил «Неизвестного бунтаря» (Tank Man) в список ста самых влиятельных людей XX в.

[40] Жесткая посадка в экономике — это завершение периода инфляции и быстрый переход от стремительного роста к рецессии, несмотря на превентивные меры.

Десятилетие началось с надежды, а завершилось трагедией. С 1949 по 1976 г. Китай терпел лишения и преследования, причем худшие из них он причинил себе сам. При председателе Мао Цзэдуне руководящим принципом политики был диктат идеологической чистоты, а не эффективность. Результатом стала серия катастрофических ошибок. Ударные темпы политики «большого скачка»[41], самой непродуманной и худшей по исполнению попытки Мао Цзэдуна ускорить переход от сельского хозяйства к промышленности, требовали реквизиции урожая зерна, чтобы выручить средства для инвестиций, результатом чего стал самый страшный в истории голод, вызванный человеком. В ходе культурной революции, опасаясь возрождения буржуазных ценностей, Мао Цзэдун настроил рабочих против начальников, студентов против учителей, детей против родителей. Перевернутое с ног на голову общество погрузилось в десятилетие хаоса и горя.

Смерть Мао Цзэдуна в 1976 г. давала шанс вернуться к разумной политике, однако первым ответом новых лидеров Китая были отнюдь не рыночные реформы. Преемник Мао Хуа Гофэн, который руководил КНР очень недолго, стал претворять в жизнь лозунг «двух абсолютов»[42], т. е. поддерживать абсолютно все политические решения Мао Цзэдуна и следовать всем его указаниям. Это явно не соответствовало настроениям, царившим в Китае после Мао Цзэдуна: миллионы людей терпели унижения в ходе политических кампаний, десятки миллионов страдали от лишений и других невзгод вследствие неудачной социальной политики. Возникла потребность в более глубокой переоценке государственной поли-

[41] Большой скачок — одно из направлений китайской политики, смысл которого в экономике сводился к ускоренной модернизации, что в понимании китайского руководства означало необходимость «догнать и перегнать» страны Запада по производству основных товаров, выплавке стали, развитию тяжелой промышленности и т. п. Причем главным инструментом модернизации считался энтузиазм масс, проявляемый в процессе строительства коммунизма, а не экономические факторы.

[42] «Два абсолюта» — политический лозунг времен последнего периода культурной революции в Китае, который гласит: «Абсолютно все решения, вынесенные Председателем Мао Цзэдуном, мы должны стойко защищать, абсолютно все указания, данные Председателем Мао Цзэдуном, мы должны неизменно выполнять».

тики. В декабре 1978 г. Хуа Гофэна без лишнего шума отстранили от власти, возложив на него вину за политические и экономические неудачи последних двух лет, и главным лидером Китая стал Дэн Сяопин[36]. Срок полномочий Центрального комитета Коммунистической партии Китая (ЦК КПК), состоящего из приблизительно двухсот наиболее высокопоставленных членов Коммунистической партии, составляет пять лет. Каждый год они собираются на заседание, называемое пленумом, чтобы определить политический курс. Третий пленум ЦК КПК одиннадцатого созыва, состоявшийся в декабре 1978 г., на котором Дэн Сяопин сместил Хуа Гофэна, стал переломным моментом в истории страны. Последовавший за этим успех скорее был обусловлен изменением политического курса в целом, нежели принятием каких-то конкретных мер. Слепое следование лозунгу «двух абсолютов» Хуа Гофэна было заменено решительно прагматичным философским принципом «практика — единственный критерий истины» Дэн Сяопина. В новой атмосфере политики получили возможность свободно экспериментировать вне узких идеологических рамок маоизма. Эта свобода породила реформу, которая больше, чем какая-либо другая, ускорила развитие Китая в первые годы экономического подъема: упразднение народных коммун и заложение основ системы ответственности домохозяйств[43], которая вернула сельское хозяйство под контроль индивидуальных домохозяйств.

В теории объединение фермеров в большие трудовые коллективы должно было способствовать модернизации сельского хозяйства Китая. На практике все вышло иначе. Устранив зависимость размера вознаграждения от усердности труда, народные коммуны поощряли отлынивание от работы. Понимая, что как тяжелый труд, так и безделье будут вознаграждены одинаковыми порциями риса в общей столовой, 800 млн китайских фермеров коллективно халтурили. В сочетании с национальными директивами, которые игнорировали местные условия, и зависимостью от квот, а не цен при планировании производства, это тунеядство

[43] В соответствии с введенной в 1978–1983 гг. системой ответственности домохозяйств принятие решений и распоряжение излишками переходили из ведомства коммун обратно к деревенским домохозяйствам.

привело к весьма плачевным результатам. За три десятилетия 1950–1970-х гг., несмотря на все усилия политиков, производство зерна выросло всего на 5 %[37].

Внедрение системы ответственности домохозяйств решило эту проблему. Восстановив связь между приложенными усилиями и вознаграждением, она побудила китайских фермеров работать в полную силу. Первые результаты были обнадеживающими: урожаи росли. Эксперименты, изначально проведенные в провинциях Аньхой и Сычуань, стали повторять по всей стране. Чжао Цзыян, секретарь партии в провинции Сычуань, был назначен Дэн Сяопином генеральным секретарем и стал инициатором более широкого пакета реформ. К 1984 г. система применялась уже в 99 % сельских домохозяйств по сравнению с 1 % в 1979 г. Третий пленум, ставший поворотным моментом в истории китайских реформ, ввел запрет на систему ответственности домохозяйств. Но важна была не специфика политики, а изменение философии. Тот факт, что Дэн Сяопину были важны результаты, а не идеология, позволил местным фермерам и чиновникам свободно экспериментировать, и все, что доказало свою эффективность, мгновенно внедрялось в более широком масштабе.

Прогресс наблюдался и в реформировании промышленности, хотя и не столь стремительный, как в сельском хозяйстве. Серия программных документов по расширению автономии предприятий имела целью сделать для руководителей заводов то, что ответственность домохозяйств сделала для фермеров — усилить стимулы путем соотнесения размера вознаграждения с объемом затраченных усилий. В 1980 г. Дэн Сяопин пообещал сделать так, чтобы партийный комитет перестал вмешиваться в повседневные дела заводов. Сталелитейный гигант Shougang, который десятилетия спустя станет наглядным примером чрезмерного вмешательства плановиков в работу промышленной зоны в Цаофэйдяне, в то время был маяком реформ: руководство фабрики постоянно апробировало новые стимулы для получения прибыли.

В 1982 г. был отменен контроль над ценами на пуговицы. Энергичные предприниматели из Вэньчжоу активно взялись за производство, ухватились за предоставленную местным предприятиям

новую свободу. Плановая экономика никуда не исчезла, но предприятиям впервые было разрешено продавать сверхплановую продукцию и оставлять себе часть прибыли.

Специальные экономические зоны открыли доступ к мировым рынкам, предоставив местным органам власти гибкость в привлечении иностранного капитала, технологий и опыта. Именно Си Чжунсунь — партийный секретарь Гуандуна и отец генерального секретаря Си Цзиньпина возглавил кампанию по созданию первой специальной экономической зоны в Шэньчжэне. Внутри этой зоны импортные и экспортные тарифы были либерализованы, и предприятия могли работать в соответствии с рыночными принципами, свободными от ограничений все еще плановой экономики Китая. Эта политическая инициатива дала толчок китайской экспортной индустрии и, что не менее важно, создала электорат, призывающий к более активным рыночным реформам. Компании за пределами зоны с завистью смотрели на происходящее там и требовали для себя таких же свобод.

Оглядываясь назад, можно сказать, что траектория ранних реформ в Китае представляется ясной, а выбор политики — последовательным. Для тех, кто находился в окопах политических дебатов 1980-х гг., все обстояло иначе. Реформаторы под предводительством Дэн Сяопина стремились к быстрой либерализации, видя в ней путь к повышению уровня жизни и национальному возрождению. Консерваторы во главе с Чэнь Юнем выступали за более осторожный подход с сохранением роли планирования в советском стиле. Теория птичьей клетки[44] Чэнь Юня отражает философию консерваторов. Экономика, по словам Чэнь Юня, подобна птице: «Вы не можете просто держать птицу в руках, она погибнет. Вы должны позволить ей летать, но только в клетке, без нее она улетит». Поддерживать здоровье птицы, заключенной в клетку, оказалось очень непростым делом.

[44] Чэнь Юнь посредством теории птичьей клетки призывал стимулировать экономический рост, а не слепо следовать идеологии. Птица в ней символизирует свободный рынок, а клетка — централизованное планирование. Чэнь призывал найти баланс между «освобождением птицы» и ее «удушением» излишне жестким государственным планированием.

Горькая ирония, которая не ускользнет от внимания людей, изучающих диалектический материализм, заключается в том, что как для реформаторов, так и консерваторов успех нес в себе семена собственного разрушения. Победы реформаторов приводили к перегреву экономики и инфляции, что позволило консерваторам захватить бразды правления. А консерваторы были способны контролировать цены только посредством снижения темпов развития, что давало реформаторам возможность вернуться за стол переговоров.

В 1984 г. политические ветры благоприятствовали реформаторам. Темпы роста были высокими, а инфляция низкой, что не добавляло популярности консервативной осторожности. Система ответственности домохозяйств имела несомненный успех, обеспечивая небывалые урожаи и укрепляя позиции сторонников рыночной экономики. Дэн Сяопин воспользовался моментом. Третий пленум ЦК КПК двенадцатого созыва утвердил решение о реформе экономической структуры. Это решение стало прорывом. На теоретическом уровне оно подтверждало, что разница между социализмом и капитализмом заключается не в экономическом планировании, а в общественной собственности. На уровне политики его целью были снижение роли установленных государством цен и расширение роли рынка. Предприятиям разрешалось адаптировать собственное производство под изменяющиеся условия, о чем свидетельствовали рыночные цены, но пока они находились в государственной собственности — это был все еще социализм.

Не менее важным, чем это решение, событием было заложение основ современной банковской системы. Раньше Народный банк Китая сочетал функции центрального и коммерческого банка, определяя кредитные лимиты и то, кому выдавать займы. Это равноценно тому, как если бы Федеральная резервная система[45] была единственным банком в Соединенных Штатах, определяющим

[45] Федеральная резервная система (Федеральный резерв, Federal Reserve System, FED) — специально созданное 23 декабря 1913 г. независимое федеральное агентство для выполнения функций центрального банка и осуществления централизованного контроля над коммерческой банковской системой США.

объем денежной массы и распределяющим кредиты в соответствии с правительственным планом. Теперь после создания Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, Agricultural Bank of China и Bank of China — «большой четверки» государственных банков, которые будут на протяжении десятилетий доминировать на финансовом ландшафте, — функции центрального и коммерческого банков были разделены. Народный банк Китая будет проводить денежно-кредитную политику, а новые банки, по-прежнему принадлежащие государству, но работающие по модели, приближенной к коммерческой, должны привлекать депозиты и выдавать кредиты.

Воспользовавшись моментом, недавно созданные коммерческие банки с энтузиазмом взялись за дело. В 1983 г. рост кредитования составлял уже 13,7 % в год, а к 1984 г. взлетел до 36,4 %[38]. Кредитование, развивавшееся столь стремительными темпами, еще больше подстегивало перегрев экономики. Эта оплошность реформаторов сыграла на руку Чэнь Юню и консервативным плановикам, которые поспешили вернуть себе контроль над экономикой. В ходе ряда экстренных совещаний руководителям провинций было приказано свернуть крупные проекты и ограничить банковское кредитование. Чэнь Юнь использовал свой пост первого секретаря, чтобы приструнить вольнолюбивых чиновников. Предвосхищая последующие проблемы Пекина в сдерживании отбившихся от рук местных чиновников, скажу, что эти меры контроля оказались успешными лишь отчасти. Заполучив контроль над банками и больше беспокоясь о локальном росте, чем о национальном перегреве, местные власти лишь на словах поддержали опасения Чэнь Юня, а на деле практически не изменили курс действий. На протяжении трех лет, с 1985 по 1987 г., ежегодный рост кредитования ни разу не опускался ниже 20 %.

Бешеные темпы экономического развития, стремительный рост кредитования и местные власти, уклоняющиеся от централизованного контроля, представляли собой горючую смесь. Искрой, от которой разгорелось пламя, стало принятое Политбюро в августе 1988 г. решение одобрить план Дэн Сяопина по всеобъемлющей отмене контроля над ценами[39]. Направление движения было задано верно. Рыночное ценообразование является важнейшей

основой экономической эффективности, оно подсказывает компаниям, когда следует увеличить производство, а когда — сократить. Двойная система ценообразования в Китае, при которой государственные компании могли покупать товары по низкой, установленной правительством цене и продавать их по более высоким рыночным ценам, стала неиссякаемым источником коррупции. И момент для этого был крайне неподходящим. На следующий день после съезда Политбюро, 19 августа, в газете *People's Daily* было объявлено о решении реформировать систему ценообразования. Городское население Китая, и без того страдающее от высокой инфляции, ринулось в магазины, в панике скупая все подряд. Магазины опустели, поскольку домохозяйства делали запасы в преддверии ожидаемого резкого скачка цен. Согласно официальным данным, розничные цены во второй половине 1988 г. выросли на 26 % по сравнению с годом ранее.

В такой обстановке проходил Третий пленум ЦК КПК тринадцатого созыва в сентябре 1988 г. Третий пленум ЦК КПК одиннадцатого созыва 1978 г. положил начало процессу реформ. Двенадцатый пленум ЦК КПК 1984 г. ускорил его. Но в 1988 г. настроение было иным. Воспользовавшись стремительно выходящей из-под контроля инфляцией, Чэнь Юнь и консервативные плановики удвоили усилия по проведению политики сокращения инвестиций. Был существенно сокращен объем инвестиций, восстановлен строгий контроль над ценами и кредитными квотами. Результатом стал классический пример «операция прошла успешно, но пациент умер». Инфляция действительно снизилась, но только за счет замедления темпов роста и сокращения рабочих мест. В 1988 г. ВВП вырос на 11,3 %, в 1989 г. упал до 4,2 %.

Этот двойной удар — сначала высокая инфляция, обрушившая покупательную способность, а затем замедление темпов экономического роста, ударившее по зарплате и занятости, — оказался катастрофическим. Государственные служащие, возмущенные коррупцией высокопоставленных чиновников и членов их семей, наблюдали за тем, как стремительный рост цен снижает покупательную способность и без того скудных зарплат. Рабочие-мигранты, привлеченные в большие города строительным бумом 1980-х гг., оказались без работы, поскольку инвестицион-

ные проекты были свернуты. Именно в этой атмосфере призыв демонстрантов на площади Тяньаньмэнь к большей демократизации общественно-политической жизни нашел отклик в сердцах широких масс, что сначала спровоцировало массовые протесты, а затем драконовский ответ на них Дэн Сяопина и партийных старейшин.

Китайские политики извлекли для себя из этих событий два урока. Во-первых, реформы «большого взрыва»[46] сопровождались недопустимо высокими рисками. Решение Дэн Сяопина одним быстрым движением «снять гипс» с установленных правительством цен привело к катастрофическим последствиям — неконтролируемой инфляции и общественным беспорядкам. Во-вторых, перегретую экономику нужно было охлаждать постепенно, а не обливать ледяной водой. Политика Чэнь Юня по сокращению расходов, результатом которой стало снижение занятости и зарплат, усугубляли антиправительственные настроения. В последующие годы главным принципом политики по проведению реформ и охлаждению перегретой экономики стал градуализм[47]. Такой подход оказался эффективным инструментом для предотвращения повторения катастрофы 1989 г. Но, с другой стороны, он слишком надолго оставил без внимания такие насущные проблемы, как чрезмерный рост кредитования. Цена отсрочки дня расплаты в конечном счете может оказаться настолько высокой, что расплачиваться будет нечем.

Цзян Цзэминь и второй цикл развития Китая

В 1998 г. Китай пережил нечто близкое к финансовому кризису и «жесткой посадке». Рост кредитования резко упал с 23,8 % в начале 1997 г. до 13,4 % в середине 1998 г., а в 2001 г. темпы роста и вовсе

[46] Выражение «реформы большого взрыва» (Big Bang) означает реформы, повлекшие внезапное дерегулирование финансовых рынков.

[47] Политика градуализма предполагает проведение медленных последовательных реформ и отводит государству главную роль в формировании рынка. Для этого государство должно постепенно заменять элементы командно-административной экономики рыночными отношениями, что позволит смягчить процессы преобразований и избежать резкого снижения производства и жизненного уровня населения.

снизились до однозначных значений. Резко возросло количество безнадежных кредитов. Гуандунская международная трастовая и инвестиционная корпорация (Guangdong International Trust and Investment Corporation), которая пользовалась государственной поддержкой для привлечения средств от инвесторов внутри страны и за рубежом, рухнула под тяжестью долга объемом 4,3 млрд долларов США, деньги были растрачены на недвижимость, отели и торговлю ценными бумагами[40].

Согласно официальным данным, рост ВВП замедлился с 9,2 % до 7,8 % — это довольно резкое падение, причем ниже целевого показателя в 8 %. И даже этот показатель в 7,8 % многие считают завышенным. Премьер Чжу Жунцзи назвал это «ветром приукрашивания и фальсификации, пронесшимся по статистической системе». Томас Равски, эксперт по китайской экономике из Питтсбургского университета, рассмотрев все показатели: от производства электроэнергии до авиаперевозок, пришел к выводу, что истинный рост ВВП за год, скорее всего, не превысил 2,2 %[41].

Вероятно, мы никогда не узнаем истинный масштаб спада. Сам за себя говорит тот факт, что в качестве ответной меры премьер Государственного совета КНР Чжу Жунцзи за три года выделил на развитие инфраструктуры 1,5 трлн юаней, что эквивалентно 18,8 % ВВП 1997 г. Показательно также, что начавшееся в 1999 г. спасение банков первоначально обошлось в 1,4 трлн юаней, и эта сумма продолжала расти в последующие годы. Если бы спад не был сильным, реакция тоже не была бы столь масштабной.

Что довело Китай до такого состояния? Как и цикл, определивший развитие событий в 1980-х гг., цикл 1990-х гг. начался с Дэн Сяопина и восстановления динамики реформ. Поворотным моментом 1978 г. стали Третий пленум и отказ от идеологии маоизма в пользу прагматичной политики. Для 1992 г. знаковым было южное турне[48] Дэн Сяопина.

[48] В феврале 1992 г. восьмидесятисемилетний Дэн Сяопин, который уже ушел со всех официальных постов, совершил турне по южным провинциям Китая. Его выступления перед местными партийными организациями убедили китайскую элиту и дальше проводить политику экономической модернизации, которая была поставлена под сомнение после подавления протестов на площади Тяньаньмэнь в июне 1989 г.

«Мой отец, — сказал сын Дэн Сяопина Дэн Чжифан, выступая в конце 1990 г., — считает Горбачева идиотом»[42]. Чем же Михаил Горбачев, последний Генеральный секретарь ЦК КПСС и человек, сыгравший ключевую роль в распаде СССР, заслужил презрение Дэн Сяопина? Ошибка Горбачева заключалась в том, что он пытался проводить политические и экономические реформы — гласность и перестройку — одновременно. В результате он потерял контроль над рычагами власти как в политике, так и в экономике. Дэн Сяопин решил направить Китай по другому пути, сохранив монополию Коммунистической партии на власть и используя эту власть для формирования более эффективной экономики.

Несмотря на это, консерваторы всегда опасались, что экономические реформы станут началом конца: рост благосостояния вызовет спрос на политическую свободу, а расширение роли рынка подорвет легитимность коммунистической власти. События 1989 г., когда экономическая нестабильность и политическое недовольство переросли в общественные беспорядки, казалось, подтвердили их худшие опасения. Дэн Сяопин, которому уже исполнилось восемьдесят семь лет, оказался не в фаворе и был не в состоянии не только возобновить процесс реформ, но даже добиться публикации своих взглядов в газете *People's Daily*.

Консервативная политика сокращений, введенная Чэнь Юнем в конце 1988 г., была сохранена. Чжао Цзыян, архитектор экономических реформ 1980-х гг. и старший руководитель, который более всего симпатизировал протестующим на площади Тяньаньмэнь, находился в тюрьме. Цзян Цзэминь, сменивший его на посту генсека и ставший преемником Дэн Сяопина, придерживался консервативной ортодоксии того времени. Западные санкции в отношении торговли с Китаем нанесли удар по экспортерам в новых специальных экономических зонах, укрепили менталитет «мы против них» и подогрели антиреформаторские настроения. Распад Советского Союза в конце 1991 г. еще более укрепил консерваторов во мнении, что дальнейшее движение в направлении рыночной экономики — плохая затея.

Силы, выступавшие против реформ, были поистине грозными. Как и Дэн Сяопин. В январе 1992 г. он без лишнего шума

отправился в последний поход за влиянием — южное турне с посещением городов Ухань, Чанша, Шэньчжэнь и Чжухай[43]. В Шэньчжэне, месте первого и самого успешного китайского эксперимента по проведению политики реформ и открытости, Дэн Сяопин сказал, что «развитие Шэньчжэня и его опыт доказывают, что наша политика создания специальных экономических зон была правильной». В Чжухае послание о реформах прозвучало вновь, причем уже с политическим акцентом. Дэн Сяопин присутствовал на встрече с Цяо Ши, членом Постоянного комитета Политбюро ЦК КПК и потенциальным соперником Цзян Цземиня в качестве преемника Дэн Сяопина. «Тот, кто выступает против реформ, обязан сложить с себя полномочия, — заявил Дэн Сяопин. — Наши лидеры лишь создают видимость того, что заняты чем-то важным, на самом деле они не делают ничего стоящего».

Официальная пресса практически не освещала поездку Дэн Сяопина. Зато толпы репортеров из Гонконга и свободолюбивых газет Гуандуна ловили и распространяли каждое его слово, усиливая их воздействие и превращая турне Дэн Сяопина в общенациональную дискуссию о важности реформ. В Пекине послание прозвучало громко и отчетливо. К середине февраля, еще до возвращения Дэн Сяопина, Цзян Цземинь решительно поддержал призыв к ускоренному проведению политики открытости. Он позаботился о том, чтобы с содержанием речей Дэн Сяопина ознакомилось все высшее руководство. Успехи консерваторов в сдерживании инфляции и ослаблении санкций, введенных после беспорядков на площади Тяньаньмэнь, уже должны были привести к призывам ослабить экономический контроль. Теперь же турне Дэн Сяопина и поддержка Цзян Цземиня удвоили давление.

В мае целый ряд провинциальных столиц получил те же экономические привилегии, что и специальные экономические зоны, открывшись для иностранных инвестиций и торговли. В Шанхае развитие Пудуна — района в восточной части реки Хуанпу, который станет финансовым центром Китая — наконец перешло из стадии проекта в стадию строительства. И очень скоро результаты этих изменений нашли отражение в статистике. Освободившись от жесткого контроля, местные чиновники поспешили начать новый виток промышленных инвестиций. Капитальные расходы, рост которых

в 1990 г. составлял не более 2 %, выросли до 44 % в 1992 г., а в 1993 г. достигли 62 %. Рост ВВП ускорился с 3,9 %в 1990 г. до 9,2 % в 1991 г. и 14,3 % в 1992 г. Съезд партии 1992 г. стал восхвалением реформ Дэн Сяопина. Прозвучавшие на нем призывы активизировать усилия стали политикой партии.

Дэн Сяопин завещал Цзян Цземиню не только возобновить процесс реформ, но и решить одну очень важную проблему. В условиях бурного роста инвестиций экономика вновь стала перегреваться. К 1993 г. индекс потребительских цен превысил 10 %. В 1994 г. он поднялся выше 20 %. Помня о том, что произошло во время последнего скачка инфляции в Китае, Цзян Цзэминь держал наготове штурмовой отряд полиции для подавления возможных беспорядков. Однако на сей раз политику сокращения темпов развития возглавил уже не Чэнь Юнь. Он и другие старейшины партии отступили на второй план, поручив охлаждать перегретую экономику Чжу Жунцзи — суровому и требовательному вице-премьеру Государственного совета КНР.

По сравнению с политикой сокращения 1988 г. и в соответствии с моделью, которой будут придерживаться на протяжении последующих десятилетий, меры контроля, направленные на ограничение кредитования и инвестиций, применялись постепенно и мягко. «Мы прекрасно понимаем, — сказал Чжу Жунцзи, выступая перед журналистами американского журнала *Businessweek* в начале 1994 г., — что необходимо обеспечить китайскому народу “мягкую посадку”… <…> …если допустить резкое снижение темпов роста, это негативно скажется на нашей социальной стабильности, без которой проведение реформ станет невозможным»[44].

Поскольку рост ВВП в 1995 г. составлял всего 11 %, а рост цен по-прежнему выражался двузначными числами, невольно возникал вопрос: а что если «мягкая посадка» Чжу Жунцзи вовсе не является таковой. Однако макроэкономический контроль был достаточно жестким, чтобы предотвратить рост инфляции. К началу 1996 г. годовой рост индекса потребительских цен вернулся к однозначным значениям, чего было достаточно, чтобы пресечь лихорадочное ценообразование на растущем фондовом рынке. Предвосхищая последующие экстремальные циклы бумов и спадов, индекс Шанхайской фондовой биржи вырос с 393 пунктов в ноябре 1992 г.

до 1536 в феврале 1993 г., а затем вновь обрушился до 339 в июле 1994 г. Биржевые игроки саркастически замечали, что это рынок не «быков» и «медведей», а «свиней» — т. е. привлекателен не более, чем свинарник. Это также было аллюзией на созвучность фамилии Чжу с китайским словом «свинья», которое тоже произносится как «чжу»[45].

Чжу Жунцзи добился большего, чем Чэнь Юнь, усмирив инфляцию, но не препятствуя при этом росту. Однако без внимания осталась еще более важная задача — оптимизация устаревших государственных промышленных предприятий и перегруженных государственных банков, которые поддерживали их на плаву.

Азиатский финансовый кризис создал новые стимулы для ускорения реформ. 2 июля 1997 г. Таиланд под сильным давлением спекулянтов ввел плавающий курс бата, что и стало отправной точкой кризиса, который прокатился по всему региону, уничтожая некогда могущественные банки и корпорации, снижая темпы роста и ставя правительства на колени. Япония, Южная Корея, Индонезия, Таиланд, Гонконг, Малайзия, Сингапур и Филиппины погрузились в рецессию. В Индонезии, где наблюдалось 13%-е сокращение производства, в 1998 г. закончилось тридцатиоднолетнее правление президента Сухарто.

Фотография директора-распорядителя МВФ Мишеля Камдессю, стоящего над Сухарто, подписывающим жесткие условия предоставления спасительного кредита, стала символом кризиса, который, как полагают многие в Азии, был спровоцирован зарубежными инвесторами и усугублен иностранными правительствами.

Непосредственной причиной кризиса стали атаки зарубежных спекулянтов. Хедж-фонды, такие как Quantum Fund Джорджа Сороса, делали крупные ставки на то, что центральные банки Азии не смогут поддерживать завышенные обменные курсы, что вызвало отток «горячих денег»[49] из региона. Первопричиной этого

[49] «Горячие деньги» (сленг) — это денежные средства иностранного происхождения, которые обладают свойствами спекулятивного капитала. Владельцы постоянно переводят их из одной страны в другую, стремясь избежать инфляции или получить прибыль от колебания валютных курсов или налоговых ставок. «Горячие деньги» опасны внезапностью перемещения, они могут как стимулировать экономический бум, так и усугублять кризисы, усиливая инфляцию и колебания валютных курсов.

была кланово-капиталистическая система, когда банки выдавали кредиты, руководствуясь политической, а не коммерческой логикой. Китай с его закрытым балансом движения капитала[50] и строгим контролем за выводом средств за пределы страны был застрахован от спекулятивных атак. Однако обвинения в клановом капитализме очень близки к истине. Если в Таиланде, Индонезии и Корее тесное сотрудничество между банками, бизнесом и правительством выходит за рамки приличий, то в Китае эти «семейные отношения» стали прямо-таки кровосмесительными.

Чжу Жунцзи предстояло решить две проблемы: во-первых, откалибровать политические установки, чтобы преодолеть кризис, угрожающий ударить по экспорту, и, во-вторых, определить, какие структурные изменения потребуются для защиты материкового Китая от аналогичного экономического потрясения. Что касается первого пункта, то Китай достоин похвалы за то, что не поддался искушению девальвировать юань — шаг, который мог бы поддержать экспорт, но усугубил бы кризис для остальной части Азии. Стабильный юань служил якорем для региона, в то время как повсюду курсы валют обваливались. Когда снизившийся до минимума экспорт выявил избыточные промышленные мощности, Чжу Жунцзи сделал выбор в пользу масштабного стимулирования инфраструктуры, инвестировав в нее 1,5 трлн юаней, что предвосхитило ответные меры на мировой экономический кризис в размере 4 трлн юаней, принятые десятилетие спустя.

Что касается второго пункта, то урок, который извлекли китайские политики, заключался в том, что реформирование необходимо ускорять в одних областях и замедлять в других. Государственные компании следует отключить от системы жизнеобеспечения и обязать работать на коммерческой основе, а банки должны выдавать кредиты в соответствии с финансовой, а не политической логикой. Однако при либерализации движения капитала — разрушении барьеров между финансовыми рынками Китая и остального мира

[50] На протяжении многих лет в Китае поддерживается закрытый баланс движения капитала, что означает, что компании, банки и частные лица могут перемещать средства в страну и за ее пределы только в соответствии со строгими правилами.

ключевым словом должна быть осторожность. «Просить Китай снять ограничения на движение капитала преждевременно, — предупреждал Чжу Жунцзи, — это может разрушить экономику страны»[46]. Лидеры Китая видели, что случилось с Сухарто, и не хотели, чтобы то же самое произошло с ними.

Реформа конца 1970-х гг. была направлена на изменение менталитета: формула Дэн Сяопина «практика — единственный критерий истины» — это косвенное, но эффективное развенчание слепой веры в маоизм. Ключевой победой 1980-х гг. стал отказ от государственного планирования производства и ценообразования. В 1990-е гг. под прицел реформаторов попала государственная собственность. На заре эпохи реформ государственные предприятия были двигателями промышленного развития и источником доходов для правительства. К 1997 г. все изменилось. Прибыль государственных предприятий, составлявшая в 1978 г. 15 % ВВП, снизилась до 2 %[47]. Еще до азиатского финансового кризиса Чжу Жунцзи сокрушался по поводу государственного сектора, который был перегружен избыточными промышленными мощностями и обременен долгами, и при этом три человека выполняли работу одного. На Пятнадцатом съезде партии в сентябре 1997 г. Цзян Цзэминь взялся за государственную собственность всерьез, призвав «снять оковы нерациональной структуры собственности с производительных сил и создать благоприятный климат для появления многообразия»[48]. Слово «приватизация» не произносилось, но политический курс не вызывал сомнений. В последующие годы под руководством Чжу Жунцзи была проведена коренная реформа государственного сектора. Проводя политику «захвата крупного и освобождения малого», Чжу Жунцзи стремился сформировать ядро крупных государственных предприятий, создавая конкурентоспособные компании мирового уровня, которые ничем не уступали бы General Electric, Siemens и Sony. Более мелким фирмам грозила приватизация, слияние или банкротство. Для многих их работников это означало безработицу. В 1996 г., накануне реформы собственности, в государственном секторе было занято 142 млн человек,

что составляло 72 % городской занятости. К 2002 г., когда Цзян Цзэминь и Чжу Жунцзи готовились сложить полномочия, передав эстафету следующему поколению лидеров, этот показатель снизился до 83 млн и 33 %.

Второй целью реформы Чжу Жунцзи были банки. В первые годы эпохи реформ в Китае коммерческих банков не существовало. Народный банк Китая, в двух тысячах филиалов которого работало двести тысяч служащих, распределял кредиты, исходя из приоритетов государственных плановиков. Даже после того, как в середине 1980-х гг. были созданы четыре крупных коммерческих банка, кредитование по-прежнему в основном определялось политическими, а не коммерческими соображениями. Государственные компании, инвестиции которых соответствовали планам национального развития, получали кредиты, даже если проекты имели мало шансов на коммерческий успех. «Компании-зомби»[51], не имеющие жизнеспособной бизнес-модели, но играющие ключевую роль в поддержании низкого уровня безработицы, получали кредиты, даже если у них не было возможности их вернуть.

В таких условиях банки неизбежно должны были столкнуться с проблемой низкой доходности, высокого уровня безнадежных кредитов и дефицита резервного капитала. В 1998 г. объем проблемных кредитов составлял около 3,5 трлн юаней, что соответствовало трети ВВП[49].

Таким образом, первостепенной задачей Чжу Жунцзи было разобраться с наследием проблемных банков. В 1998 г. правительство выпустило облигации на 270 млрд юаней, а вырученные средства были направлены на рекапитализацию банков. В 1999 г. правительство учредило четыре компании по управлению активами — по одной для каждого из крупных банков. Руководствуясь политическими, а не коммерческими интересами, они приобрели у банков безнадежные кредиты на сумму 1,4 трлн юаней

[51] Термин «компании-зомби» был введен исследователями «потерянного десятилетия» (кризиса 1990-х гг. в Японии), когда в разгар экономического кризиса японские банки продолжали поддерживать кредитами своих должников, вместо того чтобы позволить им обанкротиться.

по номинальной стоимости. Вторая задача заключалась в том, чтобы привить банкам новую коммерческую культуру. И сделать это оказалось куда сложнее. В 2002 г. у Цзян Цзэминя был момент ностальгии по старым добрым временам, когда шанхайские банкиры настолько остро ощущали свою ответственность за принятые ими плохие кредитные решения, что топились в реке Хуанпу, разделяющей восточную и западную части города. «А сколько банкиров сегодня прыгнули в Хуанпу или любую другую реку из-за безнадежных долгов?» — спросил он[50]. Отныне дальнейшая государственная поддержка будет зависеть от того, наведут ли банки порядок в своих делах.

Даже когда банки приблизились к коммерческой деятельности, а через несколько лет — к публичному размещению акций, это не ослабило партийного контроля над их деятельностью. Роль банков в управлении стратегией развития Китая и сглаживании взлетов и падений цикла роста была слишком велика, чтобы позволить им стать полностью частными или ориентированными на рынок. «Как и Народно-освободительная армия, — сказал один чиновник в ходе реформ 1998 г., — банковская система останется прерогативой партии и будет находиться исключительно под ее контролем»[51].

Реформа государственных предприятий и банков модернизировала двигатель китайской экономики. Именно вступление в ВТО обеспечило топливо для ускоренного развития. В 1986 г., когда Китай впервые подал заявку на присоединение к Генеральному соглашению по тарифам и торговле, казалось, что победа не за горами. Государственная монополия на торговлю, при которой весь импорт и экспорт осуществлялся через государственные внешнеторговые корпорации, уже уходила в прошлое. В стратегические планы США входило вовлечение Китая в мировую торговлю в качестве противовеса красной угрозе Советского Союза. Однако все оказалось не так просто, как ожидалось.

Пока китайские реформаторы работали над созданием условий для вступления в ВТО, борясь не на жизнь, а на смерть с оппозицией консерваторов, боявшихся влияния Запада, и государственных

компаний, опасавшихся иностранной конкуренции, стратегические планы Соединенных Штатов изменились на 180 градусов. Ввиду распада Советского Союза и окончания холодной войны необходимость в тесном сотрудничестве с Китаем отпала. После трагических событий на площади Тяньаньмэнь фокус внимания США сместился с успешных реформ Китая на его авторитарное руководство. В ходе своей предвыборной кампании на пост президента США Билл Клинтон пообещал быть жестким с «пекинскими мясниками», увязывая доступ в ВТО с прогрессом в области соблюдения прав человека. Американские профсоюзы рассматривали Китай не как союзника на пути к власти трудящихся, а как нежелательный источник конкуренции.

Когда на пути возникают колоссальные препятствия, такой же должна быть и воля для их преодоления. С точки зрения Чжу Жунцзи, вступление в ВТО не только позволит Китаю выйти на мировые рынки, но и станет катализатором реформ: привлечет больше иностранных инвестиций и опыта, заставит сильные китайские компании работать лучше, а слабые доведет до банкротства. В Соединенных Штатах бизнес-лобби слюной исходило, предвкушая возможности, которые открывают дешевая рабочая сила и новые рынки. В апреле 1999 г. Чжу Жунцзи был поставлен в неловкое положение, когда злополучная поездка в США не принесла желаемого результата. Однако через несколько месяцев все же был достигнут прорыв. В 2001 г. на встрече в Дохе, спустя пятнадцать лет после подачи заявления, Китай наконец стал 143-м членом ВТО. Приветствуя это решение, Цзян Цзэминь пообещал, что Китай будет «тщательно следить за соблюдением баланса между выполнением своих обязательств и реализацией своих прав». В последующие годы по мере роста положительного сальдо торгового баланса Китая с остальным миром стало казаться, что чаша весов все же больше склоняется в сторону последнего[52].

Для китайских лидеров опыт первой половины 1990-х гг. стал подтверждением актуальности урока, который они усвоили в конце 1980-х гг. Китайскому народу необходимо обеспечить

мягкую посадку; перегретая экономика остывает медленно. Опыт второй половины 1990-х гг. демонстрирует, что в Китае прекрасно понимали, что никогда нельзя тратить впустую хороший кризис. Азиатский финансовый кризис послужил катализатором для широкомасштабного реформирования государственных предприятий, рекапитализации банков и вступления в ВТО. Эти реформы, напоминающие динамизм эпохи Дэн Сяопина, будут способствовать росту Китая в XXI в.

5

Третий цикл развития Китая и истоки мирового экономического кризиса

Китайская экономика при Дэн Сяопине характеризовалась реформами, которые пошли на пользу всем. Некоторые разбогатели, большинство стало чуть состоятельнее, и лишь немногие оказались в худшем положении, чем прежде. Во время пребывания у власти Цзян Цзэминя (с 1989 по 2002 г.) все было иначе. Прогресс в проведении реформ означал закрытие тысяч государственных предприятий. Миллионы людей потеряли работу. Система социальных гарантий по названием «железная миска риса»[52], обеспечивавшая пожизненную занятость, была упразднена. Даже когда разрыв между победителями и проигравшими стал еще более явным, Цзян Цзэминь отошел от коммунистической ортодоксии, закрепив идею вознаграждения по заслугам в конституции партии. В 2002 г. на последнем съезде Коммунистической партии Цзян Цзэминь одобрил подход, согласно которому «распределение доходов должно определяться такими факторами производства, как капитал, технологии и управленческие знания при сохранении принципа вознаграждения по труду»[53]. После окончательного отказа от марксистского постулата «от каждого по способностям, каждому по потребностям» уровень социального неравенства начал неуклонно расти.

После Цзян Цзэминя первым и самым заметным вкладом администрации Ху Цзиньтао, начавшей свою деятельность в 2002 г.,

[52] «Железная миска риса» — система социальных гарантий, которую государство предлагало рабочим: пожизненное трудоустройство, достойная зарплата, бесплатное жилье, медицинское обслуживание, пенсия по старости.

стала попытка перехода к более инклюзивной модели развития. Первой поездкой Ху Цзиньтао в качестве генерального секретаря партии стало посещение последней штаб-квартиры Коммунистической партии в Хэбэе в 1949 г. перед тем, как коммунисты захватили власть в Пекине, что ознаменовало собой возвращение партии к своим ортодоксальным и эгалитарным корням. На Третьем пленуме в октябре 2003 г. он изложил более социально ориентированное видение развития Китая, сокрушаясь по поводу медленного роста доходов сельского населения и «очевидных противоречий», из-за которых многие остались без работы. Одним из первых и наиболее успешных решений Ху Цзиньтао и его премьера Вэнь Цзябао было снижение сельскохозяйственного налога, что повысило доходы фермеров.

На протяжении всех десяти лет пребывания на посту Ху Цзиньтао, сам выходец из простой семьи, постоянно держал в центре внимания проведение прогрессивной социальной политики. Ему не удалось довести дело до конца, но он добился существенного прогресса. В прежние времена рабочие пользовались преимуществами «железной миски риса», когда государственные предприятия заботились об обеспечении человека всем необходимым от рождения до смерти. Жилье, образование, здравоохранение и пенсии обеспечивались *даньвэй*[53], или трудовым коллективом. Теперь же большая часть населения работала в частных компаниях, и даже государственные служащие лишились льгот. При постепенном увеличении государственных расходов на социальные услуги и расширении охвата медицинского страхования Ху Цзиньтао не удалось полностью воссоздать систему «железной миски риса», но он, по крайней мере, предложил в качестве альтернативы «стакан лапши быстрого приготовления» для создания рудиментарного государства всеобщего благосостояния. Если главным достижением Цзян Цземиня была теория «трех предста-

[53] С 1950-х гг. в Китае существовала производственная и социально-культурная ячейка общества — *даньвэй*, представляющая собой трудовой коллектив, в котором все социальные вопросы (жилье, бытовые и семейные проблемы, социальное страхование и обеспечение и т. д.) решались централизованно через представителя партии.

вителей»[54] — привлечение капиталистических предпринимателей в ряды Коммунистической партии наряду с рабочими и фермерами, то Ху Цзиньтао обещал создать «гармоничное общество», в котором предприниматели не будут богатеть за счет рабочих и фермеров.

Что касается финансовых реформ, то первые годы правления Ху Цзиньтао были периодом прогресса. Под руководством управляющего Народного банка Китая Чжоу Сяочуаня китайские технократы разработали дорожную карту рекапитализации, реконструкции и в конечном счете листинга[55] банков. Выделив 45 млрд долларов из своих валютных резервов, Народный банк Китая создал Central Huijin — государственную инвестиционную компанию, которая должна была использовать эти средства для рекапитализации банков, закрывая бреши, оставленные накопившимися за десятилетия невозвратными кредитами. В конце 2003 г. компания Central Huijin инвестировала по 22,5 млрд долларов в Bank of China и China Construction Bank, доведя их капитальную базу до обязательного по международным нормам 8%-го уровня.

Следующим шагом стало привлечение иностранных стратегических инвесторов, которым нужен был не столько капитал, сколько опыт и которые стремились закрепиться на китайском рынке. HSBC[56] приобрела 19,9 % акций Bank of Communications, пятого по величине банка Китая. Bank of America и Temasek (сингапурский фонд национального благосостояния) активно инвестировали в China Construction Bank. Компания Goldman Sachs приобрела 7 % акций Industrial and Commercial Bank of China. Хэнк Полсон, в то время главный исполнительный директор Goldman Sachs, сказал, что их фирма отправляла своих представителей в Китай для обучения сотрудников ICBC управлению

[54] Согласно теории трех представителей, Коммунистическую партию Китая должны представлять не только рабочие и крестьяне, но также «представители передовых производительных сил, деятели культуры и деловые круги» китайского общества.

[55] Листинг — процедура допуска ценных бумаг компании к биржевым торгам.

[56] HSBC — Hongkong and Shanghai Banking Corporation (банковская корпорация Гонконга и Шанхая).

рисками[54]. Международные стандарты оценки достаточности капитала и иностранные стратегические инвестиции воспринимались в Китае со скептицизмом ввиду убежденности в том, что глобальный рынок капитала может оказать дестабилизирующее воздействие на экономику страны. Однако и то и другое было необходимо, чтобы заручиться международной поддержкой при выводе ценных бумаг китайских банков на фондовый рынок.

Финальным шагом стало первичное размещение акций. Bank of Communications первым ощутил на себе стремление международных инвесторов стать частью финансовой истории Китая. Стартовой площадкой был выбран Гонконг, сочетающий глобальные фонды и соблюдение стандартов, географическую близость к материку и политический альянс с его лидерами. В результате первичного публичного размещения акций на фондовом рынке в июне 2005 г. было привлечено 1,9 млрд долларов. В первый день торгов цена акций подскочила на 13 %. Когда тон был задан, положительный прием для других государственных банков был обеспечен. Следующим на фондовый рынок вышел Bank of China, который в июне 2006 г. привлек 11,2 млрд долларов. Семь месяцев спустя, в январе 2007 г., гигант ICBC привлек 21,9 млрд долларов, поставив мировой рекорд по прибыльности первичного размещения акций.

Китайские реформаторы сделали гениальный ход — спасли банки от кризиса посредством внедрения современной системы управления и рыночных стимулов для улучшения управления рисками. «Это было в последний раз», — заявил Лу Цзивэй, бывший в то время заместителем министра финансов, надеясь, что сделанного будет достаточно для спасения банковской системы от краха.

Включение государственных банков Китая в список котируемых на бирже стало важным шагом вперед, но реформаторы по-прежнему были далеки от создания современной и эффективной финансовой системы. Что касается достижений, то после учреждения компаний по управлению активами в конце 1990-х гг. усердная работа по созданию резервов в иностранной валюте позволила привести в порядок балансы банков. К примеру, коэф-

фициент просроченных кредитов в ICBC снизился с 24 % в 2003 г. до 4 % в 2006 г. Иностранные стратегические инвесторы — среди них одни из ведущих коммерческих и инвестиционных банков мира — привнесли новые технологии и опыт. Листинг банков на бирже добавил рыночную дисциплину к перечню стимулов для обеспечения эффективного управления. Оценка глобальными инвесторами результатов деятельности китайских банков теперь мгновенно отражалась на стоимости акций.

С другой стороны, даже после привлечения стратегических инвесторов и продажи акций населению китайские банки оставались под жестким контролем государства. Иностранные инвесторы получили место за столом переговоров. Акционеры могли выразить свое недовольство, продав акции. Но контрольный пакет по-прежнему оставался в руках государства. В проспекте по первичному размещению акций ICBC открыто заявляется, что мажоритарные акционеры банка — Министерство финансов и Central Huijin — «сильно заинтересованы в успешной реализации экономической или налоговой политики, одобренной Государственным советом и (или) Народным банком Китая, которая может не отвечать интересам других наших акционеров».

Трилемма губернатора Чжоу

Вступление в ВТО было одним из главных достижений экономической политики администрации Цзян Цзэминя. Неспособность воспользоваться представившейся возможностью для модернизации промышленной структуры Китая или устранения дисбаланса в движущих силах роста, вызванного вступлением в ВТО, как внутри страны, так и за рубежом, была характерной чертой периода Ху Цзиньтао.

Сочетание дешевой отечественной рабочей силы и передовых иностранных технологий дало впечатляющие результаты. К 2005 г. ежегодный объем экспорта КНР составлял 763 млрд долларов, что более чем в три раза выше уровня 2000 г., и этот показатель продолжал расти. Китайские компании быстро учились. Даже в условиях роста общего объема экспорта доля внутренней добавленной стоимости увеличилась с 64 % в 2000 г. до 68 % в 2008 г.

Такие лидеры своей отрасли, как Alibaba — гигант электронной коммерции, начавший свою деятельность, став посредником между Китаем и иностранными покупателями, Huawei — компания по производству телекоммуникационного оборудования и объект ненависти американских спецслужб и Lenovo — один из крупнейших в мире производителей ноутбуков, не существовали бы, если бы Китай не вступил в ВТО. Изнуряющий ручной труд на производстве зачастую вреден для здоровья, но он дает сотням миллионов рабочих возможность вырваться из беспросветной нищеты сельской местности.

Для Китая вступление в ВТО было более или менее безоговорочным плюсом. Однако то, чего ожидал весь остальной мир, когда ставил свою подпись под документом, принимающим Китай в состав ВТО в Катаре, и то, что он получил на самом деле, — это разные вещи. Для многих иностранных компаний дверь на китайский рынок так и осталась закрытой. Для других ценой доступа стало создание совместных предприятий с китайскими партнерами, причем принудительная передача технологий подрывала конкурентные преимущества. В сфере банковских и финансовых услуг такие ограничения для иностранцев, как строгий контроль за открытием новых филиалов, вынуждали зарубежные банки оставаться на задворках рынка.

Куда более пагубными, чем упущенные зарубежные прибыли, были громадные внутренние убытки. Заработная плата в Китае была в разы ниже, чем в США и Европе. Всестороннее исследование Бюро трудовой статистики США показало, что в 2005 г. рабочие китайских заводов зарабатывали в среднем около 83 центов в час[55]. В США минимальная зарплата составляла 5,15 долларов, а большинство зарабатывало больше. Заниженный курс юаня, субсидированная земля и дешевые кредиты дали китайским компаниям дополнительные конкурентные преимущества. Рабочие на Западе оказались сначала неконкурентоспособными, а затем безработными. По данным одного известного исследования группы специалистов под руководством профессора Массачусетского технологического института Дарона Асемоглу[56], с 1999 по 2011 г. импортная конкуренция со стороны Китая при-

вела к сокращению рабочих мест в США на 2–2,4 млн, причем преимущественно в «ржавом поясе»[57].

В 1970-х и 1980-х гг. стремительный рост японской экономики сделал ее в глазах американцев злодейкой, похищающей рабочие места. В 1985 г. в рамках так называемого соглашения «Плаза»[58] Джеймс Бейкер, министр финансов при президенте Рональде Рейгане, вынудил своего японского коллегу согласиться на значительное повышение курса иены якобы с целью восстановления баланса сил при двусторонней торговле. Результаты этого шага для Японии оказались катастрофическими: спад экспорта, финансовый пузырь и потерянное десятилетие стагнации. Прошло еще два десятилетия, и новой угрозой для рабочих мест в США стал Китай. Министерство финансов США решило разыграть ту же карту, призывая к повышению курса юаня, чтобы подавить китайский экспорт и повысить спрос на американские товары.

Вполне естественно, что столкнувшись с аналогичной проблемой, Соединенные Штаты попытались решить ее проверенным способом. И вполне ожидаемо, что Китай, наученный горьким опытом Японии, всеми силами этому сопротивлялся. В мае 2005 г. Министерство финансов США заявило, что политика Китая в отношении обменных курсов «усиливает рыночные перекосы»[57]. США пригрозили объявить Пекин валютным манипулятором, что могло привести к экономическим санкциям, если Народный банк Китая не ослабит контроль над юанем. В Сенате был принят законопроект, призывающий к введению пошлин, если юань существенно не укрепится по отношению к доллару.

21 июля 2005 г. Народный банк Китая решительно положил конец десятилетней валютной политике, привязывавшей курс юаня к доллару путем единовременного повышения курса на 2 %. В определенном смысле это был ответ на давление США. Но если

[57] «Ржавый пояс» — это часть восточного побережья США и некоторые регионы Среднего Запада, где некогда располагались самые крупные сталелитейные и промышленные предприятия.

[58] Соглашение «Плаза» — соглашение между США, Японией, Германией, Францией и Великобританией о координации усилий по поддержанию валютных курсов, подписанное в 1985 г. в нью-йоркском отеле «Плаза».

копнуть глубже, становится ясно, что Китай делает только то, что хочет и когда хочет. Спустя четыре года после вступления в ВТО его экспорт возрастал почти на 30 % ежегодно. Темпы роста ВВП были близки к двузначному показателю. Совершенно очевидно, что решение Китая оказалось крайне выгодным. Повышение курса национальной валюты на 2 % и переход к системе гибкой привязки юаня к доллару — таков был план, разработанный губернатором Чжоу. Это был шаг в правильном направлении, который в корне отличался от навязанного Японии в рамках соглашения «Плаза» резкого повышения курса иены и потому не привел к сокращению профицита торгового баланса Китая. Для этого, по подсчетам специалистов из Института мировой экономики Петерсона, понадобилась бы 30%-я ревальвация[58].

Чжоу, ведущий финансовый технократ Китая и архитектор многих важнейших реформ XXI в., проявил излишнюю осторожность в отношении курса юаня, не желая повторять ошибку «большого взрыва» либерализации цен Дэн Сяопина, когда одно непродуманное решение ввергло страну в хаос инфляции и социальных волнений. Пекин не хотел попасть в ту же ловушку, что и Токио, уступив требованиям резко повысить валютный курс и разрушив тем самым ориентированную на экспорт модель экономического роста.

Градуализм имел смысл, но за него пришлось дорого заплатить. Чжоу оказался если не в ловушке, то, по крайней мере, в жестких рамках того, что экономисты называют невозможным триединством. Эта идея, берущая начало в работах Маркуса Флеминга и Роберта Манделла 1960-х гг., заключается в том, что страна не может одновременно иметь фиксированный валютный курс, сохранять свободное движение капитала и проводить независимую денежно-кредитную политику. Это связано с тем, что капитал движется туда, где доходность наиболее высока, поэтому страны, допускающие свободное трансграничное движение капитала, должны либо принять процентные ставки «глобального якоря» (Федеральной резервной системы), либо плавающий обменный курс.

Многие страны выбирают независимую денежно-кредитную политику и плавающий обменный курс. Независимая денежно-кре-

дитная политика — возможность устанавливать размер процентных ставок в соответствии с национальными интересами — представляет собой важнейший инструмент сглаживания колебаний уровня безработицы и инфляции. Плавающий обменный курс помогает поддерживать торговый баланс и обеспечивает подушку безопасности при финансовых потрясениях, опускаясь в плохие времена и повышаясь в хорошие. Другие экономики, например гонконгская, отдают предпочтение фиксированному валютному курсу, но жертвуют независимостью денежно-кредитной политики (гонконгский доллар привязан к доллару США, а процентные ставки, устанавливаемые Валютным управлением Гонконга, зеркально отражают ставки Федеральной резервной системы).

Китай, что не удивительно, постарался занять позицию, слегка выходящую за рамки установленных правил. Не желая жертвовать одним из трех предпочтений финансово-экономической политики, он решил взять понемногу от каждого из них. Курс юаня находился под контролем, но при этом отражал тенденции рынка; потоки капитала были ограничены, но не запрещены; Народный банк Китая корректировал процентные ставки независимо от Федеральной резервной системы, не забывая о своей цели — стабильности юаня. На практике это означало, что в первые годы привязки юаня к доллару, чтобы избежать резкого притока капитала, процентные ставки поддерживались на низком уровне — слишком низком для экономики, растущей столь стремительными темпами, как китайская.

Как правило, ставки по кредитам должны примерно соответствовать темпам роста номинального ВВП — показателя ожидаемой доходности инвестиций. Если они будут слишком высокими, никто не будет брать кредиты, что ударит по экономическому развитию и занятости; а если слишком низкими, то чрезмерный спрос на кредиты приведет к инфляции и образованию пузырей активов. Ставки по депозитам должны быть как минимум выше уровня инфляции — в противном случае вкладчики не получают справедливой прибыли, и пострадает потребление. Решение Китая управлять юанем означало, что оба эти правила были нарушены. Прибыль заемщиков могла оказаться гораздо ниже ожидаемой доходности,

а ставки по депозитам сберегателей опустились ниже уровня инфляции. Экономическая структура Китая была выведена из равновесия, постоянно подвергаясь риску неудержимой инфляции, образования пузырей активов и сильно накренившись от потребления в сторону инвестиций и экспорта.

Дважды за первые годы пребывания Ху Цзиньтао у власти инфляция преодолевала критическую для китайских домохозяйств отметку — 5,3 % в августе 2004 г. и 8,7 % в феврале 2008 г. Интернет-шутники задавались вопросом, не был ли реальный темп роста цен еще выше, иронично спрашивая: «Покупают ли статистики овощи?»

В первом случае процентные ставки совсем не изменились, во втором — Народный банк Китая повысил базовую ставку по одногодичным депозитам с 2,5 до 4,1 %, что все еще было гораздо ниже уровня инфляции. Чжоу оказался в ловушке трилеммы Манделла — Флеминга. Повышение ставок было необходимо, чтобы подавить инфляцию. Но несмотря на то, что Китай тщательно следил за движением капитала, более высокие ставки спровоцировали дестабилизирующий приток «горячих денег». У спекулянтов было множество путей для ввоза средств в страну: от выставления завышенных счетов за экспорт до маскировки портфельных инвестиций под инвестирование в производственные мощности и другие традиционные активы. Приток «горячих денег» затруднил управление валютным курсом и ускорил рост денежной массы, добавив новый источник инфляционного давления.

Оказавшись перед трудным выбором, центральный банк позволил ускорить темпы укрепления юаня. Более сильный юань сдерживал инфляцию за счет снижения спроса на экспорт, усугубляя при этом застой в экономике и снижая цены на импорт. Ввиду того, что ускоренное укрепление юаня способствовало притоку капитала, центральный банк увеличил долю обязательств коммерческих банков по привлеченным ими депозитам, которую они должны держать в резервном фонде центрального банка, блокируя приток средств, прежде чем он перерастет в инфляционное кредитование. Государственный комитет по делам развития и реформ КНР — мощное агентство экономического планирова-

ния — запретил любое повышение установленных государством цен и направил инспекционные группы в двадцать шесть провинций для сдерживания цен на продовольствие[59].

Совместные усилия центрального банка и специалистов по экономическому планированию позволили взять цены под контроль. Китай при Ху Цзиньтао никогда не страдал от головокружительного роста инфляции, который подвел экономику и социальную стабильность к краю пропасти в 1989 г. В то же время валютный курс, определяющий относительную цену иностранных и отечественных товаров, и процентная ставка, устанавливающая цену денег как средства сбережения, являются наиболее важными рычагами управления экономикой. Если занижать их на протяжении слишком продолжительного периода времени, как это делал Китай, серьезные перекосы будут неизбежны. Инфляция на уровне 8,7 % — отнюдь не самая серьезная проблема, с которой пришлось столкнуться Китаю.

Захват земель и политика «одна семья — один ребенок»: источники несбалансированного роста[59]

«Здесь была моя ферма», — говорит г-н Фу, проезжая на своем стареньком седане мимо Golden Lakeshore — комплекса роскошных вилл на окраине Чэнду, одиннадцатимиллионного города на юго-западе Китая. Такие виллы не по карману г-ну Фу. Когда нанятые правительством бандиты выгнали его с небольшого участка, где он держал рыбную ферму, местные власти заплатили г-ну Фу всего 9 юаней за квадратный метр. Участок быстро перепродали по цене 640 юаней за квадратный метр застройщику, который построил на нем виллы, продающиеся по 6 900 юаней за квадратный метр[60].

Г-н Фу оказался безработным, одним из десятков тысяч бывших фермеров, живущих в трущобах на окраинах Чэнду. Желания начинать новое дело у него не было. «Какой смысл, если правительство может запросто все отнять?» — посетовал он. Проблема

[59] Несбалансированный рост — это ситуация, когда темпы развития различных секторов экономики сильно отличаются.

бедности усугубляется невозможностью получить доступ к социальным льготам. Несмотря на то, что его ферма была разрушена, чтобы освободить место под расширение города, г-н Фу был классифицирован как сельский житель. Не имея городского *хукоу*[60] — своего рода прописки по месту жительства, дающей право на социальные пособия и услуги, — он не мог получать пособие по безработице или пенсию, а члены его семьи были лишены доступа к государственному образованию и медицинскому обслуживанию.

Г-н Фу не одинок. Бум урбанизации в Китае расцвел на земле, отнятой у десятков миллионов фермеров. Хуан Ци, активист по защите прав на землю в Чэнду, слышал истории, подобные той, что поведал мне г-н Фу, каждый день, тысячи раз в год. Сидя в своей скромной квартире, Хуан Ци действовал как информационно-аналитический центр по сбору информации о захвате земель, принимая постоянный поток звонков на мобильный телефон и размещая информацию на своем сайте в надежде на то, что негативная огласка предотвратит худшие крайности. Власти некоторое время терпели этот акт конструктивного инакомыслия, но потом, видимо, решили, что Хуан Ци доставляет слишком много хлопот, и упекли его в тюрьму за разглашение «государственной тайны». По данным Академии общественных наук КНР, число безземельных фермеров составляет от 40 до 50 млн человек. Еще более многочисленная группа, состоящая из 200 млн рабочих-мигрантов, предпочла труду на фермах в глубинке работу на городских фабриках, но не имеет доступа к городскому социальному страхованию и услугам.

Г-н Фу не знал этого, но он, как и миллионы других фермеров, согнанных с насиженных мест бумом на рынке недвижимости, стал жертвой глубокого дисбаланса в экономике Китая — избытка сбережений, который угрожал устойчивости модели роста.

[60] Система *хукоу* была внедрена в 1958 г., в соответствии с ней все граждане КНР разделены на горожан и сельских жителей и прописаны в определенном регионе. Для того чтобы сменить место жительства, например, переехать из деревни в город и получить там работу, необходимо пройти крайне сложную бюрократическую процедуру.

Проблемы коренятся в политике ограничения рождаемости «одна семья — один ребенок», которая была введена китайскими властями в 1979 г. в качестве меры по сокращению темпов роста населения и стала вопиющим вторжением государства в сферу частной жизни семьи. Она также оказала огромное влияние на экономическую структуру Китая. Необходимость преодолеть гендерный дисбаланс (в 2006 г. на 100 девочек приходилось 106 мальчиков) и найти жену означала, что семьи должны были экономить, чтобы их сыновья могли подняться выше по имущественной лестнице. Сокращение числа детей, для которых нужно было покупать подгузники, одежду и еду, означало снижение потребления. Меньшее число детей, на которых можно положиться в старости, означало необходимость делать сбережения на черный день.

Были и другие факторы, способствовавшие росту сбережений. Фермеров, вынужденных покинуть свои земли, и людей, которые по собственному желанию перебрались в город в поисках лучшей жизни, китайское государство всеобщего благосостояния практически не защищало. Исследование, проведенное Синь Мэном, ученым из Австралийского национального университета, показало, что более 80 % из них не имеют страховки на случай болезни, безработицы или старости[61]. У городских рабочих дела обстояли немногим лучше. По мере закрытия государственных предприятий доля городских рабочих, охваченных медицинским страхованием, неуклонно сокращалась. Средний размер пенсионных выплат снизился с 80 % от зарплаты до 50 %[62]. Эти резкие перемены лишили китайских рабочих социальной защиты, на которую они привыкли полагаться, и заставили их делать сбережения на случай болезни и старости.

Рост неравенства, отчасти ставший результатом бума на рынке недвижимости, который привел к разорению одних и обогащению других, привел к концентрации богатства в руках богатых людей с большими сбережениями. Исследование, проведенное некоммерческой организацией Landesa, которая уделяет основное внимание сельским районам, показало, что в среднем компенсация, выплачиваемая фермерам, составляет всего 2 % от реальной стоимости земли. Тот факт, что недобросовестные местные чиновники могли за бесценок купить у фермеров землю и перепродать

ее застройщикам, которые сбывают квартиры и виллы по заоблачным ценам, создавал благодатную почву для взяточничества. «Они все курят Чунгву», — сказал сосед г-на Фу, имея в виду пристрастие местных чиновников к самой дорогой марке сигарет в Китае. По данным исследования финансового положения домашних хозяйств в Китае[61], 10 % самых богатых домохозяйств Китая откладывают 60 % своих доходов, что составляет почти три четверти всех сбережений.

Слабый курс юаня и низкие процентные ставки, устанавливаемые государством, тоже вносили свою лепту. Обменный курс made in China означал, что экспорт был дешевым, а импорт — дорогим. Фабрики, расположенные на восточном побережье, выиграли от этого, поскольку стремительный рост продаж привел к увеличению прибыли, а вместе с тем и корпоративных сбережений. Низкие процентные ставки сократили доходность депозитов, что теоретически должно было снизить стимул к сбережению. Эмпирические данные неубедительны, но на практике, когда домохозяйства откладывали деньги на определенную цель (например, на первоначальный взнос на покупку дома), это могло увеличить сумму, которую им необходимо было накопить.

В 2007 г. Китай откладывал 51 % своих доходов. Это необычайно высокий показатель. Причем как в международном сравнении: США и Япония сберегали значительно меньше[63], так и в историческом: в начале 1990-х гг. уровень сбережений в Китае составлял около 40 %. И это тоже было проблемой. Чтобы поддержать спрос, предотвратить резкое падение темпов роста и занятости, сбережения необходимо перевести в разряд расходов. И сделать это можно посредством инвестиций или экспорта: сбережения одалживаются за рубеж и в конечном счете возникает иностранный спрос. Выражаясь формальным языком учебника по экономике, сбережения минус инвестиции равны сальдо счета текущих операций. Проще говоря, сбережения должны принимать форму либо капитальных затрат, либо зарубежных продаж.

Превращение 51 % ВВП из сбережений в расходы требует больших инвестиций или значительного объема экспорта. В случае

[61] China Household Finance Survey.

с Китаем потребовалось и то и другое. В 2007 г. доля инвестиций составляла 41 % ВВП, а положительное сальдо счета текущих операций (разница между экспортом и импортом) приближалось к 10 %. И вновь это весьма внушительные цифры. В период интенсивной индустриализации 1970-х гг. соотношение инвестиций к ВВП в Японии достигло максимального значения, слегка превысив отметку 40 % ВВП. В 1986 г., в самый разгар опасений по поводу того, что экспортные товары из Японии заполонят рынки США, положительное сальдо по текущим операциям Японии не превышало 4 % ВВП. В 2001 г., в год вступления в ВТО, капитальные расходы Китая составляли 36 % ВВП, а положительное сальдо по текущим операциям — 1 %.

В развивающейся экономике существует множество возможностей для инвестиций. Китаю необходимы жилье, офисные здания, торговые центры, дороги, железные дороги, аэропорты, линии электропередачи, телекоммуникационные сети, водоочистные сооружения, сталеплавильные заводы и судостроительные верфи. Тот факт, что даже после финансирования всех этих проектов объем сбережений составил 51 % ВВП означал, что запас национальной валюты был большим, а инвестиционных возможностей — мало. Главным следствием этого стали пузырь на рынке жилья и стремительный рост цен на недвижимость. Ввиду того что застройщики спешили ухватить свою долю прибыли, а местные власти жаждали получить доход от продажи земли, строительство недвижимости выросло с 450 млн $м^2$ в 1997 г. до 2363 млн $м^2$ в 2007 г. Одним удалось разбогатеть, другим не повезло. Подпитываемый сбережениями локомотив строительного бума снес г-на Фу и других фермеров, которым не посчастливилось оказаться у него на пути, вместе с их домами, фермами и человеческим достоинством.

Недвижимость была предпочтительным, но не единственным вариантом инвестирования для китайских домохозяйств с высоким уровнем сбережений. В течение многих лет китайский фондовый рынок находился в упадке. В 2005 г. настало время перемен. Динамично развивающаяся экономика способствовала росту прибыли, и в первой половине года промышленные компании показали 42%-й рост. Приостановка размещения ценных

бумаг на фондовом рынке изменила климат на рынке с холода избыточного предложения на жар избыточного спроса. Начавшееся укрепление юаня подлило масла в огонь, повысив привлекательность отечественных активов и провоцируя приток «горячих денег» из-за рубежа.

В июле 2005 г., перед самым началом повышения курса юаня, фондовый индекс Шанхайской фондовой биржи достиг минимального значения в 1011 пунктов. В конце года он составил 1161 пункт, поднявшись на 14,8 %. В 2006 г. рынок удвоился, поднявшись на 130 % и завершив год на отметке 2675 пунктов. К началу 2007 г. инвесторы находились в режиме «разъяренного быка». Крупнейшие национальные предприятия — от ICBC до Air China — выстроились в очередь для листинга своих ценных бумаг на фондовой бирже. Миллионы начинающих инвесторов вложили свои средства в акции. Управляющие пенсионными активами, завороженно смотрящие на мелькающие на экранах котировки, притягивали к себе объективы фоторепортеров. 16 октября фондовый индекс достиг максимальной отметки в 6092 пункта, что на 500 % больше минимума 2005 г. «Предотвращение раздутия пузырей активов сродни профилактике инфляции, и правительство несет ответственность за создание справедливого, здорового и прозрачного фондового рынка», — сказал премьер Государственного совета Вэнь Цзябао, продемонстрировав фирменную комбинацию благородных устремлений и бездеятельности.

Первичное размещение акций крупнейшей нефтяной компании Petrochina в ноябре 2007 г. состоялось в идеальный момент: рынок был на пике и рыночная капитализация компании ненадолго достигла триллиона долларов. Первичное публичное размещение акций Petrochina стало отражением не только волнения, вызванного достижениями Китая в 2007 г., но и хайпа. Капитализация в триллион долларов сделала компанию вдвое дороже Exxon Mobil, несмотря на то что ее выручка была как минимум в два раза меньше. Двойной листинг (акции Petrochina торгуются и в Гонконге, и в Шанхае) должен был означать одинаковую оценку на обоих рынках. На деле же эти два показателя существенно различались: акции компании торгова-

лись с коэффициентом 57 к прибыли в Шанхае и с коэффициентом 22 к прибыли в Гонконге. Разница между двумя показателями — это следствие спекулятивного безумия, охватившего материковых инвесторов, и даже в большей степени того факта, что на материковом рынке скопился огромный объем сбережений, которые необходимо было вложить в любые приемлемые для инвестиций активы[64].

Если вам кажется, что шанхайские оценки были слишком завышенными, чтобы долго продержаться на таком уровне, то интуиция вас не подводит. Сочетание ужесточения денежно-кредитной политики, увеличения предложения акций (поскольку государственные компании поспешили выйти на фондовый рынок) и намеков на создание «транзитного поезда», который позволит материковым фондам беспрепятственно попадать в Гонконг, оказалось слишком сильным потрясением для рынка. К концу ноября фондовый индекс упал до 4871 пункта. После кратковременного оживления в декабре и начале января падение возобновилось, в результате чего в октябре 2008 г. фондовый индекс рухнул до отметки 1771 пункта.

Управляющие пенсионными активами, теперь обанкротившиеся, схватились руками за голову, будто позируя для последнего снимка: щелкнул затвор, и история на том завершилась. Стоимость ценных бумаг сначала взлетела до триллионов юаней, а затем в мгновение ока обвалилась. Этому способствовало множество факторов. Стремительный рост доходности промышленности, оптимизм в отношении будущего и невероятное количество неопытных китайских инвесторов — все это сыграло свою роль. Однако краеугольным камнем всех проблем были политика «одна семья — один ребенок», ликвидация системы социального обеспечения, известной как «железная миска риса», устанавливаемые государством процентные ставки и валютный курс, а также «социалистическое неравенство», за которое было бы стыдно даже капиталисту. Результат этого — сбережения на уровне 51 % ВВП, которые необходимо куда-то инвестировать, а также отобранные земли и спекулятивные пузыри, которые это влечет за собой.

Обвал на китайском фондовом рынке попал в заголовки газет по всему миру. Однако для экономики самого Китая это не имело особого значения. Акции не являлись ни важным источником привлечения средств для корпораций, ни предпочтительным способом хранения накоплений для домохозяйств, чтобы стимулировать рост экономики или спровоцировать ее крах. Увы, того же нельзя сказать о другом последствии высокой нормы сбережений в Китае — мировом экономическом кризисе.

6 Экономика Китая в условиях мирового экономического кризиса

15 сентября 2008 г. стало черным днем для мировой экономики. Lehman Brothers, знаменитый инвестиционный банк с историей, уходящей корнями в середину XIX в., объявил о банкротстве. Эта новость привела к обвалу на мировых фондовых рынках. Коллапс реальной экономики был молниеносным и серьезным. Объем производства в США сократился на 8,4 % за четвертый квартал 2008 г. Безработица достигла 10 %. Цепная реакция прокатилась по всему миру, вызвав глобальный банковский кризис, а американские потребители уничтожили свои кредитные карты. Вслед за США экономический спад начался в Европе и Японии. Восстановление будет медленным и болезненным. Даже после завершения кризиса Соединенные Штаты и весь мир оказались на траектории постоянного снижения темпов роста. Вера в свободные рынки, глобализацию и политические партии была подорвана.

У успеха много отцов, а неудача — всегда сирота[62]. Выдвигалось множество версий того, кого следует винить в финансовом кризисе. Никто не хотел брать ответственность на себя. Джон Тейлор, профессор Стэнфордского университета, обвинил Федеральную резервную систему. Опираясь на разработанное им «правило Тейлора», которое представляет собой практическое руководство для

[62] Перифраз высказывания 35-го президента США Дж. Ф. Кеннеди, сделанного им 21 апреля 1961 г.: «У победы множество отцов, а неудача всегда сирота». На самом деле выражение принадлежит Галеаццо Чиано, зятю Б. Муссолини, и записана им 9 сентября 1942 г.: «Как обычно, у победы находится сотня отцов, а поражение — сирота».

определения того, к чему следует стремиться Федеральной резервной системе, можно заключить, что проблема заключалась в том, что процентные ставки оставались «слишком низкими слишком долго». Результат — пузырь на рынке недвижимости и скопление сомнительных ипотечных ценных бумаг на балансах банков[65]. Бен Бернанке, председатель совета управляющих Федеральной резервной системы США во время предполагаемого «слишком низкого и слишком долгого» занижения ставок, имел собственное мнение относительно того, что спровоцировало кризис. И это Китай.

В годы, предшествовавшие кризису, отметил Бернанке, Федеральная резервная система повышала ставки. Она делала это осторожно, отражая неопределенность в отношении базовых экономических условий, но даже постепенное повышение ставок с 1 % в 2004 г. до 5,25 % в 2006 г. было значительным. Однако, как ни странно, в то время как Федеральная резервная система постепенно повышала краткосрочные процентные ставки, долгосрочные ставки — цена, которую платят все, начиная от правительства и заканчивая покупателями жилья, чтобы взять кредит на крупные проекты — оставались низкими. Доходность десятилетних государственных облигаций выросла с 4,7 % в начале процесса ужесточения денежно-кредитной политики до 5,2 % в конце. Причиной, по словам Бернанке, стало «глобальное перенасыщение сбережениями», причем большая их часть поступала из Китая[66].

Китай извлек уроки из череды кризисов 1990-х гг. на развивающихся рынках: от «текилового кризиса»[63] в Мексике в 1994 г. до азиатского финансового кризиса в 1997 г. Их объединяла общая причина — внезапный отток иностранного финансирования. Правительства следовали предписаниям Вашингтонского консенсуса[64],

[63] Название «текиловый кризис» обусловлено некорректным переводом на русский язык испанского идиоматического выражения efecto tequila, соответствующего русскому эффекту домино. Это финансово-экономический кризис 1994–1995 гг., выявивший целый ряд слабых мест мексиканской экономики, например, отсутствие механизмов регулирования движения капитала и зависимость от США.

[64] Вашингтонский консенсус — это пакет реформ, предложенный в 1989 г. британским экономистом Д. Уильямсоном и рекомендованный руководством МВФ и Всемирного банка к внедрению в оказавшихся в условиях кризиса странах с переходной экономикой. Большинство современных экономистов считает эти меры шоковой терапией, после которой экономика страны не всегда выживает.

открывая границы для торговли и потоков капитала. Однако вместо обещанного ускоренного развития они столкнулись с еще большей дестабилизацией. Наблюдая за происходящим со стороны, Китай, разумеется, выбрал другой путь. Он открылся для торговых потоков, держа при этом закрытым счет движения капитала и не беря кредиты за рубежом. Вместо этого Народный банк Китая держал под строгим контролем трансграничные потоки капитала и создавал валютные резервы.

Поскольку экспорт Китая рос быстрее, чем импорт, увеличивающийся профицит торгового баланса должен был привести к повышению курса юаня. Вместо этого Народный банк Китая активно вмешивался в ситуацию на валютном рынке, поддерживая строгий контроль над трансграничными потоками капитала и скупая доллары, порожденные положительным сальдо торгового баланса, по курсу, определяемому государственной политикой. Эти доллары способствовали увеличению валютных резервов, которые выросли с 212 млрд долларов на момент вступления Китая в ВТО в 2001 г., до 1,9 трлн долларов накануне финансового кризиса. Львиная доля этих резервов была вложена в казначейские облигации США.

Иначе говоря, Китай сберегал 51 % своих доходов. Большая часть этих сбережений инвестировалась в национальные проекты: какие-то из них были действительно стоящими, но немалая доля средств была потрачена впустую или испарилось в спекулятивных пузырях. Оставшиеся деньги Китай одалживал Министерству финансов США.

Благодаря этому банки Соединенных Штатов смогли предлагать своим клиентам льготные ставки по кредитам, которые подогревали бум на рынке недвижимости. Низкие ипотечные ставки побуждали покупателей жилья брать на себя больше обязательств, чем они могли исполнить. Инвестиционные банки, пользуясь преимуществами дешевого финансирования, нагрузили свои балансы ценными бумагами, обеспеченными ипотекой. Рост благосостояния домохозяйств или, по крайней мере, его иллюзия привели к тому, что норма сбережений в США снизилась до нуля. Средства инвестировались в акции и недвижимость, а не шли на расширение производственных мощностей, что привело к ограничению роста экспорта. Когда Китай оказался в самоподкрепляющемся цикле сбережений

и профицита торгового баланса, а США — в самоподкрепляющемся цикле заимствований и дефицита торгового баланса, тогда и были заложены основы финансового кризиса. Когда начались дефолты по ипотечным кредитам, система рухнула окончательно.

В истории мирового экономического кризиса наибольшее внимание привлекает 15 сентября 2008 г. — день банкротства Lehman Brothers. Однако куда более серьезные и долгосрочные последствия имеет другая дата — 9 ноября. Именно в этот день на заседании Государственного совета Китая под председательством премьера Вэнь Цзябао был принят пакет мер по стимулированию экономики в размере 4 трлн юаней — масштабная программа инвестирования в инфраструктуру, доступное жилье и модернизацию промышленности, направленная на поддержание самой стремительно развивающейся экономики мира. «На протяжении последних двух месяцев мировой экономический кризис усугублялся с каждым днем, — таким было заявление Государственного совета. — В условиях возросшего объема инвестиций мы должны действовать быстро и жестко».

Подробностей не последовало, но посыл был ясен. Предпринятые США спасательные меры по преодолению финансового кризиса провалились. Теперь дело за Китаем. Министр финансов США Хэнк Полсон опустился на одно колено, театральным жестом умоляя лидеров Конгресса принять меры по стимулированию экономики. Федеральная резервная система вела долгие дискуссии по поводу законности такого рода экстренных мер. В Китае с его однопартийной системой и подчиняющимися правящей партии судами споров о демократичности сдержек и законности противовесов[65] не возникало. Поскольку спрос в США и Европе резко снижался, ударяя по экспорту, Китай решил раскошелиться, чтобы подстегнуть внутренний спрос. Стимулирующие меры в размере 4 трлн юаней были эквивалентны 15 % ВВП, что сопоставимо по масштабам с ответными мерами, предпринятыми Чжу Жунцзи после начала азиатского финансового кризиса десятью годами ранее.

[65] Система сдержек и противовесов — принцип разделения властей, реализуемый при условии действия механизма взаимосдерживания, взаимосогласования, взаимоконтроля различных ветвей власти, гарантирующий при этом сохранение их самостоятельности и независимости.

Уже через две недели после ноябрьского заявления Вэнь Цзябао китайские политики согласовали все детали своего плана по стимулированию экономики. Самой большой статьей расходов, составляющей 1,8 трлн из 4 трлн юаней были транспорт и инфраструктура. Триллион юаней был выделен на реконструкцию после сильного землетрясения, произошедшего в мае 2008 г. в Вэньчуане, горном районе провинции Сычуань, расположенной в юго-западной части страны, в результате которого погибли 69 тысяч человек и 4,8 млн лишились крова. Остаток выделенных средств был направлен на развитие инфраструктуры сельских районов, инвестиции в охрану окружающей среды, доступное жилье, технологии, а также здравоохранение и образование.

Вэнь Цзябао выделил 1,2 трлн юаней из средств центрального правительства. Оставшиеся 2,8 трлн юаней должны были поступить от местных органов власти и государственных предприятий. Если бы то же самое (взятие на себя обязательств по крупным статьям расходов, не имея достаточных федеральных средств для их обеспечения) произошло в Соединенных Штатах, Белый дом обвинили бы в фальшивом стимулировании. В Китае, учитывая менталитет местных чиновников, основанный на принципе «повышай показатели роста или проиграешь», опасения были обратными: местные органы власти точно не станут расходовать средства медленно, скорее наоборот, они будут делать это слишком быстро. Всего за месяц все восемнадцать провинций буквально завалило проектными предложениями, общий объем расходов по которым составлял 25 трлн юаней, а это более 80 % ВВП. В провинции Сычуань местный чиновник извинился за то, что капитальные расходы за первые девять месяцев 2009 г. составили всего 870 млрд юаней. «Нам нужно больше инвестиционных проектов», — сокрушался он[67].

Финансирование уже шло полным ходом. Народный банк Китая дважды за короткое время резко снижал процентные ставки: одно снижение на 27 базисных пунктов произошло в начале октября 2008 г., а другое — в конце. После заявления Госсовета процентные ставки были сокращены еще на 108 базисных пунктов, что эквивалентно сразу четырем понижениям. До конца года ставки будут снижены еще раз. Межбанковская процентная ставка (ставка, по которой банки берут кредиты друг у друга) упала

с 4%-го июльского максимума до менее чем 1 % в начале 2009 г. Параллельно была снижена норма обязательных резервов (доля депозитов, которую банки должны держать в резерве), что высвободило больше средств для кредитования. Вливание в экономику 4 трлн юаней послужило для банков стимулом к интенсивному кредитованию, а выгодные базовые ставки и снижение нормы обязательных резервов предоставили им такую возможность.

Банки ринулись выдавать кредиты. В первом квартале 2009 г. было выдано 4,6 трлн юаней новых кредитов, что более чем в три раза превышает объем за аналогичный период предыдущего года. К концу 2009 г. объем новых кредитов составил 9,6 трлн юаней. Это поистине огромные деньги, почти вдвое превышающие показатель предыдущего года, соответствующие примерно 30 % ВВП Китая и вдвое превосходящие долларовую стоимость американской «Программы помощи проблемным активам» — крупнейшего инструмента стимулирования экономики США.

Значительная часть новых кредитов поступила в распоряжение местных властей, которым теоретически запрещено брать займы. Цель этого обусловленного здравым смыслом ограничения состоит в том, чтобы не допустить ускорения экономический роста регионов за счет раздувания государственного долга. Однако на практике существовал обходной путь, позволявший местным органам власти создавать забалансовые механизмы для получения займов. Изменение правил облегчило им эту задачу: роковой шаг, который решил проблему финансирования стимулирования экономики ценой открытия ящика Пандоры финансовых рисков. Местные власти запустили масштабную строительную программу. Инвестиции в транспортную сеть, рост которых в 2008 г. уже составлял 19,7 %, в 2009 г. возрос до 48,3 %.

Произошел бум на рынке недвижимости, ставший отражением не только резкого увеличения объемов нового кредитования, но и целенаправленных усилий по повышению спроса на недвижимость. Китай отказался от политики чрезвычайно высоких процентных ставок по ипотечным кредитам — одного из компонентов докризисной попытки охладить рынок. Покупателей жилья привлекали ставками на уровне 70 % от базового уровня. В совокупности со снижением ставок Народного банка Китая это означало, что ставки

по ипотечным кредитам упали с 8,2 % летом 2008 г. до 3,7 % в конце года. Минимальный первоначальный взнос по ипотеке был снижен с 40 до 20 %. Теперь покупателям разрешалось перепродать дом без выплаты налогового сбора не через пять лет, как раньше, а через два года. Китайские спекулянты недвижимостью — не те люди, которые нуждаются в особом приглашении. Они приложили все усилия для того, чтобы не отстать от местных чиновников в их патриотическом стремлении поддержать Китай в трудный для него час. Ипотечное кредитование возросло в пять раз. Если в 2008 г. продажи недвижимости упали на 13,7 %, то в 2009 г. они взлетели до 67 %.

Плановики промышленного развития из Государственного комитета по делам развития и реформ КНР тоже работали не покладая рук. Целью «долгосрочных планов по адаптации и модернизации» было максимально эффективное использование возможностей, предоставленных кризисом, для модернизации всех отраслей промышленности: от сталелитейной и судостроительной до автомобилестроения и электроники[68]. Автомобильная промышленность тоже выиграла от массовых налоговых послаблений, что ускорило рост продаж с 4,2 % (в годовом исчислении) в начале 2009 г. до 61,5 % в конце. Сотням миллионов сельских жителей правительство предоставило субсидии на покупку бытовой электроники, чтобы стимулировать потребление в сельской местности и компенсировать последствия падения спроса на иностранную продукцию. Розничные продажи бытовой техники достигли годового максимума в 62,3 % в начале 2010 г.

План сработал.

В первом квартале 2009 г., когда экспорт сократился, а стимулирующие меры еще не начали действовать, экономический рост замер. Официальный объем ВВП свидетельствовал о замедлении темпов экономического роста до 6,4 % в годовом исчислении, это самый низкий показатель почти за два десятилетия. Однако официальные данные об объеме ВВП Китая далеко не всегда соответствуют действительности: неровные края экономического цикла сглаживаются в соответствии с политическим курсом. В плохие времена официальные показатели темпов роста почти наверняка завышаются, а в хорошие — занижаются. Ли Кэцян, который в 2013 г. сменил Вэня Цзябао на посту премьера Госсовета КНР, имел

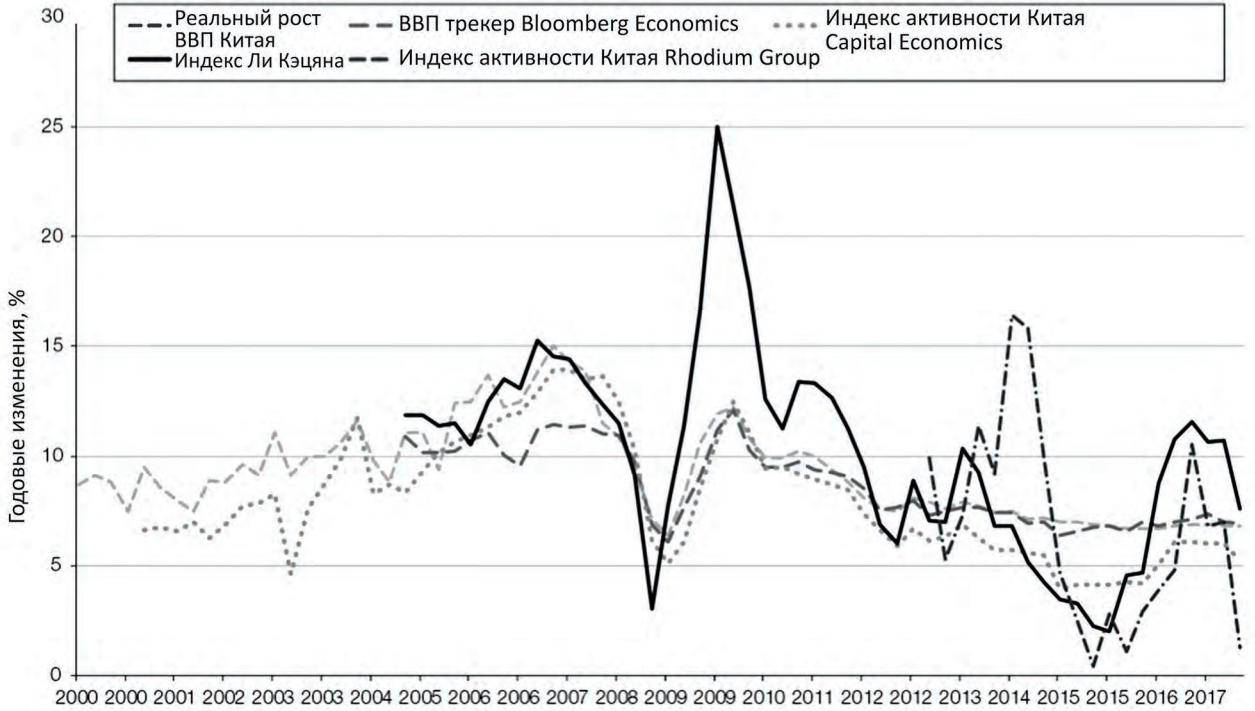

Рис. 6.1. Официальный рост ВВП Китая и косвенные показатели. Составлено автором на основе данных Bloomberg, Capital Economics, Национального бюро статистики Китая и Rhodium Group

неосторожность заявить, что данные ВВП Китая «сфабрикованы». Ли Кэцян, который в то время был секретарем партийной ячейки в провинции Ляонин, судил о темпах роста, опираясь на такие косвенные показатели, как объем банковских кредитов, производства электроэнергии и железнодорожных грузоперевозок. Как показано на *рис. 6.1*, индекс роста, основанный на этих исходных данных, в конце 2008 г. достиг минимальных 2,6 %[69].

Уровень безработицы резко вырос. Исследование Скотта Розелла, ученого из Стэнфордского университета и эксперта по сельской экономике Китая, показало, что с сентября 2008 по апрель 2009 г. около 17 % рабочих-мигрантов (45 млн человек) потеряли работу или отложили переезд с ферм на фабрики[70]. Репортеры наперебой сообщали о тайваньских боссах, покидающих заводы через черный ход с чемоданами, набитыми деньгами, в то время как у главного входа протестовали толпы рабочих, не получивших зарплату. Для китайского руководства, стремящегося, прежде всего, к социальной стабильности, это были тревожные времена.

Однако ко второму кварталу стало ощущаться воздействие стимулирующих мер, и во второй половине года шестеренки экономики снова пришли в движение. ВВП вновь начал расти, увеличившись до 8,2 % в годовом исчислении во втором квартале и достигнув 11,9 % к концу года. Индекс Ли Кэцяна указывал на еще более стремительное восстановление, достигнув в конце года пика роста в 26,8 %. Индекс Шанхайский фондовой биржи взлетел с 1706 пунктов в ноябре 2008 г. до 3471 пункта в августе 2009 г., увеличив капитализацию более чем вдвое. Рабочие, уволенные с экспортно ориентированных предприятий, устроились на строительные площадки. Исследование Розелла показало, что к августу 2009 г. уровень безработицы среди рабочих-мигрантов снизился до 4,9 %.

Пройдет восемь лет, прежде чем безработица в США вернется к докризисному уровню. Спустя десять лет безработные все еще слонялись по улицам столиц Италии, Испании и Греции. Высокий уровень безработицы и низкий рост заработной платы оказали разрушительное воздействие на политический строй этих стран. Правящие партии были отстранены от власти, им на смену пришли популисты, которые хорошо умели выявлять проблемы, но не решать их. Во Франции кандидат от партии «Национальный

фронт» вышел в последний тур президентских выборов. В Великобритании 52 % населения проголосовало за выход страны из Европейского Союза. В Соединенных Штатах президентом стал Дональд Трамп. В Китае восстановление экономики приняло форму триумфальной буквы V, а призрачные воспоминания о безработице и социальных волнениях быстро развеялись; никто не посмел оспаривать право Коммунистической партии на власть. Проще говоря, меры по стимулированию экономики в размере 4 трлн юаней оказались успешным.

Но даже в сумятице 2009 г., когда рынки радовались стимулам, а мировые лидеры восхваляли решительные действия Китая, в душу все же закрадывались сомнения. На экономическом игровом поле Китая уже ощущался явный перевес в сторону неэффективных государственных предприятий, а не динамичных частных компаний. Инвестиции работали на стероидах, а роль потребителей была незначительной. Мощный поток кредитования направлялся государственными банками на государственные предприятия. Цементная волна капитальных затрат обрушилась на экономику. Результатом могла быть только дальнейшая разбалансировка системы. К тому же необходимо было решить щекотливый вопрос о том, как будут погашаться займы. Кредиты, быстро превращенные в инвестиции, могли бы стимулировать рост экономики. Однако неудачно выбранные и небрежно выполненные инвестиционные проекты не приносят достаточного для погашения долга дохода.

С точки зрения решения своей непосредственной задачи — обеспечения роста и социальной стабильности — решение о стимуляции экономики, принятое 9 ноября 2008 г., было успешным. Однако с долгосрочными последствиями этих экстренных мер китайские политики продолжают бороться до сих.

Чашу с пуншем уносят: первая попытка отказаться от стимулирования

Задача Федеральной резервной системы, по словам Уильяма Макчесни Мартина, который был ее председателем с 1951 по 1970 г., заключается в том, чтобы «унести чашу с пуншем в самый разгар

вечеринки»[71]. Мартин произнес эту фразу в 1955 г., когда Федеральная резервная система пыталась охладить перегретую экономику повышением процентных ставок.

В конце 2009 г., более чем полвека спустя и в совершенно другом мире, глава Народного банка Китая Чжоу Сяочуань решительно приступил к отмене стимулирования. Инвестиционная программа Вэня Цзябао по вливанию в экономику 4 трлн юаней увенчалась успехом. Экономика вернулась к двузначным темпам роста. Стремительный рост цен на жилье явно свидетельствовал о перегреве. Поскольку экономика уже опьянела от кредитов, Чжоу Сяочуань посчитал нужным унести чашу с пуншем.

Местные органы власти, бравшие кредиты, и банки, выдававшие их, смотрели на ситуацию совершенно иначе. Стимулирование экономики предоставляло местным чиновникам уникальные возможности. Крупные инвестиционные проекты были для них прямым путем к легкой жизни — источником роста, занятости и возможностей для подкупа. Единственной проблемой в обычное время были нехватка средств и необходимость получить разрешение от регулирующих органов. Стимулирование превратило местные банки в банкоматы, выдающие деньги на любые инфраструктурные проекты. Для банков увеличение объемов кредитования означало дополнительную прибыль. А поскольку кредиты выдавались по указанию высшего руководства, существовала косвенная гарантия того, что правительство поможет покрыть любые безнадежные долги.

С июня 2009 г. без официального изменения процентных ставок Народный банк Китая начал постепенно выводить средства с рынка. Комиссия по регулированию банковской деятельности Китая под руководством ветерана финансовых реформ Лю Минкана настояла на том, чтобы банки увеличили буферные резервы капитала и провели первоначальный учет займов, выданных местным органам власти в рамках программ кредитования с высокой степенью риска. В январе 2010 г., реагируя на всплеск нового кредитования в первые недели года, центральный банк повысил норму обязательных резервов, требуя от банков увеличить объем своих депозитов, а не выдавать их в кредит. Пекинские финансовые

бюрократы надеялись, что когда стоимость привлечения средств возрастет, банки повысят ставки для заемщиков, что снизит спрос на кредиты.

Лишь в апреле 2010 г. политика решительно повернула в сторону ужесточения: 17 апреля Госсовет опубликовал план «Десять новых статей», направленный на сдерживание бурного роста рынка недвижимости. Все механизмы контроля за сектором недвижимости, которые обычно применяются осторожно и постепенно, на этот раз были задействованы одновременно. Взяв под прицел спекулянтов, составлявших около трети рынка, новая политика повысила требования к первоначальному взносу и ставки по ипотечным кредитам. Застройщиков, подозреваемых в том, что они задерживают начало реализации проектов, чтобы воспользоваться ростом цен, лишали финансирования. Предложение новых участков под жилищное строительство увеличилось более чем в два раза, причем значительная их часть была отведена под доступное жилье. Был введен специальный налог на недвижимость для взимания дополнительных средств со спекулянтов, владеющих пустующей недвижимостью[72].

Воздействие этих мер на рынки было незамедлительным. По сообщениям местных аналитиков продажи жилья в Пекине и Шанхае упали на 70 %[73]. Поскольку значительную долю зарегистрированных на бирже компаний занимают застройщики, все от металлургических компаний до банков оказались так или иначе вовлечены в сферу недвижимости. Инвесторы сразу занервничали после намеков на ужесточение мер со стороны Народного банка Китая, что немедленно отразилось на биржевых котировках. Индекс Шанхайской фондовой биржи упал с пика в 3166 пунктов до внедрения новой политики до минимального уровня в 2363 пунктов в июле 2010 г., потеряв 25 % своей стоимости.

Когда в секторе недвижимости возникают пузыри, центральные банки обычно прибегают к политике, направленной против спекулянтов и застройщиков. Они увеличивают минимальный размер первоначального взноса для покупателей жилья, а не повышают процентные ставки для всей экономики. К концу 2010 г. стало ясно, что стремительный рост цен на недвижимость был симптомом перегрева экономики в целом. Темпы кредитования, которые

снизились во втором квартале после опубликования Госсоветом «Десяти новых статей», снова начали набирать обороты. Укрепление курса юаня после того, как в июне 2010 г. на период кризиса была отменена его жесткая привязка к доллару — это политика сдерживания, которая сократила экспорт, но в то же время усилила ценовое давление, привлекая приток «горячих денег». Инфляция уже начала выходить из зоны комфорта правительства. Пришло время перейти от целенаправленного контроля к комплексному ужесточению политики.

В октябре 2010 г. Народный банк Китая повысил процентные ставки на 25 базисных пунктов, что стало первым из серии шагов, которые подняли ставку по однолетним депозитам с минимального показателя в 2,25 %, установленного в рамках программы стимулирования, до более высокого, но все еще способствующего росту уровня в 3,5 % в июле 2011 г. Но этого было недостаточно. К тому времени, когда в марте 2011 г. состоялось заседание Всекитайского собрания народных представителей[66], индекс потребительских цен перевалил за отметку в 5 % — опасную черту, за которой инфляция представляет собой не просто повод для беспокойства политиков, а вызывает серьезные опасения относительно потенциально возможной социальной нестабильности. «Инфляция подобна тигру, — предупредил премьер Вэнь Цзябао. — Если она вырвется на свободу, ее трудно будет загнать обратно в клетку»[74].

Признаком того, что борьба с инфляцией переходит в режим массовой кампании, стало то, что Национальная комиссия по развитию и реформам КНР — влиятельный правительственный орган, отвечающий за экономическое планирование, — включилась в борьбу. Она ввела контроль за ценами на уголь и запретила экспорт удобрений (попытка ограничить расходы производителей продовольствия). В апреле из Пекина в провинции были направлены группы инспекторов, которые должны были проследить за тем, чтобы местные чиновники не теряли решимости в борьбе со спекуляцией недвижимостью. Поскольку такие меры, как косвенный

[66] Всекитайское собрание народных представителей является высшим законодательным органом КНР. В его состав входят избранные представители провинций, автономных районов, городов центрального подчинения, специальных административных районов и вооруженных сил.

контроль над ипотечными ставками и увеличение минимального размера первоначального взноса, оказались неэффективным в борьбе с раздуванием пузыря, инспекционные группы добавили в отчетные листы местных чиновников новый показатель эффективности — контроль за ценами на недвижимость. Местные чиновники, не сумевшие сдержать рост цен на жилье, могли распрощаться с мечтами о повышении. Настроение общественности также изменилось. В июле 2011 г. в Вэньчжоу — предпринимательском центре Китая — на виадуке столкнулись два высокоскоростных поезда. Сорок человек погибли и 192 получили ранения. История Сян Вай, двухлетней девочки, которая выжила в аварии, но потеряла обоих родителей, растрогала народ до глубины души. Правительство подверглось жесткой критике за скрытность и бесчувственное отношение к жертвам катастрофы. Миллионы пользователей социальной сети Weibo — в то время довольно дерзкой китайской версии Twitter — с ужасом смотрели видеозаписи операции по расчистке места аварии, где массивные краны бездушно растаскивали искореженные вагоны. *Economic Observer,* беспристрастная газета, борющаяся за социальную справедливость, бросила вызов указаниям министерства пропаганды. Был опубликован специальный репортаж под заголовком «Письмо ЙиЙи» (краткая форма имени Сян Вай, состоящая из удвоенного последнего слога), который изобличал «лицемерие, высокомерие, опрометчивость и бессердечие, стоящие за этой трагической историей»[75]. Авария в Вэньчжоу произошла на фоне коррупционного скандала и ареста министра путей сообщения Лю Чжицзюня[67,76].

Среди прочих пятен на официальном послужном списке Лю Чжицзюня ходили слухи о том, что он содержал восемнадцать любовниц, и такую востребованность у представительниц прекрасного пола куда легче объяснить его тайником со взятками на 800 млн юаней, чем маленьким ростом или жидкой шевелюрой. На кону стоял престиж проекта, который имел ключевое значение для развития китайской экономики. С начала финансового кризиса около 1,5 трлн юаней было вложено в расширение сети высокоскоростных железных дорог. Цель проекта заключалась в том, чтобы

[67] Два года спустя экс-министра железных дорог Лю Чжицзюня приговорили к смертной казни за «злоупотребление властью».

сократить время в пути между провинциями Китая и дать национальным компаниям возможность освоить японские, французские и канадские технологии производства поездов. Авария в Вэньчжоу, произошедшая на фоне размышлений нации об издержках быстрого роста, заставила правительство переосмыслить ситуацию. В 2009 г., на начальном этапе стимулирования экономики, инвестиции в железнодорожный транспорт выросли на 69 %. В 2011 г. они сократились.

Выпить яд, чтобы утолить жажду: сложность отказа от стимулирования

Именно в Вэньчжоу впервые ощутились последствия отмены стимулирования. Сочетание зависимости от теневого финансирования (склонного быстро иссякать при перекрытии потоков ликвидности), крупных инвестиций в недвижимость (рынок, который теперь заморожен правительственной политикой ужесточения) и европейского долгового кризиса (продлевающего спад экспорта) оказалось слишком большим ударом для экономики. Летом 2011 г. газеты пестрили мрачными заголовками, и казалось, что 9,1 млн жителей Вэньчжоу с большой осторожностью пробираются по улицам, лавируя между телами самоубийц и спасавшимися бегством владельцами заводов с полными чемоданами денег. Темпы роста резко упали.

В начале октября прилетел премьер Вэнь Цзябао, который пообещал, что кризис теневой банковской системы в Вэньчжоу разрешится в течение месяца. В подтверждение серьезности намерений он взял с собой главу центрального банка Чжоу Сяочуаня и министра финансов Се Сюэрэня. Благодаря государственной субсидии в размере 100 млрд юаней (более 25 % ВВП города), кредитным каникулам, а также тому, что Банку Вэньчжоу было дозволено выйти за пределы стандартного лимита кредитования местных предпринимателей, удалось создать видимость порядка. (Примечательно, что Вэнь Цзябао не рассматривал неформальную финансовую систему Вэньчжоу — теневые банки, на которые полагались местные предприниматели для финансирования своего бизнеса — как часть проблемы. Напротив, он назвал ее важной инновацией,

позволяющей частным компаниям получать кредиты, и тем, чему следует поучиться всей стране.)

Кризис в Вэньчжоу стал наглядным примером финансового стресса, который сопровождает отмену стимулирования, но он не повлек за собой более масштабного краха. При всей своей важности для локального развития неформальная сеть кредиторов Вэньчжоу была слишком мала, чтобы оказать более широкомасштабное негативное воздействие на экономику. Банк ICBC с его активами в размере 15 трлн юаней, что более чем в сорок раз больше, чем вся экономика Вэньчжоу, не собирался подвергать себя риску банкротства из-за прогоревшей пуговичной фабрики или небольшой кредитной организации с активами в несколько сотен миллионов юаней. После отъезда Вэня Цзябао больше не предпринималось шагов ни в сторону ужесточения, ни в сторону ослабления кредитной политики.

В апреле 2012 г. ситуация изменилась. Кризис в Вэньчжоу не был триггером, запустившим цепную реакцию, но он стал одним из главных индикаторов финансовых проблем, вызванных отказом от стимулирования. Совокупное воздействие ужесточения кредитной политики, постоянного контроля за рынком недвижимости, а также разразившегося в Европе долгового кризиса начало сказываться на национальной экономике. Темпы промышленного производства, потребительские расходы и инвестиции сократились. Продажи в охваченную кризисом Европу снизились, что привело к сокращению общего объема экспорта до однозначных показателей. Норма обязательных резервов уже была снижена, предоставив банкам больше средств для кредитования. Теперь Народный банк Китая взялся за процентные ставки. Сокращение на 25 базисных пунктов в июне, а затем еще раз в июле опустило депозитную ставку с 3,5 % до прежних 3 %, отменив большую часть постстимуляционного ужесточения.

Центральный банк придал этому шагу реформистский характер. Ставки по кредитам и депозитам по-прежнему устанавливались правительством. Но теперь Народный банк Китая понизил минимальную ставку, которую банки могли брать по кредитам, и повысил максимальную ставку выплат по депозитам, отведя рынку большую роль в определении стоимости национальной

валюты. Кроме того, ставки по кредитам были снижены чуть больше, чем по депозитам, что сигнализировало о том, что центральный банк стремился сократить чрезвычайно прибыльную чистую процентную маржу банков, сохранив доходы домашних хозяйств по депозитам. Это были важные шаги в направлении более рыночно обоснованных процентных ставок, что позволило устранить один из основных перекосов в экономике Китая. Политический курс не вызывал сомнений, это было возвращение к стимулированию.

Официальной смены курса в отношении сектора недвижимости не последовало. Центральный банк открыто заявлял, что политика сдерживания роста пузыря высоких цен на жилье остается в силе. Но когда внимание вновь переключилось на поддержание экономического роста, сигнал был предельно ясен. Спекулянты вновь устремились на рынок, и продажи пошли вверх. Рост кредитования, который постоянно замедлялся по сравнению с пиком конца 2009 г., теперь ускорился. Во время своего визита в провинцию Цзянсу в июле 2012 г. Вэнь Цзябао пообещал «стабилизировать инвестиции» — двусмысленная фраза, но в данном контексте она явно свидетельствовала о том, что правительство переходит в режим стимулирования роста. Покопавшись в своих запасах афоризмов, экономисты предупредили, что еще один раунд стимулирования будет подобен «яду, выпитому ради утоления жажды». Но было уже слишком поздно. Первая попытка обуздать перегибы стимулирования в размере 4 трлн юаней завершилась, и рынок узнал кое-что о желании китайских политиков иметь дело с последствиями ужесточения кредитной политики: оно было весьма ограниченным[77].

Почему Вэнь Цзябао так спокойно отнесся ко второй волне стимулирования? Одной из причин было беспокойство по поводу последствий европейского долгового кризиса. Центральные банки по всему миру снижали ставки и расширяли балансы. Банк Англии перешел ко второму раунду количественного смягчения[68]. Федеральная резервная система последует его примеру в конце года.

[68] Количественное смягчение — политика центробанков, в процессе которой они выкупают или берут под управление долговые бумаги, вливая тем самым дополнительные деньги в экономику.

Китай тоже пострадал от снижения европейского спроса, и это частично объясняет переход к политике стимулирования роста. Второй причиной стал тот прискорбный факт, что отмена стимулирования привела к замедлению темпов экономического развития. Как впоследствии не раз убедятся китайские лидеры, слезть с тигра стимулирования гораздо сложнее, чем оседлать его.

Имели место и другие факторы. В Китае не проводятся выборы, но политические циклы существуют, и 2012-й год был поворотным в этом отношении. После десяти лет у руля время пребывания Ху Цзиньтао за большим столом в Чжуннаньхайской резиденции подходило к концу. Съезд партии в ноябре начнет передачу власти новому поколению руководителей. Ожидалось, что Си Цзиньпин займет место Ху Цзиньтао на посту Генерального секретаря Коммунистической партии. Ли Кэцяну прочили сменить Вэня Цзябао на посту премьера Госсовета — утешительный приз после того, как Ху Цзиньтао не смог обеспечить назначение своего преемника на высшую должность.

Смена руководства в Китае не столь публична и драматична, как выборы в США. Но она все равно изобилует интригами, поскольку кандидаты и серые кардиналы ведут кулуарную борьбу за поддержку и соратников. На этот раз дело Бо Силая обнажило трещины на фасаде партийного единства. Бо Силай был партийным секретарем Чунцина (мегаполиса на юго-западе Китая), членом Политбюро и темной лошадкой, претендующей на место в Постоянном комитете Всекитайского собрания народных представителей. Как и Си Цзиньпин, он был представителем коммунистической элиты, сыном старейшины партии Бо Ибо, который сражался бок о бок с Мао Цзэдуном в гражданской войне и занимал пост первого министра финансов после образования Китайской Народной Республики. Бо-младший добился такого же поклонения и поддержки благодаря свой популистской политике, включая широкомасштабную программу строительства социального жилья, кампанию по борьбе с местными гангстерами и возрождение коммунистической культуры времен культурной революции, сопровождавшееся исполнением революционных песен.

Вэнь Цзябао не был его поклонником. Премьер-министр воспользовался пресс-конференцией на Всекитайском собрании

народных представителей в марте 2012 г. для тонко завуалированной атаки на товарищей, которые не усвоили уроки истории — косвенный намек на темные дни культурной революции, когда культ личности Мао Цзэдуна привел к катастрофическим последствиям. Через несколько дней Бо Силай был отстранен от должности и попал под следствие, что стало началом процесса, в результате которого его исключили из Коммунистической партии и посадили в тюрьму на всю жизнь. Катализатором его падения стала сенсационная новость из *Wall Street Journal* об убийстве британского бизнесмена женой Бо Силая, Гу Кайлай[78]. Однако истинной причиной было закулисное сплочение рядов Коммунистической партии против харизматичного вольнодумца, который угрожал отлаженному механизму передачи власти и в конечном счете подходу к управлению, основанному на правилах и консенсусе, который с большим трудом удалось выработать в качестве защиты от возврата к хаосу эпохи Мао Цзэдуна.

Не исключено, что ввиду ухудшения ситуации в Европе Вэнь Цзябао и так не нуждался в дополнительных аргументах для нового раунда стимулирования экономики. А если и нуждался, то необходимость замять скандал с Бо Силаем, чтобы не допустить нестабильности в преддверии смены руководства, ему их предоставила.

История не была благосклонна к эпохе Ху Цзиньтао. Но определенные успехи все же были. После политики «роста любой ценой» Цзян Цзэминя смещение акцентов в сторону модели развития, в большей степени ориентированной на интересы людей, было шагом в правильном направлении. Удалось добиться определенного прогресса: снижение налогового бремени для сотен миллионов фермеров и создание зачатков национальной системы социального обеспечения. В финансовом секторе акции крупных государственных банков стали торговаться на биржах Гонконга и Шанхая, была отменена привязка юаня к доллару, и национальная валюта начала долгий путь к справедливой стоимости, а процентные ставки постепенно стали выходить из-под контроля государства и определяться рынком. Китай, несомненно, заслуживает похвалы за свои быстрые и решительные действия в условиях мирового экономического кризиса, которые обеспечили

вращение шестеренок экономики внутри страны и сыграли важную роль в поддержании мирового спроса.

Но если Ху Цзиньтао удалось добиться скромного прогресса, возникает вопрос, почему он не смог достигнуть большего. Конечно, не было ни продолжения коренной реформы государственного сектора, проведенной Чжу Жунцзи, ни прозорливого триумфа над узкими интересами государственных компаний и местных чиновников при вступлении в ВТО. Действительно, сочетание активной промышленной политики с ведущей ролью государственных предприятий и стимулированием в размере 4 трлн юаней, которое было направлено государственными банками в государственные компании, означало, что движение идет в неправильном направлении. Даже на хорошо знакомой ему территории, в сфере социальной политики, Ху Цзиньтао не смог сдержать данных им ранее обещаний. Фермеры по-прежнему не имели прав на землю. Несправедливая система *хукоу*, привязывающая доступ к социальным льготам к месту рождения, означала, что миллионы рабочих-мигрантов были гражданами второго сорта в городах, где они жили и работали. Хуже всего то, что ценой обеспечения роста в условиях экономического кризиса стало неконтролируемое кредитование.

Одной из причин, по которой Ху Цзиньтао не удалось добиться большего, был стиль руководства, который сторонники превозносили как основанный на консенсусе и тщательном соблюдении процедур, а критики называли слабым и неэффективным. И Си Цзиньпин первым делом устранил этот недостаток.

7
Си Цзиньпин и начало четвертого цикла развития Китая

С самого начала стало ясно, что эпоха Си Цзиньпина будет совершенно иной. Контраст между новым генеральным секретарем, находящимся у власти с ноября 2012 г., и его предшественником сразу стал очевиден. Ху Цзиньтао был выходцем из простой семьи мелкого предпринимателя и учителя, а Си Цзиньпин — сыном высокопоставленного партийного чиновника Си Чжунсуня, героя гражданской войны, который сыграл ключевую роль в ранних реформах Дэн Сяопина и политике открытости, руководя созданием специальных экономических зон в провинции Гуандун. Ху Цзиньтао поднялся благодаря трудолюбию и способностям. То же можно сказать и о Си Цзиньпине, но у него было важное преимущество — связи, обусловленные принадлежностью к коммунистической элите Китая.

Несмотря на то что Дэн Сяопин лично выбрал Ху Цзиньтао своим преемником, в начальный период своего пребывания у власти тот не предпринимал никаких решительных действий. Постоянный комитет был расширен с семи членов до девяти, что затрудняло достижение консенсуса, к тому же в него вошли сторонники ушедшего в отставку генерального секретаря Цзян Цзэминя, что мешало Ху Цзиньтао придерживаться желаемого политического курса. Цзян Цземинь сохранил свой пост председателя военной комиссии. Ху Цзиньтао никогда не называли ядром руководства — термином, означающим нечто большее, чем первый среди равных, который применялся в отношении Мао Цзэдуна, Дэн Сяопина и Цзян Цзэминя.

Си Цзиньпин вступил в должность с позиции силы. Постоянный комитет был сокращен с девяти членов до семи. Ху Цзиньтао

не удалось продвинуть в комитет своих сторонников, и он отказался от председательства в военной комиссии. Си Цзиньпина не сразу стали называть «ядром ЦК и всей партии», но это произошло довольно скоро.

В сфере политики Си Цзиньпин тоже быстро наметил новый курс. Первой поездкой Ху Цзиньтао в качестве генерального секретаря партии стало посещение последней штаб-квартиры Коммунистической партии в провинции Хэбэй в 1949 г. перед тем, как коммунисты захватили власть в Пекине, что символизировало возвращение партии к своим ортодоксальным и эгалитарным корням. Си Цзиньпин первым делом отправился в провинцию Гуандун по следам южного турне 1992 г., которое Дэн Сяопин совершил с целью возобновления процесса реформ. «Пустая болтовня вредит стране, — заявил Си Цзиньпин в одном из своих первых выступлений в качестве генерального секретаря партии, — только упорный труд будет способствовать возрождению нации». Когда Дэн Сяопин сказал нечто подобное во время своего южного турне, это было воспринято как скрытая критика зашедшего в тупик процесса реформ Цзян Цзэминя. Теперь Си Цзиньпин повторил эти слова, косвенно критикуя упущенные возможности последних десяти лет[79].

Несмотря на символичность визита в Гуандун, Си Цзиньпин первым делом взялся за реформирование политики, а не экономики. Коррупция, предупредил он Политбюро через несколько дней после вступления в должность, способна уничтожить партию и государство. И пообещал подавить ее, взяв под прицел как «тигров», так и «мух» — высокопоставленных чиновников и мелких местных бюрократов. В знак серьезности намерений Ван Цишань, недавно ставший членом Постоянного комитета и один из самых эффективных «ремонтников» Коммунистической партии, был назначен главой Центральной комиссии КПК по проверке дисциплины, занимающейся борьбой с коррупцией.

Репрессии определили первые годы председательства Си Цзиньпина. Десятки тысяч чиновников, от некогда могущественных членов Постоянного комитета Политбюро до скромных местных администраторов, попали в поле зрения следователей. В центре полемики специалистов по современному Китаю оказались два вопроса. Во-первых, была ли это искренняя попытка навести порядок во власти

или Си Цзиньпин просто устранял конкурентов, назначая на их места своих сторонников? Во-вторых, при всех несомненных преимуществах снижения уровня коррупции, не могла ли кампания устрашения учинить хаос в правительстве и нанести ущерб экономике?

На первый вопрос ответ прост: имело место и то, и другое. Зачистка коррумпированных чиновников — мудрый шаг, который повысил авторитет Си Цзиньпина среди оставшихся чиновников и позволил ему быстро продвинуть своих сторонников на ключевые посты, что облегчило консолидацию власти и продвижение своей программы.

Что касается второго вопроса, то ответ на него более сложен. Согласно распространенному мнению, подкрепленному множеством анекдотов, антикоррупционная кампания внесла сумятицу в механизмы государственного управления и нанесла ущерб экономике. Большие строительные проекты были приостановлены, а на смену пышным официальным банкетам пришли скромные мероприятия, согласующиеся с призывом Си Цзиньпина довольствоваться «четырьмя блюдами и супом»[69,[80]]. Рост ВВП замедлился с 9,3 % в течение трех предшествующих репрессиям лет до 7,3 % после того, как Ван Цишань разослал своих следователей во все концы страны.

Однако внимательное изучение ситуации приводит нас к совершенно иному выводу. При сопоставлении данных о коррупционных преступлениях в провинциях с изменениями экономической структуры и темпов развития этих регионов выясняется, что не существует прямой связи между числом чиновников, в отношении которых проводилось расследование, и замедлением темпов роста. Более того, факты как раз свидетельствуют об обратном. До репрессий Си Цзиньпина провинции, в которых были выявлены наиболее серьезные проблемы с коррупцией, развивались медленнее. Коррупция не ускоряла рост, она его тормозила. Это всецело согласуется с мировым опытом и говорит о том, что снижение уровня коррупции, если таким

[69] Тушеный цыпленок, местное рагу «Фупин», жареная свинина, побеги чеснока со стеблями хризантем и суп из свинины и дыни, алкоголь не включен — такой обед съел Си Цзиньпин во время визита в уезд Фупин в северной провинции Хэбэй в декабре 2013 г.

будет результат кампании Си Цзиньпина, в долгосрочной перспективе непременно положительно скажется на экономике Китая[81].

Дэн Сяопин уважал лидеров, которые «держали обе руки сжатыми в кулак», были готовы орудовать большой дубинкой ради обеспечения социального порядка и обладали технической компетенцией, необходимой для проведения сложных экономических реформ. Си Цзиньпин как раз вписывался в эту модель. Параллельно с антикоррупционной кампанией велась разработка всеобъемлющего плана экономических реформ.

Всемирный банк совместно с Исследовательским центром развития при Госсовете КНР уже представил «*Китай 2030*» — крупный доклад о шагах, которые необходимо предпринять для поддержания устойчивого роста китайской экономики вплоть до 2030 г.[82] Его основная идея заключалась в следующем: необходимо ослабить государственный контроль за движением капитала, рабочей силой, энергетикой и другими факторами производства, позволив рынку самостоятельно достигать более высоких показателей роста. Главный экономист Си Цзиньпина Лю Хэ тщательно проанализировал материалы Форума пятидесяти китайских экономистов[70] — группы выдающихся китайских ученых, настроенных на реформы[83]. Обе группы внесли существенный вклад в масштабный пересмотр экономической политики Китая. Именно на Третьем пленуме одиннадцатого созыва ЦК КПК в 1978 г. Дэн Сяопин объявил о начале проведения политики реформ и открытости. Си Цзиньпин хотел, чтобы Третий пленум восемнадцатого созыва ЦК КПК в конце 2013 г. стал отправной точкой его экономической программы.

Однако прежде чем он успел осуществить свой замысел, возникла новая проблема: обвал на денежном рынке Китая. Денежный рынок — это место, где банки и другие финансовые организации привлекают средства для финансирования своей деятельности. В Китае это обычно означает, что крупные банки с избыточными депозитами

[70] Форум пятидесяти китайских экономистов (Chinese Economists 50 Forum, CE50) — действующая в общественных интересах академическая организация, основанная в Пекине известным китайским экономистом в июне 1998 г. Форум объединил около 50 китайских экономистов, имеющих первоклассные академические стандарты исследований и высокую репутацию в научных кругах, которые посвятили себя исследованию экономического развития Китая.

кредитуют мелкие банки, которым депозитов не хватает. В 2013 г. Народный банк Китая попытался сменить курс денежно-кредитной политики, перейдя от жесткого контроля объемов кредитования (указывая банкам, сколько давать в долг), к более сложным механизмам управления, основанным на ценах (используя процентные ставки, чтобы привести в соответствие спрос и предложение). Это сделало денежный рынок еще одним политическим инструментом: более высокие процентные ставки использовались для подавления инфляции, а более низкие — для стимулирования роста.

В целом ставки денежного рынка регулировались в соответствии с базовой ставкой по депозитам, установленной центральным банком. В середине 2013 г. ставка денежного рынка составляла 3 %, а к июню 2013 г. достигла 28 %, что вызвало панику во всем мире. Слухи о дефолте одного из крупнейших банков вихрем пронеслись по торговым площадкам, усугубляя ситуацию. Инвесторы бросились обналичивать деньги, и рынок облигаций был распродан. Индекс Шанхайской фондовой биржи рухнул, опустившись на 5,3 % за один день. В Соединенных Штатах рынкам уже снились кошмары о том, что Федеральная резервная система прекратит скупку активов[71], после того как ее председатель Бен Бернанке сообщил Конгрессу, что центральный банк может сократить объемы закупок облигаций. Когда в Китае сложилась ситуация, до боли напоминающая то, что произошло после краха Lehman Brothers (кредитные рынки замерли, а платежеспособность крупных банков оказалась под угрозой), было зафиксировано рекордное со времен кризиса суверенного долга Греции в 2011 г. падение индекса S&P 500 на 2,5 %. Однако странной особенностью этого обвала денежного рынка было то, что он был следствием преднамеренных действий или скорее бездействия Народного банка Китая. Основное беспокойство центрального банка вызывало то, что низкая и стабильная стоимость финансирования способствовала росту финансовых рисков. Это проявлялось в резком увеличении объема задолженности, когда заимствования в масштабах всей экономики выросли с 162 % ВВП в 2008 г. до 205 % в 2012 г., а также в нарушении сроков погашения долгов, когда банки и теневые банки финансировали долгосрочные

[71] То есть прекратит насыщение экономики денежной массой.

активы за счет краткосрочных обязательств. Один из признаков этого: оборот на денежном рынке вырос с 56 трлн юаней в 2008 г. до 136 трлн юаней в 2012 г., что составляет более 250 % ВВП за год.

Если все это похоже на сочетание беспорядочного роста кредитования и зависимости от краткосрочного финансирования, которое вызвало финансовый кризис в США, то только потому, что именно так оно и было. Когда банковская система столкнулась с сезонным дефицитом ликвидности, Народный банк Китая увидел возможность преподать банкам урок. Июнь всегда является временем стресса для китайских денежных рынков. Налоговый сезон и праздники в начале месяца увеличивают спрос на средства. Крупные банки накапливают средства в преддверии полугодовых отчетов, чтобы обеспечить выполнение нормативных требований по соотношению кредитов и депозитов. На этот раз возникла дополнительная проблема. Заявление Бернанке о намерении Федеральной резервной системы сократить политику количественного смягчения вызвало панику на финансовых рынках[72]. Произошел отток средств с развивающихся рынков. Китай, несмотря на строгий контроль за движением капитала, тоже не остался в стороне.

В обычных обстоятельствах Народный банк Китая сгладил бы проблемы, вливая средства для восполнения дефицита на рынке. На этот раз желая продемонстрировать кредиторам, что полагаться на краткосрочное финансирование — дело рискованное, он этого не сделал. Процентные ставки выросли. По мере того как становилось ясно, что центральный банк не собирается восполнять недостаток финансирования, они стали расти еще стремительнее. В условиях паники даже те банки, у которых были средства, стали придерживать их, а не выдавать в долг. Проценты по кредитам взлетели, а китайские и мировые фондовые рынки, наоборот, обвалились.

Решив, что урок усвоен, либо обеспокоившись последствиями для реальной экономики, а возможно, и под давлением вышестоящих инстанций, Народный банк Китая пошел на попятную. Даже когда 20 июня ставка денежного рынка достигла отметки в 28 %,

[72] Речь идет о коллективной панике 2013 г., которая спровоцировала всплеск доходности казначейских облигаций США после того, как Федеральная резервная система объявила о намерении сократить темпы закупок казначейских облигаций, чтобы уменьшить количество денег, которые она вкладывала в экономику.

центральный банк уже постепенно начал стабилизировать ситуацию, на льготных условиях предоставляя средства банкам, которые более всего в них нуждались. Репортеры *Bloomberg* заметили всплеск сделок в конце дня по ставкам гораздо ниже рыночных — явный признак того, что директивные органы субсидировали дисконтированные средства.

Через несколько дней кризис был преодолен. Линг Тао, заместитель главы Шанхайского отделения центрального банка, в первый и последний раз появился в поле зрения СМИ, пообещав, что банк «укрепит связь с рыночными институтами, стабилизирует ожидания и будет следить за тем, чтобы рыночные процентные ставки оставались в разумных пределах»[84]. Ставка денежного рынка снизилась до менее шокирующего уровня, достигнув 3,8 % к первой неделе июля. Кризис остался позади. Национальный банк Китая сбил спесь с «ковбоев» теневой банковской системы, которые брали краткосрочные ссуды и выдавали долгосрочные займы, заставив их иметь дело с более высокими затратами на финансирование и падением цен на активы. Цена этого — паника, перекинувшаяся с китайского рынка на мировой, оказалась высокой.

«Должны ли мы как родитель реагировать на каждый экономический процесс? — спросил Бенджамин Стронг, первый президент Федерального резервного банка Нью-Йорка. — Тогда у нас была бы многодетная семья. И всякий раз, когда кто-то из детей нашалит, нам приходилось бы шлепать их всех». Суть проблемы, выявленной Стронгом, заключается в том, что «при кредитовании нет избирательного подхода»[85]. Повышение или понижение ставок для одного заемщика означает повышение или понижение ставок для всех остальных.

Это было в 1925 г. Спустя почти девяносто лет Народный банк Китая открыл для себя ту же закономерность. Существовала конкретная проблема: теневые банки злоупотребляли доступом к дешевому финансированию, слишком быстро наращивая свои кредитные портфели. Для ее решения Народный банк Китая попытался использовать универсальный инструмент — очень высокие процентные ставки. Отшлепав всех детей за проступок одного, центральный банк чуть не обрушил всю финансовую систему.

Проблема усугублялась тем, что коммуникация от начала и до конца была неадекватной или отсутствовала вовсе, в результате публичным лицом сотрясшего всю систему кризиса стал никому не известный третьесортный бюрократ. Угроза финансовой стабильности, которую выявил Народный банк Китая, была реальной, однако, примененные для борьбы с ней инструменты нельзя назвать адекватными. Когда ситуация стабилизировалась, внимание переключилось на Третий пленум ЦК КПК, состоявшийся в ноябре 2013 г., и надежды на комплексное решение экономических проблем Китая.

Третий пленум и реформы Си Цзиньпина

В 1990-х и начале 2000-х гг. Яньтянь, фабричный город на юго-востоке Китая, был олицетворением экономического подъема страны. К 2013 г. он стал символом борьбы за то, чтобы избежать нового витка социальных потрясений и замедления экономического роста[86].

В начале эпохи реформ благодаря дешевой рабочей силе, открытому доступу на мировые рынки и умелому руководству Яньтянь превратился из сонной фермерской деревушки в оживленный промышленный город с населением около 150 000 человек. Накануне вступления Китая в ВТО в 2001 г. в городе насчитывалось более четырехсот иностранных фирм, производящих дешевую электронику, игрушки и другие товары на экспорт[87]. А поле для гольфа на 27 лунок отвечало взыскательному вкусу заезжих руководителей предприятий из Гонконга и Японии. «Если бы каждая деревня в Китае была похожа на Яньтянь, — сказал один из высокопоставленных партийных чиновников, — мы бы уже обогнали США».

К 2013 г. число иностранных компаний в городе сократилось до 150. Повышение стоимости рабочей силы, нехватка свободной земли и снижение экспортного спроса вследствие мирового экономического кризиса привели одни компании к банкротству, а другие вынудили перебраться в места, где меньше издержек. Число рабочих-мигрантов — главных двигателей развития Яньтяня существенно сократилось. «У экспортного сектора нет будущего», — сказал Дэн Цзеронг, секретарь компартии Яньтяня и, по местной легенде, дальний родственник великого китайского реформатора Дэн Сяопина.

Город представляет собой скопление заводов, обрамленное с одной стороны полем для гольфа. Бюст Дэн Сяопина благосклонно

взирает на него из семейного святилища на холме. Столетия назад у Дэнов из Яньтяня и великого китайского реформатора был общий предок. Когда в 1980-х гг. в Китае стала проводиться политика реформ и открытости, город оказался в идеальном положении для того, чтобы воспользоваться новыми возможностями. Расположение в часе езды от Гонконга и по соседству с Шэньчжэнем, первой специальной экономической зоной, означало идеальные условия для возникновения экспортного бума. «Мы будто наткнулись на гору золота прямо за дверью», — говорит г-н Дэн.

Риски, связанные с чрезмерной зависимостью от экспорта, стали очевидны еще в конце 1990-х гг., когда азиатский финансовый кризис довел до банкротства некоторые яньтяньские компании, а мировой экономический кризис 2008 г. подлил масла в огонь. Более двухсот компаний обанкротились или перебрались туда, где трудовые и иные издержки были меньше.

Оставшиеся фабрики столкнулись с проблемой снижения рентабельности. Рост заработной платы и укрепление национальной валюты более чем на 30 % с тех пор, как в 2005 г. КПК отменила привязку юаня к доллару, тоже внесли свою лепту. На японском предприятии Dongguan Shinano Motors, где работало четыре тысячи человек, зарплата с 2007 по 2013 г. выросла на 40 %, что привело к снижению прибыли. Стремясь сократить расходы, головная компания открыла другой завод в семистах милях от города, где зарплаты были ниже. Следующим шагом может стать переезд в Юго-Восточную Азию, посетовал начальник завода.

Проблемы, с которыми сталкивается Яньтянь, характерны для Китая в целом. Что касается спроса, мировой экономический кризис сильно ударил по экспорту. Фабрики пытались встать на ноги, но европейский долговой кризис продлил и усугубил спад. С точки зрения предложения заводы Яньтяня могли конкурировать по цене, но не по качеству. «Слишком многие производят одно и то же», — подытожил г-н Дэн.

Однако по мере сокращения числа работников и роста курса юаня даже ценовая конкуренция затруднилась. В 2012 г. численность населения трудоспособного возраста в Китае сократилась, прервав восходящую динамику экономического роста, которая сохранялась на протяжении всего периода реформ. В значительной

степени это является следствием политики «одна семья — один ребенок». Согласно прогнозам Организации Объединенных Наций, с 2010 по 2030 г. в Китае ожидается сокращение рабочей силы на 67 млн человек — это больше, чем все население Франции. По мере сокращения предложения рабочей силы растет заработная плата и снижается конкурентоспособность.

Как и другие местные власти, столкнувшиеся со снижением экспорта, руководители Яньтяня занялись недвижимостью, чтобы поддержать экономику. Летом 2013 г. вдоль главной магистрали города велась реализация трех крупных жилищных проектов, уже были установлены строительные леса и краны. Но у г-на Дэна были грандиозные планы. «Все это должно исчезнуть», — говорил он, обводя широким жестом неказистые малоэтажные дома, занимающие остальную часть города. Местные власти также переключились на финансовые услуги, вложив средства из бюджета города в компанию по гарантированию займов.

На территории комплекса вилл Blue Mountain площадью 270 000 м^2 желтые гольфкары катают потенциальных покупателей из соседнего Шэньчжэня вокруг искусственного озера. Город владеет контрольным пакетом акций этого объекта недвижимости. Резкий рост цен на недвижимость свидетельствовал о формирующемся пузыре. С 2007 по 2012 г. цены на жилье в городе удвоились, поскольку застройщики предлагали покупателям различные стимулы: от компьютеров Apple до золотых слитков. Многие местные жители владеют двумя и более домами, что свидетельствует о том, что рынок стимулирует не реальный спрос, а спекуляция.

Для устойчивого роста Яньтяню требовалось оказывать более радушный прием рабочим-мигрантам, чтобы они поселились в городе надолго. Несмотря на то что экспорт и строительный бум обеспечиваются трудом миллионов китайских рабочих-мигрантов, сами они не извлекают из этого никакой выгоды. Система *хукоу* привязывает доступ к социальным льготам к месту рождения. Мигранты из сельских районов могут уезжать из дома на заработки, но когда их детям придет время идти в школу или им самим понадобится пособие по безработице, нетрудоспособности или старости, они будут вынуждены вернуться домой. 37 % сельских жителей Китая

в возрасте 24–26 лет переезжают в поисках работы в города, однако к 30 годам лишь 18 % из них все еще пребывают вдали от дома.

Яньтянь более гостеприимен к своим восьмидесяти тысячам мигрантов, чем большинство городов Китая. Некоторым детям доступно начальное школьное образование, субсидируемое местными налогоплательщиками. Право на получение образования определяется на основе балльной системы, которая учитывает такие факторы, как уплата взносов в фонд социального страхования, владение домом и соблюдение политики «одна семья — один ребенок». Фабрики также распространили охват медицинского страхования на большее число работников — требование, которое в Яньтяне соблюдается строже, чем в некоторых других частях страны. Однако условия получения начального школьного образования оказываются слишком обременительными для многих мигрантов, большинство из которых слишком бедны, чтобы позволить себе дом.

Многие разделяют мнение г-жи Лэй, тридцатилетней женщины из провинции Хубэй, которая говорит, что находится в Яньтяне лишь временно. Не имея медицинской страховки и места в школе для годовалого сына, когда тот достигнет школьного возраста, г-жа Лэй и ее муж планировали вернуться в родной город. «Нам очень нужны мигранты, — говорит Дэн Маньчан, заместитель главы местной администрации Яньтяня, — но мы сами вынуждаем их уехать». Когда в ноябре 2013 г. 376 членов ЦК КПК собрались в морозном Пекине на Третий пленум, они попытались решить именно такие проблемы, как в Яньтяне. На Третий пленум 1978 г. возлагали большие надежды, и он действительно ознаменовал собой фундаментальные изменения экономического курса Китая — начало проведения политики реформ и открытости. Дальновидное решение Дэн Сяопина отбросить догмы эпохи Мао Цзэдуна и сделать «опыт единственным критерием истины» положило начало процессу, который превратил Китай из бедной страны в двигатель мировой экономики.

Тридцать пять лет спустя старые движущие силы роста исчерпали себя. Потрясенная кризисом мировая экономика была не в состоянии поглотить все возрастающие объемы китайского экспорта. Спрос китайских домохозяйств на недвижимость явно не поспевал за предложением. Система *хукоу* была членовредительством, усугубляющим последствия демографического кризиса

в Китае, поскольку она лишила сотни миллионов сельских рабочих возможности подолгу жить в городе. В Яньтяне с его предпринимательской суетой этого не видно, но в глубине материковой части страны и на промышленном севере умирающий государственный сектор заметно истощал ресурсы и тормозил рост.

Поначалу казалось, что Третий пленум не оправдал ожиданий. В неубедительном коммюнике по окончании заседания 12 ноября было много банальностей о важности реформ, но практически ничего не говорилось по существу. Финансовая пресса пестрила насмешливыми комментариями. «Это не план реформ», — заключил один расстроенный экономист, подытоживая всеобщее разочарование. Однако это были поспешные выводы. Коммюнике на пленумах — это только закуска, главным блюдом является окончательное решение.

Когда 16 ноября было принято «Решение по основным вопросам, касающимся всестороннего углубления реформ», оно, как следует из названия, действительно было всеобъемлющим. Лидеры Китая определили курс реформирования не только экономики и финансовых рынков, но и правовой системы, внешней политики и даже китайской культуры. Си Цзиньпин, очевидно, решил взять дело в свои руки — это явный отход от прежней модели, когда управление экономикой было прерогативой премьер-министра, и первый признак весомости фигуры Си Цзиньпина.

Рынок должен играть решающую роль в распределении ресурсов, говорится в решении. На первый взгляд могло показаться, что победу одержали реформаторы: приверженность рынку в соответствии с предложением Всемирного банка, изложенным в докладе «*Китай 2030*». Однако также прозвучало обнадеживающее консерваторов заверение: роль государства должна оставаться доминирующей. Некоторым это показалось популистским враньем, хитрыми формулировками, цель которых — успокоить сторонников как рыночных реформ, так и жесткой социалистической линии. Возможно. Но здесь также прослеживается аналогия с политикой, восходящей ко взглядам Дэн Сяопина на причины неудачи Горбачева: сильное государство не препятствие для рыночных реформ, а их необходимое условие.

Самое существенное изменение — смягчение политики «одна семья — один ребенок» — наглядно продемонстрировало

проблемы и ограничения программы реформ. С 1979 г. гражданам Китая разрешалось иметь не более одного ребенка на семью. Первоначальным мотивом введения ограничительных мер был страх перед перенаселением и нехваткой ресурсов. По счастливой случайности эта политика также способствовала росту китайской экономики благодаря сокращению времени, в течение которого родители трудоспособного возраста были заняты уходом за детьми, что максимально повысило эффективность рабочей силы.

Однако в долгосрочной перспективе издержки были огромны. Политика «одна семья — один ребенок» представляла собой бесцеремонное и грубое вторжение государства в самую интимную сферу личной жизни. Помимо первоначальной выгоды от сокращения рабочего времени, потраченного на уход за детьми, никаких экономических выгод от этой политики не было. Семьи с одним ребенком тратили меньше (меньше ртов, которые нужно кормить) и экономили больше (меньше детей, которые могли бы позаботиться о родителях в старости). Это в значительной степени обусловило высокую норму сбережений в Китае — «первородный грех» его модели несбалансированного роста. Когда разразился демографический кризис, Китай столкнулся с сокращением численности населения трудоспособного возраста и ростом доли пожилых иждивенцев, когда каждому работающему человеку приходилось содержать двух родителей-пенсионеров.

Перемены давно назрели, и решение Третьего пленума стало шагом в правильном направлении. В то же время новая политика выявила трудности, которые необходимо преодолеть китайским реформаторам. Изменения были постепенными, а не резкими: политика «одна семья — один ребенок» не была отменена полностью, а лишь смягчена для семей, где оба родителя были единственными детьми. Хуже того, для многих молодых пар политика «одна семья — один ребенок» уже не была обременительным ограничением. Увеличение продолжительности обучения, напряженная работа и высокая стоимость жилья, ухода за детьми и образования означали, что теперь многие добровольно предпочитали иметь только одного ребенка.

Трудности, которые создала для реформаторов политика «одна семья — один ребенок», отражают проблемы, лежащие в основе более широкой повестки дня Третьего пленума. Добиться согласия

на что-либо, кроме постепенных реформ, было сложно, а постепенные реформы могли оказаться недостаточными, учитывая масштаб стоящих перед Китаем проблем. Неудивительно, что после первоначального всплеска прореформенной пропаганды каждый шаг вперед давался с трудом. Что касается важнейших вопросов, стоящих перед Китаем (что делать с *хукоу* для таких мигрантов, как г-жа Лей из Яньтяня; с правами на землю таких фермеров, как г-н Фу из Чэнду, и такими убыточными государственными предприятиями, как Dongbei Special в «ржавом поясе» провинции Ляонин), то решение Третьего пленума предлагает разумные, хотя и довольно заурядные варианты их решения:

> **Что касается земли, то необходимо нарушить монополию местных органов власти на продажу земли в сельских районах, что позволит фермерам продавать ее по рыночной цене.**
>
> **Для решения проблемы хукоу было предложено поощрять сельских жителей переезжать в малые города, а не большие.**
>
> **И, наконец, основное ядро стратегически важных компаний, таких как Petrochina и ICBC, было решено оставить под контролем государства, а коммерческим фирмам — например, местным производителям стали или угля — позволить жить по законам рынка**[88]**.**

Однако конкретные меры достижения этих целей оставляли желать лучшего. Новый национальный план урбанизации, опубликованный в марте 2014 г., наметил путь к предоставлению городского *хукоу* 100 млн мигрантов к 2020 г., но при этом еще 150 млн человек оставались в подвешенном состоянии. Реформы имели конкретную цель: открытие малых городов и контроль над большими. Но проблема заключается в том, что именно большие города открывают большие возможности. В Соединенных Штатах жители маленьких городков не мечтают уехать в Форт-Смит, штат Арканзас[89]. Они грезят о Нью-Йорке или Лос-Анджелесе. В Китае никто не мечтает о жизни в Хэфэе, убогой столице провинции Аньхой. Все хотят перебраться в Пекин или Шанхай. Согласно новому плану, этот путь был закрыт.

Реформирование государственного сектора никогда не было простой задачей. Если рассматривать государственные предприятия

Китая в целом, то их совокупный доход равен ВВП Германии. Руководители крупных компаний имеют статус, эквивалентный статусу заместителя министра на тотемном столбе правительства. На местном уровне государственные предприятия являются неотъемлемой частью политической системы, основным инструментом регулирования взлетов и падений экономического цикла, а также важнейшим источником занятости и поставщиком социальных услуг.

Неудивительно, что изложенные в решении пленума предложения оказались неэффективными. Единственной привлекающей внимание инициативой Третьего пленума стало ограничение заработной платы топ-менеджеров, но это была лишь уловка, создающая видимость борьбы с неравенством, а не дальновидная политика, необходимая для переориентации стимулов во всем секторе.

В мае 2014 г. Си Цзиньпин использовал для описания периода более медленного, но, предположительно, более устойчивого роста экономики КНР термин «новая нормальность». Помятуя о том, что многое в Китае было скопировано из-за рубежа, циники не удивились, выяснив, что термин Си Цзиньпина не был оригинальным. Ричард Миллер, экономический обозреватель Bloomberg, ввел это понятие для характеристики вялого экономического подъема США и других развитых стран после мирового экономического кризиса. В контексте Китая Си Цзиньпин придал этому термину более позитивный смысл, предположив, что ежегодный рост в диапазоне 7–8 % в сочетании с энергичными попытками устранить дисбаланс в экономике предпочтительнее, чем возвращение к двузначным темпам роста докризисной эпохи при сохранении стимулирования.

Не желая оставаться в стороне от конкурса «новый + прилагательное», директор-распорядитель МВФ Кристин Лагард предупредила, что мир погружается в «новую посредственность», и для Китая это было именно так. Рост ВВП уже замедлился с 10 % в середине 2011 г. до 7,5 % в середине 2014 г. В условиях демографического и долгового давления и отсутствия перспектив возвращения к экспортному буму, который стимулировал рост до финансового кризиса, мало кто ожидал, что рост ВВП продлится долго. Большинство прогнозировало продолжение спада.

Бум в Шанхае

Исключением из тенденции проведения вялых и неэффективных реформ стал финансовый сектор. С 2007 г. ходили разговоры о «транзитном поезде», пробивающем брешь в привычном контроле за трансграничным движением капитала, чтобы позволить инвесторам из материковой части Китая покупать акции в Гонконге, а инвесторам из Гонконга покупать акции в Шанхае. Теперь эти планы начали претворяться в жизнь. В апреле 2014 г. на Боаоском азиатском форуме в провинции Хайнань — одной из важнейших площадок, где руководители иностранных компаний могут пообщаться с китайскими партийными функционерами — Ли Кэцян объявил о планах связать между собой рынки Гонконга и Шанхая.

Теоретически цена акции должна быть одинаковой независимо от того, где она торгуется — акция Petrochina в Гонконге представляет ту же компанию-владельца, что и акция в Шанхае. Однако на практике контролируемый Китаем счет движения капитала означает, что шанхайский и гонконгский рынки живут по разным законам. Различаются варианты инвестиций: на материке выбор финансовых активов более ограничен. Движение средств происходит в разных направлениях: в материковом Китае оно определяется темпами роста кредитования, а в Гонконге — глобальными потоками капитала. Могут отличаться и настроения: шанхайские инвесторы маршируют под бой национального барабана, а среди гонконгских инвесторов преобладают международные настроения. В результате цены на акции компаний с двойным листингом могут сильно различаться.

Объявление о предстоящем установлении тесного сотрудничества между Шанхайской и Гонконгской биржами давало основания надеяться, что трансграничные потоки вскоре сгладят разницу в стоимости акций. В апреле 2014 г., когда Ли Кэцян выступил со своим заявлением, акции в Шанхае стоили немного дешевле, чем их аналоги в Гонконге. К ноябрю, когда схема начала действовать, они уже торговались с небольшой надбавкой к цене. Поскольку оба рынка росли, к концу года акции Шанхайской биржи выросли в цене почти на 50 %, сделав ее самым прибыльным рынком в мире. Это был не первый фондовый бум в Китае. Рынок уже переживал взлет в 1992 и 2007 гг. Однако этому буму было суждено стать самым опасным.

Поначалу рост цен на шанхайские акции, обусловленный ожиданием того, что отлаженное взаимодействие с Гонконгом вызовет приток иностранного капитала, имел смысл. Но когда закончился 2014 и начался 2015 г., рациональная реакция на арбитражную возможность переросла в спекулятивный ажиотаж. Высшие руководители от премьер-министра Ли Кэцяна и ниже по иерархической лестнице подбадривали рынок, их слова вновь и вновь цитировались в государственной прессе. Говорили о «дивидендах от реформ»: предполагалось, что рынки оценят потенциальные выгоды, поскольку стратегии, предложенные на Третьем пленуме, ознаменовали собой начало следующего этапа реформ в Китае.

Начинающие инвесторы, у которых больше энтузиазма, чем опыта, активно вкладывали свои средства в акции. Опрос, проведенный в рамках исследования финансового положения китайских семей, показал, что две трети новых инвесторов не имели среднего школьного образования — отголосок знаменитой истории о том, как чистильщик обуви спрашивал у миллионера Джо Кеннеди совета о том, как распорядиться своими акциями[73] перед крахом фондового рынка США в 1929 г.[90] Маржинальная торговля — режим, когда инвестор торгует на заемные средства, надеясь заработать на росте цены актива, — перегрела рынок. Инвестирование в акции заемных средств — дело рискованное, даже небольшой спад на рынке может обанкротить неопытного инвестора.

12 июня индекс Шанхайской фондовой биржи достиг пика в 5166 пунктов — самого высокого уровня со времен цикла «бума — спада» 2007 г. В июле 2015 г. настал переломный момент. Китайская комиссия по регулированию рынка ценных бумаг, которая не вмешивалась в процесс, пока рынок был на подъеме, решила, что пришло время заявить о себе. Новая политика грозила ограничить средства, которые брокеры могли предоставлять инвесторам. Опасаясь сокращения притока маржинальных средств, которые способствовали росту рынка, трейдеры умерили свой пыл.

[73] Когда Джозеф Кеннеди (1888–1969), американский бизнесмен и политический деятель, узнал, что акции есть даже у уличного мальчишки, который чистит ему обувь, он вдруг осознал, что игра на бирже перестала быть привилегией богатых и могущественных, а значит, грядет нечто ужасное.

Когда рынок начал падать, китайские инвесторы обнаружили, что маржинальные требования[74] могут ускорить падение так же сильно, как ставки с использованием заемных средств — ускорить его рост. За три короткие недели индекс Шанхайской биржи упал на треть. При этом сгорело более 11 трлн юаней (1,6 трлн долларов) — больше, чем годовая прибыль канадской экономики.

«Мы можем закрыть его и открыть снова позже», — сказал великий китайский реформатор Дэн Сяопин, успокаивая страхи коммунистов по поводу внедрения капиталистической инновации, а именно фондового рынка. Это было в 1992 г. Почти четверть века спустя преемники Дэн Сяопина обнаружили, что сказать легче, чем сделать. 4 июля 2015 г. Сяо Ган — главный регулятор ценных бумаг Китая — вызвал руководителей двадцати одной крупнейшей брокерской компании в свою штаб-квартиру на Фокус Плаза. Его цель была проста: уговорить несговорчивых «больших шишек» выделить средства на спасение рынка[91]. Это были напряженные девяносто минут. Брокеры были непримиримыми конкурентами, не привыкшими работать вместе или позволять правительству принимать инвестиционные решения за них. Однако в конечном счете они скрепя сердце пообещали внести в фонд спасения рынка 120 млрд юаней — около 15 % своих чистых активов. В заявлении, опубликованном после встречи, о разногласиях не упоминалось: брокеры «уверены, что у китайского рынка капитала есть будущее, и договорились решительно поддерживать его стабильное развитие»[92].

Какое-то время казалось, что этого достаточно. 4 июля было субботой. Когда в понедельник открылись торги, фондовые рынки выросли и в последующие недели котировки ползли вверх. Но затем «упал второй ботинок»[75].

В течение многих месяцев китайский валютный рынок — по-прежнему строго контролируемый правительством, несмотря

[74] Маржинальные требования — это минимальная сумма средств, которую трейдер должен держать на маржинальном счете для того, чтобы иметь возможность покупать или продавать активы в кредит или с использованием маржи.

[75] Английская идиома “Waiting for the other (the second) shoe to drop” означает ожидать событие, которое произойдет из-за причинно-следственной связи с другим событием, которое уже наблюдалось. В данном случае выражением «упал второй ботинок» автор подчеркивает, что произошло слишком очевидное и всеми ожидаемое событие.

на то что роль спроса и предложения существенно возросла — был разбалансирован. Взгляды трейдеров на курс юаня расходились с мнением Народного банка Китая. Трейдеры считали, что юань должен быть слабее, отражая давление от падения экспорта и оттока капитала через все более открытый счет движения капитала. Политики сопротивлялись. Каждый день трейдеры продавали юань с понижением, а Народный банк Китая на следующее утро компенсировал эти потери, устанавливая новый курс валюты, который игнорировал сигналы рынка.

Такое перетягивание каната продолжалось с начала года, но это не могло длиться вечно, и Народный банк Китая прекрасно это понимал. С одной стороны, вмешательство Народного банка сделало бессмыслицей утверждение Китая о том, что валютный курс определяется рынком. С другой — МВФ объявил устранение разногласий между Народным банком Китая и рынком обязательным условием для присвоения юаню статуса резервной валюты, что является заветной целью Пекина.

Поскольку фондовые рынки, по всей видимости, стабилизировались, глава Народного банка Китая Чжоу Сяочуань решил, что пришло время действовать.

В 9:15 утра 11 августа Народный банк Китая объявил о фиксации курса, по которому юань будет торговаться по отношению к доллару в течение следующих двадцати четырех часов. Обычно фиксированный курс устанавливается на доли процента выше или ниже по сравнению с предыдущим днем. Однако 11 августа официальный курс юаня был понижен на рекордные 1,8 % по сравнению с днем ранее и составил 6,2298 юаней за доллар. Народный банк Китая привел курс юаня в соответствии с его рыночной ценой, сочтя это незначительной технической корректировкой. Однако рынок отнесся к этому иначе.

Хрупкое равновесие, достигнутое после спасения фондового рынка 4 июля, было нарушено. Падение на 1,8 % стало крупнейшим однодневным снижением курса юаня за всю историю. Рынки восприняли этот шаг Народного банка Китая не как незначительную техническую корректировку, а как сигнал о серьезных стратегических изменениях. Китайский экспорт был в упадке, неуклонно снижаясь все первые семь месяцев 2015 г. за исключением двух. Это тормозило

рост, угрожало доходности предприятий и в конечном счете в случае роста безработицы социальной стабильности. Рынки сочли, что Китай смирился с неизбежным и решил восстановить конкурентоспособность экспорта посредством девальвации юаня.

Падение на 1,8 %, как предполагали инвесторы, было только началом. Трейдеры пересмотрели свои ожидания, предполагая быстрое падение юаня в ближайшие месяцы. Заместитель управляющего Народного банка Китая И Ган попытался исправить ситуацию, выступив на пресс-конференции с призывом к спокойствию. Но к тому времени было уже слишком поздно. Неожиданный шаг центрального банка сместил рыночные ожидания в сторону девальвации, причем, вероятно, быстрой: курс национальной валюты упал до отметки ниже 7 юаней за доллар.

Хуже того, понижение курса юаня, предпринятое Народным банком Китая, казалось, подтвердило самые худшие опасения относительно реальных темпов экономического роста Китая. Скептически настроенные инвесторы уже давно считают, что данные по ВВП Китая подтасовываются по политическим причинам. Центральный банк невольно придал достоверности этому аргументу. В конце концов если рост был действительно устойчивым и составлял 7 %, о которых сообщало Национальное бюро статистики, зачем тогда Народному банку Китая понадобилось заигрывать с понижением курса? Опасаясь дальнейшей девальвации, инвесторы стали спасаться с тонущего корабля, и произошел массовый отток капитала из страны; до конца года из Китая было выведено около 540 млрд долларов. Падение фондовых рынков возобновилось, и на этот раз его уже было не остановить. К концу января 2016 г., когда шумиха улеглась, индекс Шанхайской биржи был почти на 50 % ниже своего рекордного пика, а 18,8 трлн юаней или даже больше, если добавить к этому убытки фондовых бирж Шэньчжэня и Гонконга, просто испарились. Цепная реакция прокатилась по всему миру. «Рост озабоченности по поводу динамики экономического развития Китая привел к существенному всплеску волатильности на финансовых рынках», — сказала председатель Федеральной резервной системы Джанет Йеллен, в ее изобилующем профессиональным жаргоном языке сквозили нотки беспокойства. Федеральная резервная система планировала провести четыре повышения ставки в 2016 г.

Однако в связи с тем, что негативные последствия действий Китая сильно ударили по экономическому росту и рынкам, ей пришлось ограничиться только одним повышением.

Скорее по счастливой случайности, чем по расчету удалось избежать худшего развития событий для экономики и финансовой системы Китая в целом. Китайский рынок акций привлекает много внимания. Но его роль в качестве хранилища накоплений домохозяйств и источника инвестиционного капитала для бизнеса весьма ограничена. Даже во времена бума, когда появилось множество начинающих инвесторов, подавляющее большинство китайских домохозяйств не приобретало акций. А если они и решались на это, то, как правило, вкладывали в акции гораздо меньше средств, чем в недвижимость или банковские депозиты. Предприятия финансировали свои капитальные расходы главным образом за счет банковских кредитов и в меньшей степени за счет заимствований на рынке облигаций. Даже в разгар рыночного бума на эмиссию акций приходилось всего 5 % привлеченных средств. Поэтому обвал на фондовых рынках не привел к существенному сокращению расходов на дороги, недвижимость и заводы.

Иными словами, влияние падения рынка на то, сколько тратили потребители или инвестировали предприятия, было несущественным. Элитные рестораны в шанхайском деловом районе Люцзяцзуй — китайском аналоге Уолл-стрит — возможно, и стали продавать меньше волосатых крабов (местный деликатес) и *байцзю* (традиционный китайский алкогольный напиток, который пьют на банкетах). Но в целом экономика благополучно пережила бурю. Финансовая система хотя и пострадала, но не была сломлена. Брокеры приняли на себя основной удар, но банкротств по большей части удалось избежать. Китайским банкам, образующим костяк финансовой системы, пришлось разбираться с невыплаченными маржинальными кредитами. Но даже эта сумма в 2,3 трлн юаней, казалось, практически не отразилась на их балансах.

Серьезно пострадала только репутация Китая. За тридцать лет быстрого экономического роста страна существенно повысила свой престиж, чему способствовал решительный ответ сначала на азиатский финансовый, а затем и на мировой экономический кризис. Теперь все это было принесено в жертву. Неадекватная реакция

Китая на обвал фондового рынка приоткрыла завесу тайны, продемонстрировав, что китайские регулирующие органы умеют бороться с кризисами ничуть не лучше, чем аналогичные организации в США. Выяснилось, что китайские лидеры не способны идти в ногу со временем и понять все сложности и взаимосвязи реальной экономики. Крупнейшие фонды и брокеры фондового рынка были государственными. Как и большинство зарегистрированных на бирже компаний. Но это нисколько не облегчило процесс восстановления стабильности. Инструменты государственного контроля и способность к долгосрочному планированию, которые должны были отличать Китай от Соединенных Штатов с их свободным рынком, оказались иллюзорными или неэффективными.

Усугубляя удар, жесткие ответные меры поставили под сомнение приверженность Китая идее открытия рынка и реформ. Около тысячи трехсот акций (почти 45 % от общего числа) были отстранены от торгов. Многие инвесторы оказались в крайне невыгодном положении. Иностранных аналитиков и инвесторов, сыгравших лишь второстепенную роль в драме, которая по большей части разворачивалась внутри страны, безжалостно критиковали в государственной прессе, называя главными виновниками обвала рынка. Чтобы остановить отток капитала, центральный банк ввел жесткие меры контроля. Каждый банк должен был ежедневно проверять баланс по валютным операциям, чтобы средств уходило не больше, чем приходило.

Чтобы предотвратить спад на рынке, правительство фактически сделало то, что Дэн Сяопин предлагал двадцать три года назад. Когда с торгов была снята почти половина ценных бумаг, холод правительственного вмешательства окутал оставшиеся акции, трансграничное движение капитала было остановлено, и фондовый рынок перестал функционировать.

Центральные банки и инвестиционные фонды всего мира внимательно следили за развитием событий. Возможно, фондовый рынок для Китая — не более чем развлекательное шоу. Но разразившийся на нем кризис, казалось, предвещал то, что может произойти, если Китай столкнется с настоящим системным потрясением. И выводы напрашивались неутешительные.

6
Делеверидж без самодетонации

Как трейдеры с Уолл-стрит, так и доктора наук из МВФ были солидарны во мнении, что крах китайского фондового рынка и ущерб от девальвации юаня стали подтверждением того, о чем многие давно подозревали. То, что казалось блестящим успехом, на деле оказалось радужными переливами на поверхности быстро расширяющегося мыльного пузыря. Он мог лопнуть не сегодня и не завтра, но это непременно произошло бы, причем скорее рано, чем поздно. Однако руководство Китая сделало из тех же событий иной вывод: пришло время бороться с рисками для финансовой стабильности.

В 2016 г., когда снижение долговой нагрузки было поставлено на первое место в списке приоритетов правительства, всем казалось, что китайские политики оказались в безвыходной ситуации. Они могли закрыть глаза на бесконтрольное кредитование, что обеспечило бы несколько лет экономического роста ценой еще большего раздутия пузыря и углубления долговой ямы. Или, наоборот, ограничить кредитование, что ударило бы по корпоративным прибылям, доходам местных органов власти и домохозяйств, а также затруднило бы погашение кредитов заемщиками. Подорвав доверие к правительству и вызвав волну дефолтов, попытка сдуть пузырь может привести к кризису, на предотвращение которого она была направлена.

Однако общепринятое мнение оказалось ошибочным. За два года кампании по снижению долговой нагрузки китайские политики смогли добиться ускорения роста, стабильного отношения госдолга

к ВВП и сокращения теневого банковского сектора. Как же им это удалось? Ответ кроется в сочетании базовой устойчивости экономики и финансовой системы, а также недооцененной изобретательности политиков и специфических ресурсов авторитарного государства.

Начало эффективным действиям было положено статьей, вышедшей на первой полосе рупора Коммунистической партии *People's Daily* в январе 2016 г. В ней один из представителей власти (по общему мнению, им был Лю Хэ — главный экономический советник председателя Си Цзиньпина) выступил с настоятельным призывом разработать новый подход к обеспечению устойчивости роста. Китайская экономика, заявил он, со свойственной чиновникам тягой к числовым формулировкам, страдает от «четырех падений и одного подъема… <…> …темпы роста, прибыльность бизнеса и налоговые поступления снижаются, зато экономические риски неуклонно растут».

Решение не было очередным раундом стимулирования. В конце концов, «стимулировать использование избыточных мощностей в условиях слабого глобального роста — все равно что готовить еду на двоих, когда гость только один; как бы много он ни съел, излишек все равно останется». Единственный выход, по словам Лю Хэ, — это реформа предложения.

Реформа предложения — термин, ставший на Западе девизом политики, проводимой президентом США Рональдом Рейганом и премьер-министром Великобритании Маргарет Тэтчер в 1980-е гг. В Китае он приобрел другое значение. Следуя заветам таких сторонников свободного рынка, как Фридрих Хайек, западные лидеры стремились ускорить рост за счет снижения налогов и уменьшения регулирования — шаги, которые, как они надеялись, высвободят динамизм частного сектора. В Китае конечная цель укрепления экономики была такой же, но путь к ней был совершенно иным. Вместо того чтобы сократить вмешательство государства в экономику, китайская программа реформ предложения, напротив, существенно его увеличила.

Китайские политики всегда находились между молотом и наковальней императива поддержания экономического роста и острой необходимости проведения реформ. Нужно было любой ценой поддерживать рост, занятость и социальную стабильность,

даже если это требовало стимулирования, которое усугубляло перекос экономики в сторону избыточных инвестиций и увеличивало бремя долга. Не менее остро стояла необходимость восстановления баланса и сокращения задолженности, но считалось, что этого можно достигнуть только ценой замедления роста. Однако в соответствии с теорией предложения поддержание роста и реформирование экономики — это цели, которые могут преследоваться одновременно.

Лю Хэ определил пять целей: сокращение избыточных мощностей в промышленности, фонда недвижимости, долговой нагрузки на экономику, административных расходов и, если что-то осталось незамеченным, устранение слабых мест. «Между этими пятью элементами существует арифметическая взаимосвязь, — пояснил высокопоставленный чиновник. — Сокращение фонда недвижимости имеет “аддитивный эффект”, компенсирующий “субтрактивный эффект” сокращения избыточных мощностей».

Поскольку эту политику лично поддержал генеральный секретарь Си Цзиньпин, а в преддверии Девятнадцатого съезда партии и грядущих кадровых перестановок многое было поставлено на карту, провинциальные лидеры поспешили подчиниться генеральной линии партии. Гуйчжоу, бедная провинция на юго-западе Китая, развитию которой мешает отсутствие выхода к морю и гористая местность, оказалась одной из первых, где ее начали претворять в жизнь[93].

В феврале 2016 г. правительство Гуйчжоу опубликовало план, предусматривающий закрытие 510 угольных шахт, что было чревато сокращением мощностей на десятки миллионов тонн. С «компаниями-зомби» будут бороться путем слияния, реструктуризации или процедуры банкротства. Конкурентоспособные фирмы получат субсидии на модернизацию технологий. Ответственность за проведение всех этих реформ возьмет на себя губернатор провинции Гуйчжоу, второй человек после секретаря партии. В 2016 г. была закрыта 121 угольная шахта, что привело к сокращению мощностей на 21 млн т. В 2017 г. планировалось закрыть еще 120 шахт и сократить еще 15 млн т мощностей.

В Цзиньша, угледобывающем городке с населением около семисот тысяч человек, расположенном в двух часах езды

от столицы провинции Гуйян, реформированием сферы предложения занимался г-н Ван. Местные органы власти поручили ему руководить программой закрытия избыточных мощностей крупной угледобывающей компании, и он был очень занятым человеком. Устроившись в офисе со спартанскими условиями, где лишь электрический обогреватель, а столешница которого служила чайным столиком, немного смягчал пронизывающий холод зимних гор, — он объяснил, как это происходит. «Национальные цели распределяются по провинциям, — сказал он, — затем провинции делят эти цели между префектурами и так далее вплоть до уездов и городов».

Под его руководством Цзиньша закрыл 44 угольные шахты в 2016 и 2017 гг., сократив мощности с 16,8 до 5,5 млн т. Это было нелегко. Г-ну Вану пришлось иметь дело с выплатой компенсаций владельцам шахт, нехваткой угля для электрогенераторов, а однажды даже выплачивать долги владельца шахты теневым кредиторам. Однако безработицу удалось удержать под контролем. Большинство рабочих с небольших частных шахт, подлежащих закрытию, работали там временно и просто перешли на другую работу.

По мере того как чиновники закрывали предприятия в основных отраслях промышленности провинции, повышался риск того, что рост замедлится. Чтобы предотвратить это, Гуйчжоу приняла меры по стимулированию экономики. Главным инструментом оказания поддержки стало государственно-частное партнерство — финансовая инновация, которая позволила перенести первоначальную стоимость проекта с баланса правительства на баланс строительной компании. С 2015 по 2017 г. инвестиции в инфраструктуру, финансируемые через новые партнерства, составили 305 млрд юаней, что равноценно 22,5 % ВВП. Чтобы помочь им выплатить свою долю, местные государственные финансовые структуры выпустили облигации на сумму 226 млрд юаней. Еще большая сумма, выделенная властями провинций, помогла рефинансировать существующие займы по выгодным ставкам. В результате произошел резкий скачок расходов на инфраструктуру, которая соединила все города провинции с системой автомагистралей благодаря проложению

туннелей через горный ландшафт. Капитальные расходы резко возросли, поддерживая рост ВВП выше 10 %.

После проведения аналогичных мероприятий на национальном уровне 2016 и 2017 гг. стали периодом возобновления усилий по проведению структурных реформ и стабилизации роста. В совокупности усилия по закрытию избыточных заводов и шахт, а также снижению новых капитальных затрат привели к сокращению избыточных мощностей. Мощности сталелитейного сектора составляли приблизительно 1,1 млрд т, за 2016 г. правительство сократило их на 65 млн т, а затем еще примерно на столько же в 2017 г. В угольной промышленности сокращение мощностей за 2016 и 2017 гг. составило 400 млн т. Капитальные затраты на выплавку стали в 2017 г. упали на 10 %, а на угледобычу — на 12,3 %.

Правительство стремилось решить проблему фрагментированности промышленной организации, стимулируя консолидацию вокруг крупных предприятий и вынуждая мелкие компании сливаться или закрываться. Наблюдать за этим было не особенно приятно.

Мегаслияния, подобные объединению сталелитейных гигантов Baosteel и Wuhan Steel в октябре 2016 г., китайские аналитики назвали слияниями только на бумаге. В большинстве случаев размер компаний и без того был настолько значительным, что возможности для экономии за счет дальнейшего укрупнения были почти исчерпаны. Николас Ларди, эксперт по Китаю из Института международной экономики Петерсона, утверждает, что история слияний государственных компаний не представляет особого интереса. В период консолидации, предшествовавший мировому экономическому кризису, даже когда количество фирм сократилось, а их размер увеличился, показатели производительности продолжали снижаться[94].

На этот раз наблюдалась более позитивная динамика. Слияние компаний меняет их представление о будущем расширении. Будучи отдельными компаниями, Baosteel и Wuhan Steel могли решить, что каждой из них необходимо захватить большую долю рынка посредством строительства новой доменной печи. В результате возник бы избыток мощностей. Работая как единая

компания, они будут планировать расширение мощностей в строгом соответствии с потребностями рынка.

Масштабное бюджетное стимулирование поддерживало вращение шестеренок роста. Совокупный балансовый и забалансовый бюджетный дефицит в 2016 и 2017 гг. превысил 10 % ВВП. Это весьма значительный стимул, эквивалентный сумме, которую правительство США выделяло на поддержку роста в разгар мирового экономического кризиса или правительство Греции в период кризиса суверенного долга. В Китае правительство субсидировало стабильно высокие расходы на инфраструктуру, которые в 2017 г. выросли на 19 %, компенсируя сокращение мощностей в сталелитейной, угольной и других отраслях тяжелой промышленности.

Ликвидация городов-призраков: как Китай зажег свет в окнах пустующих домов

Не менее энергичными были усилия по достижению второй цели реформы предложения Лю Хэ — сокращения фонда недвижимости. Переизбыток предложения недвижимости был главной темой для обсуждения среди «медведей» китайского рынка и извечной головной болью политиков. С 2011 по 2016 г. Китай строил более 10 млн квартир в год, тогда как спрос в среднем составлял менее 8 млн единиц. Наглядные свидетельства переизбытка недвижимости — это города-призраки, цементные остовы небоскребов, окольцовывающие крупные города, и готовые жилые комплексы, в которых по ночам не горит свет. По словам Чжу Миня — заместителя управляющего директора МВФ и бывшего заместителя управляющего Народного банка Китая, в 2015 г. в стране был миллиард квадратных метров пустующей недвижимости.

Последствием этого, если бы рынок и дальше был предоставлен самому себе, должно было бы стать значительное снижение предложения и цен, поскольку избыточные мощности были сокращены. Баланс можно было бы восстановить, но только за счет резкого снижения ВВП. Именно поэтому биржевой трейдер Джим Чанос назвал Китай «Дубаем, умноженным на 1000», ссылаясь на чрезмерное строительство, которое вызвало 50%-ное падение

цен на недвижимость в «пустынном королевстве» в 2009 и 2010 гг. К счастью для экономики Китая и производителей сырьевых товаров со всего мира от Австралии до Бразилии, которые рассчитывали на спрос, вызванный бумом недвижимости, рынок не бросили на произвол судьбы.

В Гуйяне, столице провинции Гуйчжоу, усилия по сокращению фонда недвижимости изменили городской ландшафт. Старые дома были снесены в рамках масштабной программы по расчистке трущоб. Пока экскаваторы рушили старые малоэтажные здания, краны этаж за этажом возводили сверкающие небоскребы. В 2017 г. центральное правительство поручило Гуйчжоу расчистить 429 800 единиц ветхого жилья — второе по величине число среди тридцати одной провинции Китая. При городском населении в 15,7 млн человек это эквивалентно сносу около 5 % жилого фонда[95].

Получив компенсацию от правительства, жители трущоб могли позволить себе переезд в один из новых небоскребов. Чтобы отладить этот процесс, компенсация — обычно около 3000 юаней за квадратный метр — не выплачивалась напрямую жителям, а перечислялась на целевой депозитный счет, а затем выплачивалась непосредственно застройщику, как только жильцы решали, какую квартиру они хотят занять. На этом усилия по стимулированию спроса не закончились.

Любой покупатель жилья получал местный *хукоу*, что гарантировало доступ к социальным льготам и стимулировало иногородних приобретать квартиры.

План сработал. За дверями выставочного зала Official Residence № 1 — обширного нового комплекса высотных домов, вилл, школ и торговых центров потенциальных покупателей ожидали гольф-кары, оформленные под Rolls Royce, для совершения обзорной экскурсии по территории комплекса. Служащие в коричневой войлочной униформе, богато украшенной золотой парчой, напоминающие старинных шоферов, дрожа от холода, стояли снаружи. Г-н Чжэн, руководитель проекта, находящийся внутри здания, казался более жизнерадостным. Он держал в руках лазерную указку — непременный атрибут китайских застройщиков и указывал

ею на различные части уменьшенной модели проекта. «Продажи идут хорошо», — похвалился он, ухмыляясь.

Высокие продажи и рост цен способствовали увеличению прибыли застройщиков. В Гуйяне цены в 2017 г. выросли на 10,4 %. Продажи земли тоже росли высокими темпами, увеличившись на 27,9 %, что способствовало увеличению доходов местного правительства. По словам местных жителей, реальные темпы роста были еще выше. Поскольку обеспечение доступности жилья является одним из показателей эффективности для местных чиновников, большинство из них не хотят допускать появления на рынке новых объектов по растущим ценам. Чтобы обойти эту проблему, сохранив оживление на рынке, застройщики сообщают правительству цену на квартиры без отделки, а покупатели платят значительно больше, причем надбавка оформляется как отдельный платеж за отделку и меблировку.

Гуйчжоу — это, конечно, исключительный случай, но такая же схема была воспроизведена по всей стране. Министерство жилищного строительства и городского развития сельских районов поставило амбициозные цели по расчистке трущоб: 6 млн единиц жилья в год с 2015 по 2017 г. и 5 млн в год с 2018 по 2020 г. China Development Bank — крупный государственный политический банк — финансировал эту программу, беря кредиты по низкой ставке у Народного банка Китая. С середины 2015 г. до конца 2017 г. Народный банк Китая выдал около 2 трлн юаней кредитов на расчистку трущоб. Коммерческие банки, часто принадлежащие местным органам власти, внесли дополнительные средства.

В этом процессе возникает ощущение раздачи «вертолетных денег»[76]: центральный банк печатает деньги, чтобы покрыть убытки застройщиков. В то же время даже если расчистка трущоб началась под гул печатного станка Народного банка Китая, завершилась она возвратом заемных средств. Местные органы власти расчищают трущобы, выплачивают их бывшим жителям компен-

[76] «Вертолетные деньги» — термин, введенный в 1969 г. американским экономистом Милтоном Фридманом, который сравнил прямые выплаты бюджетных средств всему населению, а не наиболее нуждающимся категориям, с разбрасыванием купюр с вертолета.

сации средствами, взятыми в кредит, получая взамен право собственности на землю. Жители, чьи дома были снесены, используют полученные средства для покупки новой квартиры. Это сокращает избыток жилого фонда, одновременно увеличивая прибыль застройщиков. Получая более высокую прибыль и рассчитывая на рост спроса, застройщики покупают больше земли у местных властей. Заработав на продаже земли, местные власти возвращают заемные средства, замыкая цикл.

Расчистка трущоб была самой наглядной, но не единственной формой стимулирования спроса на недвижимость. Ипотечное кредитование тоже резко возросло. Объем банковских кредитов, выданных домохозяйствам, за 2017 г. вырос на 21,4 %. Управляющий Народным банком Китая Чжоу Сяочуань дал на это свое согласие. Во время ежегодной пресс-конференции на Всекитайском собрании народных представителей в марте того же года он сказал, что ипотечные кредиты поддерживают целую экосистему застройщиков, строительных фирм и производителей товаров. Под этим подразумевалось, что ипотечное кредитование — это ценный вклад в общество, и регулирующие органы положительно отнесутся к банкам, которые им занимаются.

Административный контроль за теми, кто мог позволить себе купить жилье, ужесточался или смягчался в зависимости от того, где наблюдался наибольший избыток недвижимости. В крупных городах, таких как Пекин, где спрос превышал предложение, существовал жесткий контроль за тем, кому дозволялось приобретать жилье. Иногородним, не имеющим пекинского *хукоу*, редко удавалось найти незанятую ступеньку на лестнице недвижимости. Даже местным жителям было трудно получить ипотечный кредит, особенно покупателям второго и третьего жилья. В Гуйяне, напротив, жилье было в свободном доступе: от покупателей не требовалось ни бумажных квитанций об уплате налогов, ни вида на жительство, банки охотно выдавали кредиты всем желающим. «Кредиты на покупку жилья — самый безопасный вид кредитования», — сказал управляющий филиалом одного из банков большой четверки в Гуйяне, объясняя, почему он выдает их так много.

Эликсир жизни для зомби: как реформа предложения решила проблему долга

Наиболее закредитованными секторами экономики Китая являются тяжелая промышленность, недвижимость и местные органы власти. Официальные данные не дают разбивки задолженности по секторам экономики. Анализ финансовых отчетов зарегистрированных на бирже компаний позволяет решить эту проблему. В 2015 г. в самый разгар опасений по поводу финансового кризиса средний уровень задолженности 181 китайской компании-застройщика, зарегистрированной на бирже, в 18,3 раза превышал их годовой доход. Металлургические предприятия с долгом в 17,9 раз больше годового дохода не сильно от них отстали. Некоторые компании, финансируемые местными органами власти, оказались в еще более плачевном положении: не имея регулярного дохода, они зависели от продаж земли для погашения своих займов.

Эти средние показатели скрывают более экстремальные уровни стресса в нижнем сегменте рынка. Самые «ржавые» сталелитейные предприятия имели задолженность, эквивалентную их столетнему доходу. В провинции Ляонин финансовые органы местных властей брали займы по ставкам от 8 % и выше, имея доходность не более 1 %, что делало возврат долга практически невозможным.

Долговой кризис начинается не со стандартных заемщиков, а с субстандартных. Их дефолты вызывают переоценку рисков, кредиторы начинают перестраховываться, и проблемы возникают у более качественных заемщиков. Судя по уровню долга самых убыточных промышленных предприятий, застройщиков и финансовых организаций местных органов власти, уже в 2015 г. у Китая были большие проблемы в этой сфере.

Как реформа предложения смогла исправить сложившуюся ситуацию? Если отбросить сложности, связанные с ликвидацией избыточных производственных мощностей и финансированием расчистки трущоб, цель реформы предложения была довольно проста: облегчить погашение долга за счет рефляции[77] экономики.

[77] Рефляция — управляемое оживление экономики путем восстановления снизившихся цен до прежнего уровня за счет увеличения денежной массы или снижения налогов.

Для тех, кто изучает финансовые кризисы, рефляция — знакомая тактика. В китайском контексте изюминкой и свидетельством сложности инструментов, которые Пекин мог применить для решения проблемы, стало то, что рефляция была направлена на те части экономики, которые имели наибольший уровень задолженности.

С 2012 по 2015 г. промышленный сектор погряз в дефляции, а прибыли сократились. Промышленные компании вели заведомо проигрышную борьбу, пытаясь погасить фиксированную сумму долга, имея неуклонно сокращающийся доход. Компании с наибольшей задолженностью столкнулись с самым существенным падением цен и прибыльности. Ликвидировав избыточные мощности и повысив спрос, реформа предложения преломила ситуацию. С 2016 г., когда Лю Хэ начал проводить реформу предложения, цены и прибыль начали расти. К началу 2017 г. доходность промышленных предприятий выросла на 31,5 % по сравнению с предыдущим годом.

С 2013 по 2015 г. в секторе недвижимости наблюдался переизбыток предложения. Продажи жилья сначала замедлились, а затем резко сократились, что повлекло за собой падение цен и ударило по прибыли застройщиков. Темпы нового строительства тоже снизились, что нанесло удар по спросу в промышленном секторе и негативно сказалось на экономическом росте. Снося трущобы и переселяя жителей в новые дома, политики решили эту проблему. К концу 2016 г. продажи недвижимости выросли на 22 %, а цены поднялись на 10 %. Когда прибыль возросла, застройщики начали реализацию новых проектов.

То, что прибыльно для застройщиков, также хорошо для бюджета местных органов власти. В некоторых провинциях доходы от продажи земли составляют более четверти бюджетных поступлений. В 2015 г., когда продажи недвижимости пошли на спад, а застройщики увязли в болоте избытка недвижимости, продажи земли упали на 23,9 %. Финансовые органы местных властей, которые полагались на продажу земли для погашения своих займов, столкнулись с дефолтом и банкротством. К концу 2017 г., когда продажи земли выросли до 49,4 %, к ним вновь хлынул поток денег.

Кредитная политика также способствовала снижению стресса. Народный банк Китая выделил на расчистку трущоб 2 трлн юаней

в виде кредитов с низкой процентной ставкой. Бурный рост ипотечного кредитования поднял спрос на недвижимость на новую высоту, при этом увеличилась доля домохозяйств с небольшим объемом заемных средств и сократилась доля сильно закредитованных застройщиков. Инфраструктурные расходы финансировались через государственно-частные партнерства, наряду с этим первоначальные затраты ложились на плечи застройщика, и местным властям не приходилось занимать дополнительные средства.

Китайская программа реформы предложения (в отличие от тех, которые несколькими десятилетиями ранее проводились в США и Великобритании) не сделала экономику более эффективной. Скорее наоборот, в результате столь грубого вмешательства государства во многие сферы экономической жизни ее эффективность снизилась. Не обошлось и без бухгалтерских махинаций, когда местные органы власти сокращали свою задолженность, принуждая местные строительные фирмы, принадлежащие государству, брать для них кредиты. Однако с точки зрения достижения главной цели — снижения финансовых рисков эта мера оказалась очень эффективной, поскольку значительная доля национального дохода была передана заемщикам, которые более всего в этом нуждались.

Дерево не может дорасти до небес: программа снижения долговой нагрузки

Делевереджинг — модный термин, означающий сокращение доли заемных средств в экономике страны — был назван одной из целей реформы предложения, когда она была сформулирована в январе 2016 г. Важность этого аспекта плана была настолько велика, что ему придали дополнительный импульс. В мае 2016 г. на первой полосе газеты *People's Daily* вновь было опубликовано официальное заявление авторитетного лица — на этот раз об отказе Китая от модели развития, основанной на долге. «Дерево не может дорасти до небес, — заявлял чиновник, — высокий леверидж сопряжен с высокими рисками». Посыл был ясен: финансовые риски растут. Нынешний курс — прямая дорога к кризису. Предотвратить это — одна из главных задач правительства.

После выхода статьи в *People's Daily* финансовые риски перешли из разряда второстепенных забот нескольких финансовых аналитиков из Народного банка Китая в разряд первоочередных задач, которые необходимо решать каждому. Реформа предложения косвенно способствовала сокращению финансовых рисков, повышая доходы заемщиков с наибольшей задолженностью. Теперь наряду с этим появилась программа снижения долговой нагрузки, которая целенаправленно занималась проблемой финансовых рисков в наиболее уязвимых секторах финансовой системы.

Некоторые элементы механизма уже находились на нужных местах. Будучи хранителем финансовой системы, «самым умным парнем в комнате» и наиболее международно ориентированным банком в Китае, Народный банк Китая уже давно проявлял бдительность в отношении рисков кредитного кризиса. В начале 2010 г., когда стимулирование экономики в размере 4 трлн юаней все еще было в полном разгаре, именно Народный банк Китая первым попытался вернуть политику в нормальное русло. В 2013 г. он преподал урок финансовым махинаторам из теневой банковской индустрии, спровоцировав резкое повышение стоимости краткосрочных займов, чтобы перекрыть им источники финансирования. В 2016 г. он подошел к решению проблемы более тонко и комплексно, применив макропруденциальное регулирование.

Этот довольно непрозрачный термин на самом деле означает нечто довольно простое. Пруденциальное регулирование направлено на обеспечение стабильности отдельных финансовых компаний, например, путем предъявления требования иметь достаточный капитал для покрытия потенциальных убытков. Макропруденциальное регулирование пытается сделать то же самое для финансовой системы в целом.

Собравшиеся в зале заседаний одного из банков в Чжэнчжоу, столице провинции Хэнань, сотрудники отдела управления рисками мгновенно осознали важность нового инструмента Народного банка Китая. «Мы получили оценку B, — сказал чиновник, которому было поручено управлять процессом. — Если бы мы получили C, Народный банк Китая ограничил бы нашу деятельность». В рамках процедуры макропруденциальной оценки хэнаньский кредитор, как

и все банки страны, предоставлял Народному банку Китая ежеквартальный отчет о своих активах, обязательствах, буферном капитале и процентных ставках. А центральный банк проверял, не пересекает ли он красные линии регулирования по всем этим показателям. Слишком много кредитов, выданных отраслям с высоким уровнем риска? Чрезмерная зависимость организации от краткосрочных источников финансирования? Предложение нерационально высоких процентных ставок для привлечения депозитов? Недостаточный запас капитала для покрытия убытков? Все это могло стать основанием для снижения оценки.

Банки, набравшие самый высокий по шкале Народного банка Китая балл А, получают вознаграждение в виде более высоких ставок по своим резервным депозитам (все китайские банки должны держать существенную долю депозитов в резерве у Народного банка Китая, и получение более высоких ставок по ним напрямую способствует росту доходов). Им также дают большую свободу для расширения своего бизнеса. Для банков, получивших оценку В, как, например, банк провинции Хэнань, все остается, как есть. Банки, которым не посчастливилось получить оценку С, наказываются снижением ставок по депозитам и регулятивными мерами, затрудняющими развитие их бизнеса.

Народный банк Китая не был первым центральным банком, применившим макропруденциальные инструменты для управления рисками финансовой стабильности. После мирового экономического кризиса произошел глобальный всплеск активности, когда политики разработали новые инструменты, позволявшие отделить управление денежно-кредитной политикой от регулирования финансового сектора. Ранее уже были созданы Совет по надзору за финансовой стабильностью в США, Европейский совет по системным рискам и Комитет по финансовой политике Банка Англии. Однако Народный банк Китая стал первой финансовой организацией, которая разработала столь всеобъемлющий набор инструментов, внедрила его повсеместно, но при этом с тонкой дифференциацией оценивания банков и стала использовать его для борьбы с крайне опасным для финансовой стабильности риском.

Макропруденциальная оценка решила две важнейшие проблемы, стоящие перед Народным банком Китая. Во-первых, она позволила банку разрешить дилемму Бенджамина Стронга о том, как избежать необходимости шлепать всех детей, если провинился только один. Еще во время кризиса в июне 2013 г. Народный банк Китая на собственном опыте выяснил, что повышение стоимости кредитования, достаточное для сдерживания деятельности теневых банков, также препятствует работе ответственных кредиторов и наносит удар по реальной экономике. Применение макропруденциальных инструментов позволяет Народному банку Китая отделить финансовое регулирование от денежно-кредитной политики. Процентные ставки могут использоваться для регулирования роста и инфляции. Макропруденциальные инструменты можно применять для управления рисками, влияющими на стабильность. Система, созданная Народным банком Китая, позволяет контролировать деятельность каждого отдельного банка. Банки, нарушившие правила, наказывались, а соблюдающие их — вознаграждались.

Во-вторых, попытки Китая ограничить финансовые риски часто сравнивали с игрой «убей крота»[78]. Стоило регулирующим органам пресечь одну порочную практику, как в другом месте тут же возникала новая. Например, банкам запрещалось выдавать кредиты застройщикам недвижимости с высокой задолженностью, но вместо этого они вкладывали средства в теневые банки, которые выдавали кредиты тем же конечным заемщикам. Макропруденциальная оценка решила эту проблему путем всестороннего анализа балансов банков. Имея в своем распоряжении несколько молотков и яркий свет, освещающий все норы, Народный банк Китая теперь мог выбирать, бить всех кротов, только некоторых или ни одного.

Макропруденциальная оценка была не единственной альтернативой. Комиссия по регулированию банковской деятельности Китая (КРБД) получила нового руководителя — Го Шуцина. Бывший заместитель губернатора КНР и соратник Чжоу Сяочуаня,

[78] «Убей крота» — игра, первоначально игровой автомат, затем компьютерная аркада, в которой нужно бить молотком по голове внезапно вылезающего из норы крота.

сторонника прорыночных реформ, он тоже приступил к борьбе с рисками для финансовой стабильности. Ряд новых правил затруднял уклонение банков от контроля посредством расширения своего кредитного портфеля посредством заключения сложных соглашений с теневыми банками. В июне 2017 г. некоторые крупнейшие корпораций Китая — такие гиганты, как специализирующийся на недвижимости конгломерат Dalian Wanda и холдинговая страховая компания Anbang, — были потрясены новостями о том, что КРБД изучает их зарубежные займы, стремясь предотвратить риск оттока капитала.

Китайская комиссия по регулированию рынка ценных бумаг тоже получила нового руководителя ввиду ненадлежащего управления бумом и спадом на фондовом рынке. Лю Шиюй, еще один бывший заместитель управляющего Народным банком Китая, быстро показал себя более эффективным управленцем, чем его предшественник Сяо Ган. В декабре 2016 г. он выступил против «варварских» страховых компаний, использовавших рычаги финансирования для рейдерского захвата зарегистрированных на бирже компаний. Глава Китайской комиссии по регулированию страхования, который закрывал глаза на такого рода мошенничество, вскоре оказался без работы и под следствием по обвинению в коррупции.

Что касается кредитования местных органов власти — возможно, самой большой головной боли для банков, масштабный долговой своп[79] снизил уровень финансового стресса. Программа, целью которой был обмен 1 трлн долговых обязательств, стартовала в начале 2015 г. К концу года она уже расширилась до 3,8 трлн юаней. К концу 2016 г. было обменено 9,9 трлн юаней, а к концу 2017 г. общая сумма достигла 14,2 трлн, что составляло почти четверть ВВП страны. В большом выигрыше оказались местные органы власти. Большинство из них брали краткосрочные займы по рыночным ставкам, как правило, однолетние кредиты по ставке 6 % и выше. Поскольку эти средства шли на финансирование государственных инфраструктурных проектов, которые не приносили прибыли

[79] Долговой своп — финансовая операция, при которой происходит обмен непогашенными кредитами, выданными третьей стороне.

в период строительства, да и после его завершения тоже характеризовались низкой доходностью, такая система финансирования не имела смысла. Теперь они рефинансировались путем выпуска пятилетних облигаций под 3 %. Долгосрочное недорогое финансирование больше соответствовало их долгосрочным активам с низкой доходностью. А давление, связанное с обслуживанием долга, существенно снизилось.

Банки вынуждали избавляться от проблемных кредитов и привлекать больше капитала. Многие сделали и то и другое. В Чжэнчжоу правительство добилось слияния тринадцати местных кредиторов в один банк — Zhongyuan Bank. Попутно они продавали безнадежные кредиты и вливали свежий капитал. Целью этого слияния, согласно рекламному проспекту, предлагающему акции Zhongyuan инвесторам из Гонконга, было создание банка с «более значительной капитальной базой» и «лучшей способностью противостоять потенциальным рискам». В ходе первичного публичного размещения акций в июле 2017 г. банк привлек миллиард долларов. Правительство провинции Хэнань в меньших масштабах повторило процедуру очистки банковской системы от безнадежных кредитов и листинга, в результате которой ICBC и другие гиганты вышли на рынок в середине 2000-х гг.: списание с баланса безнадежных кредитов, вливание капитала, реорганизация деятельности, а затем обращение к рынку за средствами.

И это был не единичный пример. Как показывает *рис. 8.1*, с 2015 по 2017 г. объем списанных безнадежных кредитов стремительно увеличивался. Судя по балансовым отчетам 41 банка, включенного в листинг, с 2015 по первую половину 2017 г. было продано или списано 1,3 трлн юаней безнадежных кредитов. Это гораздо больше, чем 400 млрд юаней за предыдущие три года и составляет около 1 % от общего кредитного портфеля банков. Поскольку каждая провинция Китая создала свою собственную компанию по управлению активами для покупки безнадежных долгов у банков, спрос был высоким. «Раньше мы могли покупать безнадежные кредиты с 80–90%-й скидкой от номинальной стоимости, — жалуется г-н Ли, финансовой консультант из Вэньчжоу. — Сейчас спрос настолько велик, что скидка порой не превышает 30 %».

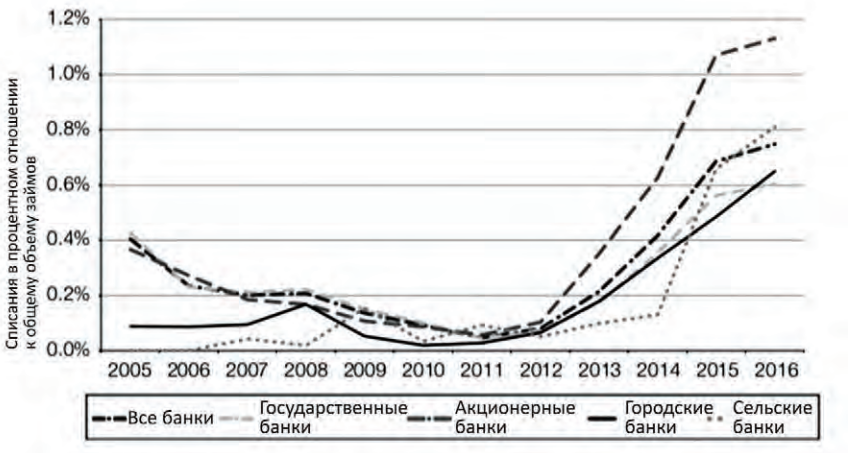

Рис. 8.1. Передача и списание кредитов. Выборка включает 41 банк. Составлено автором на основе данных информационной платформы Bloomberg

Результаты оказались впечатляющими. Существуют различные способы отслеживания роста кредитования в Китае. Народный банк Китая публикует отчет по совокупному финансированию, который содержит данные о банковских кредитах, выпуске облигаций, привлечении акционерного капитала и деятельности теневых банков.

Если вычесть из этого акционерный капитал, можно получить довольно точное представление о темпах роста кредитования. В начале 2016 г. рост ускорялся на 12,5 % в год, к середине 2018 он замедлился до 9,9 %. Более полную картину дает отчет КРБД о совокупных банковских активах, отражающий балансовую кредитную деятельность банков и их забалансовые вложения в продукты теневых банков. Здесь мы видим еще более резкое падение темпов роста: с 16,5 % в годовом исчислении в конце 2016 г. до 7,4 % в первом квартале 2018 г.

Снижение объемов кредитования произошло почти полностью за счет наиболее рискованного сектора финансовой системы Китая — теневых банков. Банковские требования к другим финансовым секторам — отчет Народного банка Китая по кредитованию

теневых банков — достигли пика в 73,7 % годового роста в феврале 2016 г. К середине 2018 г. этот показатель начал снижаться. Что касается обязательств, то здесь также наблюдался сдвиг от рискованного краткосрочного финансирования за счет выпуска продуктов управления капиталом (WMP) к безопасным и скучным депозитам. В конце 2015 г. объем банковского финансирования за счет WMP вырос на 56,5 % по сравнению с годом ранее. В 2017 г. роста не было вообще.

Контроль над деятельностью теневых банков не только снизил финансовые риски, но и сохранил рост реальной экономики. Банковские кредиты и выпуск облигаций финансируют реальную деятельность: инвестиции в фабрики, инфраструктуру и недвижимость. Теневые банки, предоставляющие кредиты под залог будущей прибыли частным предприятиям, испытывающим финансовые трудности, а также средства для спекуляции на рынках недвижимости или ценных бумаг, этого не делают. Проще говоря, банковские кредиты способствуют росту экономики, а кредиты теневых банков — нет. Поощряя первые и ограничивая вторые, китайские политики смогли частично замкнуть круг «делеверидж — рост», замедлив кредитование без снижения темпов роста.

Я не боюсь городов-призраков: как Китай бросил вызов скептикам

Благодаря реформе предложения и программе снижения долговой нагрузки у Китая появилась рабочая стратегия по замедлению долговой машины. Реформа предложения стабилизировала рост и оживила экономику. Реальный рост держался на уровне около 7 %. Номинальный рост ускорился с низкого уровня в 6,4 % в годовом исчислении в конце 2015 г. до 10,7 % в конце 2017 г. Это ускорение номинального роста имеет большое значение. Скорректированного с учетом инфляции дохода сталеплавильных заводов, застройщиков недвижимости и местных органов власти оказывается недостаточно, чтобы покрыть долги. Они погашают долг номинальной прибылью. Дефляция, влекущая за собой снижение номинальной прибыли, затрудняет погашение долга. Инфляция, означающая рост

доходов, облегчает возврат средств. Программа снижения долговой нагрузки замедлила темпы роста кредитования.

Если соединить эти два кусочка мозаики, становится ясно, что именно сочетание ускорения роста ВВП с замедлением темпов кредитования позволило взять под контроль коэффициент долговой нагрузки Китая. По данным Банка международных расчетов, с 2008 по 2016 г. отношение долга Китая к ВВП выросло со 142 до 250 %. В 2017 и 2018 гг. эти показатели сравнялись, завершив 2018 г. на уровне 254 %. Расчеты Глобального института McKinsey указывают на ту же тенденцию (с заметным замедлением темпов накопления долга). Не снижая долговую нагрузку, Китай прекратил наращивать леверидж, причем без ущерба для роста. На фоне пессимистичных ожиданий это было большим достижением.

В немецком баре, который очень нелепо смотрелся у подножия ярко подсвеченного небоскреба в форме кукурузного початка в недавно построенном центральном деловом районе Чжэнчжоу, было оживленно. Молодые специалисты из столицы провинции Хэнань потягивают ледяное пшеничное пиво и с легким недоумением слушают британско-российскую кавер-группу, довольно сносно исполняющую песню Angel — хит ямайской поп-звезды Шегги, написанный в начале века. Это и есть та самая причудливая и манящая культурная мешанина, которую породило внезапное появление Китая на мировой арене. Все участники этого действа — группа, посетители и персонал бара — кажется, не до конца осознают, зачем они здесь. Это также свидетельствует о том, насколько успешно Китай сумел выйти из ситуации, которую многие считали безнадежной.

В 2013 г. репортеры кабельного новостного канала CNN посетили новый центральный деловой район Чжэнчжоу, где здания пустовали, а агенты по продаже недвижимости из кожи вон лезли, чтобы заключить хоть какую-нибудь сделку. Программа CNN стала частью нарратива о городах-призраках, который сформировал глобальное представление о Китае и укрепил негативное восприятие инвесторов. Однако в 2017 г. этот район уже был до отказа забит людьми, включая подсвеченный кукурузный початок и немец-

кий бар. Градостроители работают над созданием еще одного нового района, чтобы удовлетворить избыточный спрос. «И где же теперь город-призрак?» — спрашивает г-н Чжао, менеджер одной из финансовых структур местного правительства, которая выделила средства на развитие нового района. «В 2013 г. я не мог поймать такси, потому что в округе их просто не было, — добавил он. — Теперь мне не удается этого сделать потому, что спрос на такси слишком велик».

В Bank of Zhengzhou — одном из крупнейших местных кредиторов — усилия правительства по снижению долговой нагрузки идут полным ходом. Теневой кредитный портфель сократился с 82 % роста в 2016 г. до 1 % сокращения в 2017 г. Объем средств, привлеченных с помощью продуктов по управлению капиталом, колебался от быстрого роста до умеренного сокращения. Если заглянуть в корпоративные балансы компаний, зарегистрированных на бирже в провинции Хэнань, то доля кредитов, выданных «компаниям-зомби», резко сократилась. Однако рост ВВП провинции стабильно держался на уровне 8 % в год.

Город-призрак, превратившийся в процветающий деловой центр, неуправляемая банковская система, которую удалось взять под контроль, внезапно ожившие «компании-зомби» — и все это на фоне устойчивого роста экономики. Еще в 2015 г. как для провинции Хэнань, так и для Китая в целом воплощение в жизнь принципа Златовласки[80] было непосильной задачей даже для «медведей». К концу 2017 г. этого удалось добиться — по крайней мере, на какое-то время. В провинции Хэнань сыграл роль еще один важный фактор: модернизация промышленной структуры. В 2010 г. тайваньский гигант электронной промышленности Hon Hai Precision Industry, привлеченный более низкой оплатой труда, развитым

[80] Принцип Златовласки (*англ*. Goldilocks and the Three Bears) назван так по аналогии с детской сказкой «Три медведя», в которой девочка по имени Златовласка пробует кашу из трех разных мисок и обнаруживает, что предпочитает кашу не слишком горячую и не слишком холодную, а самой оптимальной температуры. При реализации принципа Златовласки поддерживаются умеренный экономический рост и низкая инфляция, что позволяет проводить благоприятную для рынка денежно-кредитную политику. Рынок Златовласки возникает, когда цены на товары находятся между «медвежьим» и «бычьим» рынками.

транспортным сообщением и целым рядом государственных стимулов, перенес в провинцию Хэнань свой завод по сборке iPhone. Его примеру последовали и другие производители, открыв свои предприятия в том же промышленном парке. В 2016 г. Хэнань произвела 258 млн мобильных телефонов.

Это продвижение вверх по цепочке создания стоимости, вызвавшее экспортный бум, который повысил доходы населения провинции, стало важной частью волшебного преображения провинции Хэнань. На начальном этапе этим процессом руководил Ли Кэцян, который до 2004 г. был партийным секретарем провинции. Теперь, будучи премьер-министром в Пекине, он со своей командой задался вопросом, можно ли провернуть тот же трюк на национальном уровне.

9
Передача технологий и торговые пошлины

В 15 часов 16 октября 1964 г. Китай взорвал атомную бомбу, став членом элитного клуба ядерных держав наряду с Соединенными Штатами, СССР, Великобританией и Францией. Председатель Мао Цзэдун был доволен. «Это главное достижение китайского народа в его борьбе за повышение обороноспособности страны и противостоянии империалистической политике США, направленной на ядерный шантаж и угрозы», — говорилось в официальном заявлении. Достигнуть этого удалось с большим трудом. Шокированные тем, как США разрушили Хиросиму и Нагасаки во время Второй мировой войны, китайские лидеры ринулись развивать свой собственный ядерный потенциал: угроза взаимного уничтожения рассматривалась как единственная гарантия защиты от американского империализма.

Сначала они нашли партнера в лице Советского Союза. В 1949 г. Москва успешно испытала атомную бомбу и в духе коммунистического братства была готова поделиться своими технологиями. Это сотрудничество прекратилось в 1959 г. из-за общего ухудшения отношений вследствие того, что советский лидер Никита Хрущев осудил своего предшественника Иосифа Сталина и стал проводить политику мирного сосуществования с Западом. Международному сотрудничеству явно не способствовало беспечное отношение председателя Мао Цзэдуна к ядерной войне. «Давайте прикинем, сколько людей может погибнуть, если разразится война, — рассуждал с трибуны Мао Цзэдун. — В мире 2,7 млрд человек. Даже если погибнет половина человечества,

другая половина останется в живых, зато империализм будет стерт с лица земли, и весь мир станет социалистическим».

Для Хрущева даже приготовление идеального социалистического омлета не оправдывало разбивания стольких яиц. Когда передача технологий завершилась и советские консультанты вернулись домой, планы Китая по быстрому обретению статуса ядерной державы сорвались. «Давление, оказываемое советской стороной на Китай в вопросе ключевых для нас технологий, приводит в ярость», — писал в 1960 г. Не Жунчжэнь, руководитель ядерного проекта Мао Цзэдуна.

Однако прекращение сотрудничества с СССР не привело к сворачиванию проекта. «Возможно, — продолжал Не Жунчжэнь, — такое давление станет стимулом для развития нашей собственной науки и техники, чтобы мы с еще большей решимостью устремились к независимости». Опираясь на то, что они уже узнали от тысячи четырехсот советских консультантов, черпая новые сведения из американских и европейских научных публикаций и наблюдая за испытаниями оружия в других странах, Китай все же добился своего и стал ядерной державой, взорвав атомную бомбу мощностью 22 килотонны на полигоне возле озера Лобнор в пустынном районе Синьцзян на северо-западе страны. Следующим шагом стала разработка средства доставки. Всего через восемь месяцев после первого испытания цель была достигнута: ядерную бомбу сбросили с самолета. Год спустя Китай смог установить ядерные боеголовки на ракеты средней дальности.

Конечно, арсенал Китая не мог сравниться с советским или американским, но обретение им ядерного статуса стало переломным моментом в современной истории. Когда Китай стал ядерной державой, его примеру незамедлительно последовал юго-западный сосед и потенциальный претендент на роль азиатского гегемона — Индия. Вслед за Индией ядерным оружием обзавелся и Пакистан. Визит президента Ричарда Никсона в Китай в 1972 г. и последовавший за этим альянс с Соединенными Штатами против Советского Союза были бы невозможны, если бы Китай не достиг ядерного паритета с соперниками в холодной войне.

Обмен технологиями в сочетании с решимостью Китая изменили мир. И это может произойти снова.

Прошло еще полвека, и представитель четвертого поколения китайских лидеров Ху Цзиньтао, пришедший к власти в марте 2003 г., начал разработку политической программы. Он унаследовал экономику, имеющую все предпосылки для роста. Вступление в ВТО, закрытие тысяч государственных предприятий и очистка банковской системы от безнадежных кредитов — все эти бонусы достались ему от предшественника.

Однако этого было недостаточно. Объемы экспорта увеличились, но даже когда ежегодный рост зарубежных продаж превысил 40 %, вклад в это китайских фирм оставался незначительным. Высокотехнологичные материалы поступали из Японии, Кореи и Тайваня. Интеллектуальная собственность и бренды принадлежали американским и европейским транснациональным корпорациям, которые проводили все научные исследования и разработки в своей стране, оставляя Китай в неведении относительно того, как создаются новые продукты и технологии. Китайским компаниям и рабочим отводилась несущественная и низкооплачиваемая роль сборщиков деталей. Если Китай планировал продвинуться вверх по цепочке создания стоимости, что крайне важно для поддержания статуса страны с высоким уровнем дохода, нужно было срочно что-то менять.

Первая попытка решить эту проблему была предпринята в 2006 г. Это была броско названная «Национальная программа развития науки и технологий на средне- и долгосрочную перспективу». Ядром плана, привлекшего внимание иностранных правительств и транснациональных корпораций, была приверженность «национальным инновациям». Этот непрозрачный термин (дословно его можно перевести с китайского как «ориентированные на себя инновации») на самом деле означает нечто довольно простое: Китай хотел контролировать технологии, которые были необходимы для следующего этапа его развития. Первым этапом осуществления плана была реализация шестнадцати мегапроектов в таких областях, как производство микрочипов, широкополосная связь, альтернативная и ядерная энергетика, аэрокосмическая

отрасль и здравоохранение. Инвестиции в НИОКР планировалось увеличить до 2,5 % ВВП в 2020 г., по сравнению с 1,4 % в 2006 г. Учитывая размеры китайской экономики и ожидания дальнейшего стремительного роста, это обязательство вызвало широкий резонанс.

Также сразу бросается в глаза сходство подходов четвертого и первого поколений китайских лидеров. Западные страны, как правило, следуют модели внедрения инноваций снизу вверх, исключением являются лишь такие национальные приоритеты, как разработка ядерного оружия или высадка на Луну. Ученые сами выбирают направления исследований, а корпоративные лаборатории соревнуются за то, чтобы скорее найти теоретическим знаниям рыночное применение. Китай с его слабой научно-технической базой и острой необходимостью догнать мировых лидеров превратил исключение в правило. Государство стало определять направление научных, военных и корпоративных исследований, чтобы достигнуть конкретных целей к определенному сроку. Так было, когда Не Жунчжэнь возглавлял ядерный проект. Так будет и впредь, когда Ху Цзиньтао приведет в движение инновационный двигатель. К разработке Национальной программы развития науки и технологий на средне- и долгосрочную перспективу были привлечены пожилые исследователи, некоторые из них принимали участие в программах по созданию китайской атомной бомбы и баллистических ракет — сигнал преемственности.

Мировой экономический кризис активизировал промышленное планирование. Стимулирование экономики в размере 4 трлн юаней дало возможность профинансировать девять отраслевых программ: от сталелитейной и судостроительной промышленности до автомобилестроения и электроники. Программы, которые годами рассматривались, но так и не получили «зеленый свет» от Госсовета, теперь начали в срочном порядке реализовываться. Шестнадцать мегапроектов, которые изначально планировалось осуществить за пятнадцать лет с 2006 по 2020 г., было приказано завершить в кратчайшие сроки. В октябре 2010 г. администрация Ху Цзиньтао определила семь находящихся на этапе становления

стратегических отраслей (от природоохранных до информационных технологий и производства транспорта на новых источниках энергии), которые являются необходимыми для того, чтобы китайская экономика стала развитой.

Плановики промышленного развития оказались в неоднозначном положении. С одной стороны, их программы теперь финансировались и работали, а с другой — отдаленная цель повышения эффективности и освоения передовых технологий сталкивалась с насущной сиюминутной необходимостью активизировать инвестиции, чтобы сохранить рост на уровне не менее 8 % на фоне глобального спада. В конечном счете волна финансирования и поддержка на высшем уровне пошли на пользу плановикам, приведя в действие долгосрочную программу, в рамках которой они имели свободу действий, а высшее руководство Китая было заинтересовано в успехе. В начале 2000-х гг., пока государственный сектор реформировался в соответствии с заветом Чжу Жунцзи: «Ухватившись за большое, отпусти малое», частный сектор развивался, а рынок играл более активную роль в распределении ресурсов. Теперь вектор сменился на противоположный: «Государство наступает, частный сектор отступает» — таков был дух времени.

Вступив в должность председателя КНР в 2013 г., Си Цзиньпин унаследовал экономику, которая вновь начала склоняться к плановому производству и расширению роли государства в сокращении технологического отставания Китая. Придя к власти, он еще больше продвинулся в этом направлении. Местом, где все это сошлось воедино, стал опубликованный в мае 2015 г. план долгосрочного промышленного развития под названием «Сделано в Китае — 2025», в основе которого лежит идея о том, что производственный сектор переживает четвертый переворот. Первый произошел в XVIII в. после изобретения парового двигателя, второй — в XIX в., когда стало повсеместно применяться электричество, триггером третьего стало изобретение компьютеров в XX в. Четвертый переворот будет сочетать использование промышленных роботов, искусственный интеллект, большие данные и облачные вычисления, что приведет к созданию производственного сектора, в котором

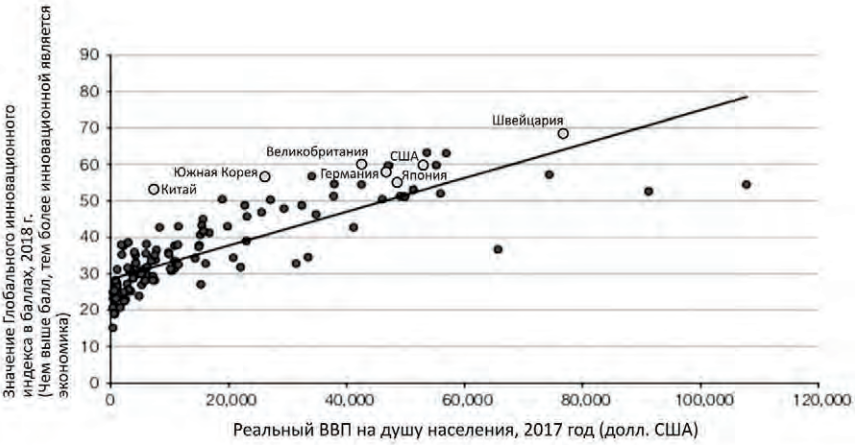

Рис. 9.1. Балл инноваций и ВВП на душу населения. Составлено автором на основе данных Всемирного банка, Корнельского университета, INSEAD и Всемирной организации интеллектуальной собственности

автоматизация и эффективность будут дополняться индивидуальным подходом и чутким реагированием на изменение рыночной ситуации.

Основное внимание уделялось десяти секторам: информационные технологии, робототехника, аэрокосмическая промышленность, морское оборудование и суда, поезда, производство транспорта на новых источниках энергии, энергетика, сельское хозяйство, новые материалы, фармацевтика и медицинские инструменты. В ряде случаев целью была разработка конечных продуктов, таких как самолеты или корабли. Однако более важными были технологии, которые могли бы лечь в основу передового производства во всех секторах экономики, такие как искусственный интеллект и промышленная робототехника. Как и в случае с пионерами атомной энергетики, которые учились у советников из СССР, целью было не изобретение заново зарубежных технологий, а их обратный инжиниринг и копирование.

Что изменилось по сравнению с предыдущими планами, так это размах амбиций. Если в плане 2010 г. инновации рассматривались как самоцель, то в плане 2015 г. они рассматриваются

как способ реформирования всей производственной системы. В основном докладе «Сделано в Китае — 2025» цели были сформулированы несколько расплывчато. В сопроводительных документах правительство определило их более конкретно. Относительно секторов, упомянутых в плане, Китай хотел, чтобы к 2020 г. национальные компании производили 40 % ключевых компонентов. К 2025 г. доля отечественного производства должна была достигнуть 70 %.

Чтобы добиться этого, китайские плановики промышленного производства использовали внушительный арсенал политических инструментов и естественных преимуществ. Их можно разделить на три группы.

Политические активисты. У Китая был план промышленного развития и решимость его реализовать. Стратегию развития определяла Ведущая малая группа по созданию передовой обрабатывающей промышленности, которую возглавлял «царь экономики» Лю Хе. Реализацией занималось Министерство промышленности и информационных технологий. Власти провинций разработали свои собственные версии плана. Государственные предприятия нацелились на приобретение необходимых технологий у иностранных фирм, получая при этом финансирование от государственных банков. Координация между этими группами была далеко не идеальной. Случались проблемы, накладки, ошибки и бюрократические войны. Но ни в одной другой крупной стране мира правительство не размышляло так долго и основательно о технологическом развитии и не предпринимало столь далеко идущих мер для достижения своих целей.

Огромные финансовые ресурсы. В 2017 г. Китай выделил на научные исследования и разработки 444 млрд долларов, больше на НИОКР потратили только Соединенные Штаты — 483 млрд долларов. А расходы на эти цели всего Европейского союза составили 366 млрд долларов. Помимо расходов на НИОКР, Китай выделил миллиарды на покупку иностранных технологий. Одним из самых ценных приобретений стала покупка немецкой робототехнической компании Kuka производителем бытовой техники Midea

за 4 млрд долларов. Параллельно с ростом покупательной способности постоянно увеличивается предложение научных кадров. В 2017 г. в Китае насчитывалось более 2 млн аспирантов, и еще 600 000 человек обучались за рубежом.

Огромный внутренний рынок. Чтобы воспользоваться преимуществами дешевой, интегрированной цепочки поставок или получить доступ к рынку в 1,3 млрд потребителей, транснациональным корпорациям необходимо присутствие в Китае. Китайские политики умело используют это в своих интересах, создавая совместные предприятия с иностранными компаниями или позволяют им выйти на рынок в обмен на передачу ценных технологий. Динамика конкуренции между транснациональными корпорациями, работающими в одном секторе, и между иностранными правительствами, пытающимися продвигать своих «национальных чемпионов», приводит к тому, что условия, выдвинутые Китаем, как правило, принимаются.

Местные органы власти тоже включились в работу. Через год после публикации «Сделано в Китае — 2025» по меньшей мере семьдесят провинций, городов и уездов представили собственные планы развития. Если рассматривать только робототехнику, то здесь наблюдается шквал местных инициатив, поскольку чиновники стремятся продемонстрировать готовность действовать в соответствии с национальным приоритетами и занять свою нишу в индустрии будущего. В провинции Гуандун, производственном центре Китая, столица Гуанчжоу предложила 20 % субсидию компаниям, покупающим роботов местного производства. Дунгуань, довольно мрачный, застроенный фабричными городами округ, мигрантское население которого сделало его название синонимом проституции[81], пообещал фирмам, инвестирующим в автоматизацию производства, 200 млн юаней поддержки и дешевые кредиты. Не желая отставать, провинция Чжэцзян предложила потенциальным инвесторам 280 млн юаней субсидий. Сорокатысячный город Ганьяо, чье название означает «производящий печи», решил перепрофилироваться

[81] В китайском языке фраза «поехать в Дунгуань» на сленге означает посещение проститутки. — *Примеч. авт*.

в центр передового производства, поставив перед собой цель привлечь к 2023 г. тридцать робототехнических фирм. «Это было похоже на создание чего-то из ничего», — заметил местный партийный секретарь[96].

Существуют вполне обоснованные сомнения относительно ценности исходных данных как индикатора качества результатов научно-технической деятельности. Финансирование НИОКР может быть потрачено впустую или незаконно присвоено. Аспиранты могут часами сидеть в библиотеке вместо того, чтобы приносить реальную пользу в лаборатории. Тем не менее и с точки зрения результатов Китай тоже демонстрирует устойчивый прогресс.

Стало больше изобретений. Число триадических патентов (патентов, признанных достаточно ценными для регистрации в США, Европе и Японии) китайских изобретателей выросло с 87 в 2000 г. до 3890 в 2016 г. Это, конечно, гораздо меньшее, чем в США (14 220 патентов), но ускорение впечатляет. Анализ выдачи патентов по отраслям показывает, что наибольший прогресс был достигнут именно в тех секторах, которые были названы приоритетными в плане «Сделано в Китае — 2025».

Появились более инновационные предприятия. В 2008 г. китайской компанией с самой большой рыночной капитализацией был государственный энергетический гигант Petrochina, специализирующийся на необходимом, но довольно заурядном бизнесе по перекачке нефти. В 2018 г. лидером стала компания Tencent (основанная предпринимателем из сферы информационных технологий Пони Ма), которая могла похвастаться суперприложением[82] WeChat, функции которого включали обмен сообщениями, социальную сеть и платежи, а также возможность инвестирования во все: от инновационной биомедицинской компании iCarbonX до поглотившего Uber агрегатора такси и каршеринга Didi Chuxing.

[82] Суперприложение (*англ.* superapp) — это приложение с расширенным набором функций, удерживающее пользователя в рамках одной экосистемы сервисов определенной компании. Чаще всего это финансовые сервисы, лайфстайл, доставка товаров, бытовые услуги.

Глобальные рейтинги выросли. Глобальный инновационный индекс — это проведенный Корнельским университетом, международной бизнес-школой INSEAD и Всемирным банком сопоставительный анализ инновационных систем всех стран мира и их рейтинг по уровню развития инноваций. В 2010 г. Китай занимал в этом рейтинге сорок третье место, а в 2019 г. уже поднялся на четырнадцатое — самое высокое место среди стран со средним уровнем дохода и даже на один балл обогнал Японию. Как показывает рис. 9.1, относительно своего уровня дохода Китай уже является инновационной экономикой.

Рабочие — это затраты, а машины — активы: кто выиграет, а кто проиграет от реализации плана «Сделано в Китае — 2025»

Что произойдет, если Китай реализует свои амбиции к 2025 г.? Для Китая занятие командных высот в промышленности станет новой движущей силой роста. Китайские компании смогут претендовать на большую долю внутреннего рынка, расширить экспорт и пополнить бюджет за счет НДС от реализации новой готовой продукции, вытесняя импортные компоненты из Японии, Кореи и Тайваня. Мировой спрос на продукцию, производство которой предусматривает план «Сделано в Китае — 2025», измеряется триллионами долларов. Претендуя на все большую долю этого рынка, Китай сможет ускорить темпы экономического роста до 5 % в год к 2025 г. и в последующий период. Если предположить, что номинальный рост составит 8 %, а экономика США сохранит темпы роста на уровне 4 % в год, то к концу десятилетия Китай обгонит США и станет крупнейшей экономики мира.

Переход от тяжелой промышленности к передовому производству и развитию сферы услуг поможет решить структурные проблемы Китая. В частности, более инновационная экономика будет меньше зависеть от долгов. Уровни капиталоемкости секторов экономики, фигурирующих в плане «Сделано в Китае — 2025», не одинаковы. Строительство кораблей и самолетов гораздо более капиталоемко, чем разработка новых лекарств. Однако в целом

отрасли китайской промышленности будущего менее капиталоемки, чем отрасли прошлого. Следовательно, снижается потребность в заемных средствах. Если план «Сделано в Китае — 2025» удастся успешно реализовать, корпорации будут меньше зависеть от заемных средств, что упростит делеверидж.

Более инновационная экономика станет более экологичной. Передовое производство и фирмы по оказанию услуг гораздо менее энергоемки, чем традиционная промышленность. Для поддержания роста посредством развития инфраструктуры требуется много стали, что означает сжигание большого количества угля. При поддержании экономического роста за счет получения доходов от интеллектуальной собственности на новые фармацевтические препараты уголь не сжигается вообще. Если план «Сделано в Китае — 2025» удастся успешно реализовать, Китай сможет сохранить быстрые темпы экономического роста и добиться умеренного улучшения качества воздуха и других показателей экологической устойчивости.

Инновации компенсируют негативные последствия сокращения рабочей силы. Производительность труда в расчете на одного работника в передовых отраслях заметно выше, чем в традиционных. В 2017 г. в компании Petrochina работал 812 861 человек и было получено 313 млрд юаней прибыли — около 385 000 юаней на одного работника. В компании Tencent работало 38 775 человек, а ее годовой доход составил 96 млрд юаней. Получается, что инвестиционная холдинговая компания Tencent, где выработка на одного сотрудника составляет более 2 млн юаней в год, в пять раз более продуктивна, чем Petrochina. По мере сокращения численности трудоспособного населения Китая технологии, повышающие производительность труда, будут играть все более важную роль.

Для Китая в целом выгоды будут значительными. Однако среди отдельных категорий трудящихся будут как победители, так и проигравшие. Для компании Han Ma Electronic Technology, производящей экраны для смартфонов в округе Дунгуань,

роботы — это будущее. «Расходы на заработную плату растут, — объясняет г-н Гао, финансовый директор. — Поэтому мы переехали из Шэньчжэня в Дунгуань и потратили 8 млн юаней на автоматизацию производства». По состоянию на 2017 г. в компании работало всего 130 человек, тогда как в 2014 г. их было 250. Сокращение штата может быть не очень хорошей новостью для рабочих, но с точки зрения менеджера преимущества очевидны. «Рабочие — это затраты, — говорит Гао. — А машины — активы». По мнению экономистов, автоматизация в первую очередь затронет наиболее рутинизированные сферы деятельности. Чем проще разбить трудовой процесс на рутинные и четко поставленные задачи, тем легче его автоматизировать. В Китае, где сотни миллионов работников со средним уровнем квалификации заняты на производственных линиях, подверженность рутинизации высока. Ни один из секторов, которые планируется развивать ускоренными темпами в рамках плана «Сделано в Китае — 2025», не является трудоемким, их производственные процессы характеризуются высокой степенью автоматизации. Два сектора — робототехника и искусственный интеллект — явно направлены на замену ручного труда машинным.

Роботы так активно вторгаются в нашу жизнь, что невольно задумываешься о том, не пора ли готовить Арнольда Шварценеггера к финальной перезагрузке франшизы «*Терминатор*». Это также вызывает опасения по поводу резкого обострения социального неравенства. Опыт западных обществ показывает, что развитие технологий сопровождается увеличением разрыва между богатыми и бедными, что часто имеет тяжелые последствия для социальной гармонии и политического порядка. Автоматизация вытесняет людей с их рабочих мест. Переход от организованного труда к случайной занятости, предоставляемой такими платформами, как Uber (или его китайский конкурент Didi), лишает работников возможности отстаивать свои интересы при приеме на работу. Экономия за счет укрупнения и сетевого эффекта приводит к тому, что выгоду от технического прогресса получают лишь несколько мегакорпораций. Компании Amazon в США и Alibaba в Китае преуспевают, а их более мелкие конкуренты — нет.

В совокупности с глобализацией, которая еще больше подрывает переговорный потенциал трудящихся, эти силы в развитых странах способствовали снижению доли труда в национальном доходе и росту неравенства. В США за пятнадцать лет с момента вступления Китая в ВТО в 2001 г. и по 2016 г. реальный доход 40 % лиц, получающих минимальную заработную плату, оставался неизменным, а у 20 % населения со средним уровнем заработка он увеличился лишь незначительно. Почти весь прирост пришелся на верхнюю прослойку населения, составляющую всего несколько процентов от общей массы, причем у 5 % самых богатых доходы выросли сразу на 10 %. Доля труда в национальном доходе снизилась с 65 % в 2001 г. до 60 %в 2014 г.

В Китае этого пока не произошло. Рост заработной платы остается стабильно высоким. Быстрее всего растут зарплаты работников с низкой и средней квалификацией, наиболее подверженных риску вытеснения технологиями. Так происходит потому, что для китайского класса синих воротничков выгоды от глобализации пока перевешивают издержки от автоматизации. Американские промышленные рабочие были заменены не только роботами, но и более дешевыми китайскими рабочими. В то время как американские рабочие терпели убытки от глобализации, китайские рабочие пользовались ее преимуществами. Однако такое положение дел не будет сохраняться вечно или долго.

Уже есть признаки того, что китайская армия роботов стремительно продвигается вперед, бездушно замещая человеческий труд, причем в больших масштабах, чем на Han Ma Electronic г-на Гао. Терри Го, Председатель совета директоров Hon Hai Precision Industry (гигантского производителя электроники, который собирает айфоны для Apple), в 2011 г. заявил, что компания планирует задействовать на производстве миллион роботов в течение трех лет. В последующие годы численность персонала компании сократилась с максимума в 1,3 млн человек в 2012 г. до 987 000 человек в 2017 г. — т. е. на 24 %. Учитывая, что рост прибыли за тот же период составил 20 %, все свидетельствовало о том, что ручной труд уступает место более ловким механическим манипуляторам. Компания JD.com, соперничающая

с Alibaba за звание лидера электронной коммерции в Китае, движется в сторону автоматизации своих складов. В одной из лабораторий компании робот может сортировать три тысячи шестьсот предметов в час, что в четыре раза больше, чем делает человек[97].

Неравенство — это не только моральная и социальная проблема, но и экологическая. Экономисты, начиная с Джона Мейнарда Кейнса, признавали, что концентрация богатства в руках небольшой группы населения подрывает покупательную способность, которая поддерживает полную занятость в экономике. «До тех пор, пока миллионеры находят удовлетворение в строительстве громадных особняков для содержания своих тел при жизни и пирамид для их хранения после смерти, — писал Кейнс, — день, когда изобилие капитала будет мешать изобилию производства, не настанет»[98]. Проще говоря, богатые люди тратят меньшую долю своего дохода, чем сберегают. Следовательно, если предположить, что расходы на особняки или пирамиды не будут возмещены, то чем большая доля национального дохода достанется богатым, тем ниже будет уровень потребления и слабее рост.

Китайское общество уже является одним из самых неравноправных в мире. В 2015 г. коэффициент Джини[83] составил 0,5 процентных пунктов, что ставит Китай в один ряд с крайне неравноправными странами Африки и Латинской Америки. Конечно, китайские нувориши не только сберегают средства, но и тратят их. Так, например, группа LVMH — владелец горячо любимого новоиспеченными миллионерами бренда Louis Vuitton — увеличила свои продажи в Азии без учета Японии с 3,3 млрд долларов в 2006 г. до 16 млрд долларов в 2018 г. А среднемесячные продажи компании Mercedes в Китае возросли в четыре раза с 2011 по 2018 г. Однако проблема заключается в том, что даже если на всех вещах богачей будет красоваться монограмма LV, а на всех перекрестках делового района Пекина будут в два ряда

[83] Коэффициент Джини (или индекс справедливости) — показатель, отражающий степень неравенства в распределении доходов внутри различных групп населения. Значения варьируются от 0 (в случае абсолютного равенства) до 1 (в случае абсолютного неравенства).

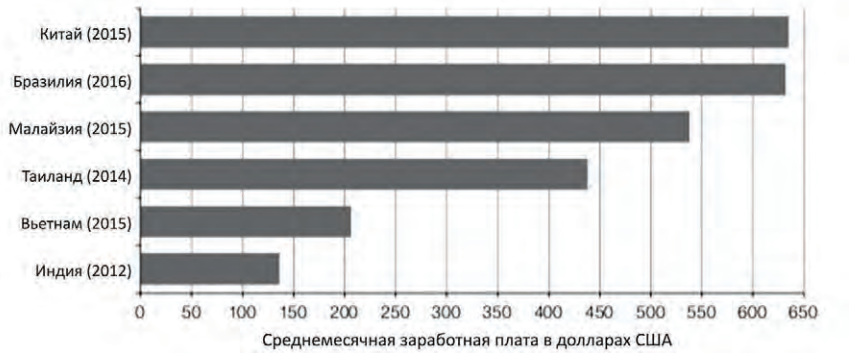

Рис. 9.2. Заработная плата в Китае и других странах с формирующейся рыночной экономикой. Составлено автором на основе данных Уханьского университета

припаркованы роскошные внедорожники, этих трат все равно будет недостаточно, чтобы снизить норму сбережений.

Риск, связанный с программой «Сделано в Китае — 2025», заключается в том, что даже если технологические достижения продолжат расширять предложение, сокращая совокупный доход среднестатистических домохозяйств и способствуя дальнейшему обогащению наиболее обеспеченных домохозяйств, те же самые технологические достижения приведут к снижению спроса. В результате доля Китая в мировом ВВП увеличится с 16 % в 2018 г. до прогнозируемых 20 % в 2025 г., что повлечет за собой еще больший дисбаланс и нестабильность. В условиях, когда потребления недостаточно для поддержания работы экономического двигателя, Китаю для поддержания прежних темпов роста придется продолжать полагаться на инвестиционные проекты, финансируемые за счет займов внутри страны, и на экспорт за рубеж, стимулирующий протекционизм. Торговые партнеры потеряют рабочие места, и на этот раз их займут не китайские рабочие, а китайские роботы.

Таким образом, для остального мира программа «Сделано в Китае — 2025» влечет за собой три взаимосвязанных риска. Самый очевидный риск, касающийся стран с развитой экономикой,

заключается в том, что Китай «съест их обед». Чем большую долю рынка в сфере производства транспорта на новых источниках энергии, промышленных роботов и аккумуляторов будут завоевывать китайские компании, тем большие убытки понесут иностранные компании.

Анализ экспорта продукции из плана «Сделано в Китае — 2025» по странам показывает, какие из них окажутся в наиболее уязвимом положении, и это Германия, Южная Корея и Тайвань. Немецкие автомобили, южнокорейская электроника, автомобили и судоходство, а также тайваньские полупроводники — все они сталкиваются с новой конкурентной угрозой. Как ни странно, особенно учитывая с каким пылом президент Дональд Трамп вступил в бой с промышленными амбициями Китая, Соединенные Штаты в этой ситуации пострадают меньше всех, по крайней мере, с точки зрения доли на рынке экспорта, что является следствием низкой доли экспорта в ВВП и относительно ограниченного присутствия в передовом производстве.

Проблема для таких стран, как Филиппины, Вьетнам и Бангладеш, которые стремятся не отставать от Китая по темпам развития, заключается в том, что внедрение передовых автоматизированных производственных процессов позволит Китаю сохранить свое преимущество низких производственных затрат. Как показано на *рис. 9.2*, годы быстрого роста заработной платы означают, что китайскую рабочую силу уже нельзя назвать дешевой. В Гуандуне в 2016 г. среднестатистический фабричный рабочий мог рассчитывать на заработок в размере 800 долларов в месяц, тогда как на фабрике в Бангладеш рабочие получали не более 147 долларов. Уже сейчас происходит перенос производства с низкой добавленной стоимостью из Китая в районы с низкими издержками. Этот процесс не является неизбежным. В прошлом фирмы, стремящиеся сократить все возрастающие на побережье издержки, могли покинуть Китай или попробовать найти более дешевую рабочую силу внутри страны. Теперь у них есть третий вариант: последовать примеру г-на Гао из Han Ma или

г-на Гоу из Hon Hai, вложив средства в автоматизацию, позволяющую экономить на рабочей силе.

Технологические достижения Китая не положат конец перемещению трудоемких производств в Юго-Восточную Азию, но они могут значительно сократить его масштабы.

Наконец, если рост автоматизации увеличит производственные мощности за счет большего социального неравенства, то Китай, где наблюдается явный перекос в сторону сбережений и экспорта и недостаток расходов и импорта, будет тормозить спрос и дестабилизировать ситуацию во всем мире. Измеряемое как доля ВВП, активное сальдо торгового баланса Китая не вернется к столь же высоким показателям как до мирового экономического кризиса, но легко можно представить себе ситуацию, когда оно достигнет плато, а затем немного повысится. Учитывая возросший вес Китая в мировой экономике, положительное сальдо торгового баланса в размере 2 % ВВП в 2025 г. вызовет больший отток спроса от остального мира, чем 10%-е положительное сальдо в 2007 г.

Дональд Трамп и новая холодная война Китая

По мнению его самых ярых недоброжелателей, Дональд Трамп имеет очевидное сходство со своим опальным предшественником Ричардом Никсоном. Завуалированная апелляция Трампа к недовольству белых избирателей из рабочего класса — это отголосок «южной стратегии»[84] Никсона, которая опиралась на бурлящее негодование по поводу отказа от сегрегации. Пренебрегая юридическими тонкостями, Трамп, по словам критиков, повторяет те же ошибки, которые привели к импичменту Никсона. Однако сходство между двумя политиками заканчивается, когда дело доходит до Китая. Никсон выступал за сближение с Китаем, а Трамп, напротив, угрожал разорвать с ним все отношения.

Никсон назвал свою поездку в Китай в 1972 г. «неделей, которая изменила мир». И это не преувеличение. Встреча Никсона

[84] Южная стратегия — избирательная стратегия Республиканской партии, целью которой было завоевание политической поддержки белых избирателей с Юга посредством оправдания расизма в отношении афроамериканцев.

с председателем Мао Цзэдуном положила конец более чем двум десятилетиям вражды между двумя странами и восстановила нормальные дипломатические отношения. Мао Цзэдун умер в 1976 г. В 1978 г., когда Дэн Сяопин начал проводить политику реформ и открытости, дружественные отношения с США сыграли в этом ключевую роль. Путь для китайских товаров на мировые рынки был открыт, как и дверь в Китай для западного капитала, технологий и опыта. Без визита Никсона политика реформ и открытости проводилась бы куда менее последовательно.

16 июня 2015 г. Трамп объявил о том, что собирается баллотироваться на пост президента США. Спустившись на лифте в вестибюль небоскреба Трамп-тауэр в Нью-Йорке, магнат недвижимости выступил с 45-минутной речь перед собравшейся толпой журналистов и сторонников. Его высказывание о том, что мексиканские мигранты являются «насильниками», попало в заголовки всех газет. Помимо обещаний построить «большую стену на южной границе», отменить программу обязательного медицинского страхования Obamacare[85], которую он назвал «большой ложью», и отчета бухгалтера о его чистом капитале, также прозвучало обещание быть жестким по отношению к Китаю. «У нашей страны серьезные проблемы, мы больше не одерживаем побед, — сказал Трамп. — Когда в последний раз мы побеждали, скажем, Китай в торговой сделке?» Трамп был убежден, что сможет преломить эту ситуацию. «Я всегда побеждаю Китай, — заявил он. — Всегда». В том, что кандидаты жестко высказываются о Китае в ходе предвыборной кампании, нет ничего удивительного. В 1992 г. Билл Клинтон яростно критиковал «пекинских мясников». Джордж Буш-младший открыто называл Китай «конкурентом», а не «стратегическим партнером». Стремясь заручиться поддержкой профсоюзов, Барак Обама заявил, что положительное сальдо торгового баланса Китая является прямым следствием его манипу-

[85] Закон о доступной медицине и защите пациентов — Patient Protection and Affordable Care Act (неофициально Obamacare) регулирует процесс приобретения страховых полисов гражданами США и предусматривает ряд мер, которые призваны сократить расходы бюджетной части на здравоохранение.

ляций с национальной валютой. Однако оказавшись в Овальном кабинете за столом «Резолют»[86], сменяющие друг друга президенты неизменно отказывались от жесткой линии в отношении Пекина. Клинтон приветствовал вступление Китая в ВТО. Буш нуждался в поддержке Китая в войне с терроризмом. Обама, занятый преодолением последствий мирового экономического кризиса, так и не осуществил свою угрозу призвать Китай к ответу за его намеренное занижение курса юаня.

На этот раз казалось, что все может сложиться иначе. Возможно, это было связано с негативным воздействием экономического роста Китая на основных сторонников Трампа — синих воротничков из американского «ржавого пояса». Или обусловлено тем, что американский бизнес, до сих пор выступавший за более тесные связи между США и Китаем, теперь стал относиться к этим отношениям с неприязнью: его раздражала принудительная передача технологий и неравные условия игры, отвечающие интересам китайской стороны. Либо причиной могло быть то, что Китай переоценил свои возможности, и громкое заявление Си Цзиньпина о намерении отстаивать глобальные интересы Китая (отход от доктрины Дэн Сяопина «скрывать свои силы, держаться в тени») было преждевременным. Дело могло было быть и в давней антипатии Трампа к Китаю. «Вы, ублюдки, — сказал он в своей речи в 2011 г. — Мы повысим пошлины на ваши товары до 25 %». Какова бы ни была причина, для Трампа нападки на Китай были не просто тезисами предвыборной кампании.

Об этом свидетельствовали сделанные им назначения. На должность торгового представителя США он назначил Роберта Лайтхайзера — ветерана администрации Рональда Рейгана и давнего противника вступления Китая в ВТО. Экономическим советником стал Питер Наварро, профессор Калифорнийского университета в Ирвайне и автор книги «*Смерть Китая*». Серым кардиналом Белого дома и архитектором победы Трампа на выборах был Стив Бэннон, который считал угрозу со стороны

[86] *Англ*. resolute — решительный.

Китая аналогичной той, которую представлял гипернационалистический подъем нацистской Германии в 1930-х гг. «Китай — это самое главное, — сказал он. — Если не разберемся с Китаем, не сможем разобраться ни с чем»[99].

Политика Трампа в отношении Китая довольно быстро стала очевидной из его действий. В январе 2018 г. были введены пошлины на солнечные батареи и стиральные машины — предупредительный выстрел. В марте к этому добавились пошлины на импорт алюминия и стали, направленные на блокирование усилий Китая по экспорту избыточных мощностей. В апреле были введены санкции против китайской компании ZTE, производящей телекоммуникационное оборудование. Запрет на покупку компонентов ZTE у американских фирм грозил компании разорением. Но это была только перестрелка, в июле в бой вступила тяжелая артиллерия. Пошлины на ввоз китайских товаров на сумму 50 млрд долларов вызвали немедленный ответный удар. В сентябре тарифы на импорт повысились до 200 млрд долларов. Декабрьская встреча Си Цзиньпина и Дональда Трампа на G20 в Буэнос-Айресе привела к временному перемирию. В мае 2019 г. перемирие было нарушено, и вновь раздались залпы артиллерийских орудий. Пошлины на импорт снова повысились, телекоммуникационный гигант Huawei (гораздо более крупная рыба, чем ZTE) столкнулся с санкциями, а Трамп пригрозил, что это только начало.

Китай уже долгое время обвиняет Соединенные Штаты в раздувании холодной войны, цель которой — помешать его развитию. Однако пока сменявшие друг друга президенты придерживали для Китая открытой дверь в глобальную экономику, эти обвинения звучали неубедительно. При Трампе они впервые стали звучать правдоподобно.

Пошлины, введенные до мая 2019 г., уже внесли существенные коррективы в темпы экономического развития Китая. Экспортные пошлины в размере 25 % на сумму 250 млрд долларов угрожали сократить ВВП за 2019 г. на 1 %, и это беспокоило политиков больше, чем политический курс. Трамп предупредил, что пошлины могут быть наложены на все экспортируемые Китаем в США товары на сумму

505 млрд долларов. Тарифы такого уровня привели бы к снижению роста на 1,5 %, в результате чего объем ВВП Китая за 2019 г. опустился бы с 6,2 % до катастрофически низкого уровня в 4,7 %.

Снижение экспорта станет прямым ударом по спросу, даже при том что его частично примут на себя Япония, Корея, Тайвань и другие поставщики компонентов, из которых собирается электроника в китайских цехах. В условиях сокращения объема экспорта будет меньше стимулов для расширения производственных мощностей, а значит, снизится приток инвестиций. Более высокие цены на импортные товары (результат ответных пошлин на импорт из США) снижают покупательную способность домохозяйств. По мере того как аналогичная ситуация будет складываться в Соединенных Штатах, там тоже замедлятся темпы роста и сократится спрос, что вновь ударит по китайскому экспорту. В условиях обвала фондовых рынков снижается уверенность бизнеса и домашних хозяйств, что еще больше осложняет положение.

Новые барьеры, возведенные Трампом на пути передачи технологий, представляют собой серьезный риск для долгосрочного развития Китая. Со времен первого ядерного испытания в 1964 г. Китай полагался на зарубежные технологии для ускорения собственного развития. Решение Хрущева отозвать из Китая советских консультантов практически остановило развитие страны. Санкции, наложенные на ZTE и Huawei в период президентства Трампа, продемонстрировали, что Китай по-прежнему уязвим. Эти две компании, возможно, и не были самыми передовыми с точки зрения технологических достижений, но как производители телекоммуникационного оборудования, отвоевавшие свою долю мирового рынка у американских и европейских конкурентов, они были не так уж далеки от этого. Санкции США, если бы они были введены в полном объеме, привели бы ZTE к банкротству, а компания Huawei оказалась бы в крайне затруднительном положении. В Китае попросту не было мощностей для производства продвинутых американских полупроводников, которые были необходимы для выпуска продукции этих компаний. Угроза санкций стала напоминанием о том, что, несмотря на впечатляющий прогресс и заоблачные амбиции, Китай не готов сражаться в одиночку.

Конечно, Соединенным Штатам тоже придется заплатить за то, что они захлопнули перед Китаем дверь. Убытки понесут американские компании, продающие высокотехнологичную продукцию в Китай, например, производитель чипов Qualcomm, клиентом которого была компания ZTE. Американские фирмы, продукция которых производится в Китае, такие как Apple, будут вынуждены искать альтернативу недостающим звеньям в своей цепочке поставок. Американские университеты, привыкшие полагаться на доходы от китайских студентов (в 2018 г. в США обучалось 340 000 китайских студентов) потеряют значительную долю прибыли. Возможно, именно поэтому Соединенные Штаты все же колеблются относительно того, вводить ли всеобъемлющие пошлины. В то же время поскольку США теперь рассматривают отношения с Китаем сквозь призму геополитического соперничества, а технологии являются одним из главных полей битвы, многие опасаются того, что между двумя величайшими державами мира будет опущен экономический железный занавес[100].

Другие страны двигались в том же направлении. В Великобритании сменявшие друг друга правительства оправдывали спокойное отношение к китайским инвестициям традицией открытости. Компания Huawei предоставила трубы для части британских телекоммуникационных сетей. Государственное предприятие China General Nuclear Power получило зеленый свет для инвестиций в атомную электростанцию. Но в 2018 г. Великобритания поддержала США, введя санкции против компании ZTE, назвав ее угрозой национальной безопасности, и даже приняла решение удалить оборудование Huawei из своих телекоммуникационных сетей. Австралия, Канада и Новая Зеландия, которые вместе с США и Великобританией составляют разведывательный альянс «Пять глаз»[87], стали придерживаться аналогичной политики в отношении Китая.

[87] Пять глаз (*англ*. Five Eyes, FVEY) — разведывательный альянс, в который входят Австралия, Канада, Новая Зеландия, Великобритания и США, которые являются участниками многостороннего соглашения UKUSA — договора о совместном сотрудничестве в области радиоэлектронной разведки.

Впрочем, вполне возможно, что у китайских промышленных плановиков нет поводов для серьезного беспокойства. Отношения между Китаем и другими крупными державами напоминают охоту на оленя из теории игр. Гончие — США, Япония, Германия и другие крупные экономики могут поймать оленя (Китай), но только если будут действовать единым фронтом. Однако зарубежные страны и корпорации легко отвлекаются от общей цели, преследуя личные выгоды, которые сулит Китай. В результате чего их альянс разрушается, и победу одерживает Китай. Урок последних нескольких десятилетий заключается в том, что Китай — очень ловкий олень, а другие крупные экономики — до смешного неуклюжие гончие. Немецкая автомобильная компания не хочет делиться своими технологиями с китайским партнером по совместному предприятию? Нет проблем, посмотрим, захочет ли японская автомобильная компания расширить свое присутствие на рынке в обмен на информацию о своих исследованиях и разработках. Президент Франции хочет обсудить проблему соблюдения прав человека в Китае? Ну что же, в ходе следующего визита в Европу китайский лидер вместо Парижа посетит Берлин и Лондон и озвучит свои деловые предложения там.

Суть в том, что Китай при всех его недостатках может, если возникает такая необходимость, упорно двигаться к намеченной цели. Доступ на рынок, крупные заказы от китайских фирм, одобрение регулирующих органов и приглашение генеральных директоров компаний на встречу с премьер-министром — все это может стать возможным или недостижимым в зависимости от цели. На Западе все не так. Конкуренция между странами означает, что США, Японии, Корее, Германии и другим крупным экономикам трудно координировать свои действия. Корпорации ведут жестокую конкурентную борьбу, что еще больше затрудняет достижение желаемого результата.

«Маловероятно, что Дональд станет для Китая Никсоном», — сказал Роджер Айлз, основатель Fox News и советник президента (до самой своей смерти в 2017 г.), имея в виду, что Трамп не обладает таким же трансформирующим глобальным

видением, как его предшественник[101]. Может и так, но разрушительное видение может быть не менее мощным. Когда в конце эпохи Мао Цзэдуна Китай имел все предпосылки для роста, визит Никсона пришелся как нельзя кстати. Теперь, когда в середине эпохи Си Цзиньпина[88] Китай пытается выбраться из долговой ямы, негативное отношение Трампа к его экономическому росту крайне несвоевременно.

[88] До 2018 г. Председателя КНР избирали на 5 лет не более 2 сроков подряд. В 2018 г. в Конституцию была внесена поправка, разрешившая оставаться на посту неограниченно, т. е. пожизненно.

10
На этот раз все будет иначе?

«Существует определенная схема протекания кризиса», — пишет Лю Хэ, главный экономический советник Си Цзиньпина. На первый взгляд может «показаться, что кризис <...> полон неожиданностей, вызванных маловероятными событиями и стечением обстоятельств… <...> …но на самом деле это не так». Вместе с командой, состоящей из представителей Народного банка Китая, Китайской комиссии по банковскому регулированию и Исследовательского центра по вопросам развития при Госсовете — элиты, определяющей финансовую политику Китая — Лю Хэ погрузился в историю Великой депрессии 1930-х гг. и мирового экономического кризиса 2008 г., стремясь обнаружить глубинные закономерности. «Основная цель исследования, — писал он, — заключается в том, чтобы предсказать, какие изменения могут произойти в будущем, проанализировав события прошлого»[102].

Лю Хэ был не первым, кто изучал прошлые финансовые кризисы в поисках подсказок, как избежать их повторения. Классическое теоретическое описание динамики бумов и спадов, присущей финансовому капитализму, представлено в книге американского экономиста Хаймана Мински «*Стабилизация нестабильной экономики*»[103]. «Стабильность ведет к нестабильности, — писал Мински. — Чем больше стабилизируется ситуация, и чем дольше она остается таковой, тем сильнее она дестабилизируется, когда наступает кризис». В книге «*Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи*»[104] историки экономики Чарльз Киндлбергер и Роберт Алибер дополнили абстракции Мински подробнейшим

живым повествованием о крупнейших в истории кризисах от пузыря Южного моря[89] до аферы Бернарда Мейдоффа[90]. «Историки рассматривают каждое событие как уникальное, — пишут они. — В отличие от них экономисты ищут закономерности и систематические связи между событием и его предпосылками».

В основе кризиса лежат подлинные инновации. В 1720 г. «Пузырь Южного моря» — один из первых примеров спекулятивного безумия, охватившего британский рынок — был надут перспективами высоких прибылей от торговли с богатыми колониями в Новом Свете[105]. В 1840-е гг. железные дороги давали надежду на резкое сокращения времени в пути, что вызвало инвестиционный ажиотаж. В XX в. катализатором стали автомобилестроение и электрификация «ревущих двадцатых» в Америке. В 1990-е гг. интернет-революция обещала радикально снизить затраты на связь. Тем, кто действует оперативно и решительно, контроль над такого рода технологиями сулит огромные прибыли.

В Китае было несколько мини-пузырей, которые начинались с надежд, возложенных на революционные инновации, а завершались катастрофой для инвесторов. Все — от веры в то, что дивиденды от реформ повысят корпоративные прибыли, до гусеничного гриба[91], якобы обладающего свойствами афродизиака, — вызывало инвестиционные мании. Однако если взглянуть на вещи шире, стано-

[89] Сильнейший финансовый кризис XVIII века, имевший истоки в 1711 г., когда герцог Роберт Харли основал «Компанию Южного моря». Благодаря умело распускаемым слухам цены на акции компании взлетели до невиданных в 1720 г. 1000 фунтов стерлингов, что вызвало небывалый покупательский ажиотаж среди населения — от лордов до крестьян. Резкое падение курса привело к банкротству акционеров, брокеров и самой компании. В результате расследования были выявлены факты мошенничества и коррупции.

[90] Финансовая афера, организованная Б. Мейдоффом, в результате которой пострадало до 3 млн человек, считается крупнейшей в истории. До краха компания проработала больше 40 лет. В 2009 г. Б. Мейдоффа приговорили к 150 годам лишения свободы за организацию крупнейшей в истории финансовой пирамиды, замаскированной под инвестиционный фонд.

[91] Гусеничный гриб, или кордицепс китайский (*Ophiocordyceps sinensis*) — паразитический гриб, поражающий своими спорами живущих под землей личинок бабочек рода *Thitarodes*. Через некоторое время гусеница погибает и высыхает, а гриб прорастает сквозь нее. Гусеничный гриб очень ценится в китайской медицине и считается универсальными стимулятором.

вится ясно, что Китай сам по себе является инновацией. Государство развития[92], сочетающее дешевую местную рабочую силу с передовыми иностранными технологиями, на протяжении тридцати лет поддерживает темпы экономического роста на уровне 10 %. Экономика, объем которой в 1980 г. составлял 457 млрд юаней, к 2018 г. превратилась в экономику объемом 88,7 трлн юаней. Каждый хотел урвать свою долю.

В надежде не упустить благоприятную возможность предприятия занимают деньги для инвестирования. Налицо мощная проциклическая динамика. Приток средств покрывает первую волну капитальных затрат. Благодаря росту инвестиций ускоряется рост, увеличивается прибыль, растут цены на активы, укрепляется уверенность в ценности инноваций, положивших начало буму. Джон Мейнард Кейнс, отец современной экономики, говорил о животном духе[93] — том неописуемом чувстве уверенности, которое вызывает спонтанный порыв к принятию деловых и инвестиционных решений. Когда животный дух укрепляется, предприниматели охотнее берут кредиты, а банки и инвесторы с большей готовностью их выдают.

В 1846 г., в самый разгар железнодорожной мании в Великобритании, общая протяженность запланированных к постройке линий составляла 9500 миль — достаточно, чтобы протянуться от северной оконечности Шотландии до Корнуолла одиннадцать раз. Фондовые рынки, которые в то время только появились, предоставили средства для финансирования строительства. По мере того как все больше инвесторов вкладывали средства, цены на акции росли, укрепляя веру в ценность планов железнодорожных компаний[106]. В США перед ипотечным кризисом 2007 г. выдача кредитов низкокачественным заемщикам привела к повышению спроса на недвижимость. Цены выросли, залог казался достаточным, а прибыль — высокой.

[92] Государство развития — это государство, стимулирующее экономический рост и обеспечивающее устойчивое экономическое развитие посредством производства общественных и квазиобщественных благ (создавая инновационную инфраструктуру, генерируя производственные инновации), инвестирования в развитие новых технологий, НИОКР, систему высшего профессионального образования.

[93] Согласно Кейнсу, животный дух — это «свойство человеческой природы, в соответствии с которым значительная часть нашей позитивной деятельности определяется спонтанным оптимизмом, а не математическими ожиданиями, будь они моральными, гедонистическими или экономическими».

Ложное чувство безопасности притупило бдительность экспертов. «У нас никогда не было обвала цен на недвижимость в масштабах страны», — сказал Бен Бернанке.

Пузырь, лопнувший на китайском фондовом рынке в 2015 г., — наглядный пример того, как кредитование продлевает бум. По мере роста шанхайского рынка инвесторы занимали средства, чтобы купить больше акций. Объем спекуляций с использованием заемных средств вырос с 400 млрд юаней в середине 2014 г. до 2,1 трлн юаней в середине 2015 г. Благодаря притоку заемных средств акции дорожали, укрепляя уверенность в том, что рост рынка отражает реальные экономические успехи, и стимул к инвестированию удваивался. Та же динамика, но на протяжении более длительного периода времени и с менее резкими взлетами и падениями наблюдалась и в сфере недвижимости. Увеличение спроса за счет кредитования означало, что цены на жилье, как и прибыль застройщиков, росли, подогревая интерес к инвестированию.

Когда ажиотаж нарастает и цены на активы ползут вверх, внимание инвесторов переключается с ожидания будущей доходности акций на ожидание прироста капитала. Другими словами, логика инвестиционных решений меняется с «Принесет ли актив, в который я инвестирую, высокую прибыль?» на «Смогу ли я найти кого-нибудь, кто купит у меня этот актив по более высокой цене?» В начале 1720 г. акции Компании Южных морей торговались на бирже по 128 фунтов стерлингов за штуку. К июню их цена поднялась до 1100 фунтов стерлингов. В период пузыря доткомов индекс Nasdaq вырос на 255 % за период с 1998 по 2000 г. «На этот раз все будет иначе» — обычная присказка рыночных «быков» и название ставшего классическим исследования финансовых кризисов Кармен Рейнхарт и Кеннета Рогоффа. Разумеется, за прошлыми бумами тоже неизбежно следовал спад. На этот раз инновации подлинные, рост цен устойчивый, а мудрые инвесторы настроены на получение больших доходов.

В Китае нетрудно найти свидетельства того, что инвесторы спекулируют на приросте капитала, а не рассчитывают на увеличение прибыльности приобретенных акций. С июля 2014 по июль 2015 г. индекс Шанхайской фондовой биржи вырос более чем на 150 %. За чуть более длительный период времени цена на недвижимость

в Шэньчжэне выросла с 22 900 до 60 700 юаней за квадратный метр — почти в три раза. Огромное стадо технологических «единорогов» (стартапов с оценкой в 1 млрд долларов и более), резвящееся в Шэньчжэне, — это явный признак раздувающегося пузыря венчурного капитала. Инвесторы не покупают долю будущей прибыли, а гонятся за громадным спекулятивным доходом.

Информационная асимметрия позволяет оценкам еще больше отклоняться от фундаментальных показателей. Разрыв между осведомленностью хитрых инсайдеров и доверчивых аутсайдеров может быть очень большим. В 1825 г. шотландский авантюрист Грегор Макгрегор смог разместить на Лондонской фондовой бирже облигации центральноамериканского княжества Пояис, сулящие огромные прибыли инвесторам. Единственная загвоздка заключалась в том, что за пределами богатой фантазии Макгрегора Пояиса не существовало[107]. Во время мирового экономического кризиса сложные деривативы[94] позволили инвестиционным банкам перенести риски с собственных балансов на балансы своих ничего не подозревающих клиентов. «Карточный домик вот-вот рухнет, — хвастался трейдер Goldman Sachs Фабрис Турр[95], — и уцелеет только великолепный Фаб»[108].

В Китае информационная асимметрия — не досадная ошибка в прозрачной в других отношениях системе, а ее характерная особенность. «Они понятия не имеют, что покупают», — сказал один из финансовых инженеров рынка продуктов управления капиталом объемом 29 трлн юаней, имея в виду розничных инвесторов, не подозревающих о рисках, которые они на себя берут. Качество активов в теневом кредитном портфеле банков объемом 27 трлн юаней невидимо для всех, кроме самих банков.

---

[94] Деривати — договор, в результате которого у одной компании возникает финансовый актив, а у другой — финансовое обязательство или долевой инструмент. Фактически это ценная бумага на ценную бумагу. Существует несколько основных видов производных ценных бумаг: фьючерсы, свопы, свопционы, опционы, форвардные контракты, контракты на разницу.

[95] Великолепный Фаб — прозвище бывшего главы британского подразделения Goldman Sachs Фабриса Турра (Fabrice Tourre), который обманул инвесторов на сумму в 1 млрд долларов, продавая им заведомо убыточные ценные бумаги в преддверии мирового экономического кризиса.

На рынке акций инсайдеры имеют доступ не только к конфиденциальной информации компании, но и к правительственным данным и политическим решениям еще до того, как они будут официально озвучены. «Я могу получить любой документ, какой захочу», — заявил аналитик фондового рынка одного из ведущих китайских банков.

Моральный риск — вера инвесторов в то, что правительство с большими деньгами предотвратит дефолты — продлевает бум. В преддверии мирового экономического кризиса Fannie Mae и Freddie Mac, ипотечные гиганты, которые были конечными покупателями субстандартных ипотечных кредитов, считались слишком официальными, чтобы обанкротиться. Инвестиционный банк Lehman Brothers с активами в 639 млрд долларов казался слишком крупным, чтобы потерпеть крах. Со времен всегда приходившего на помощь рынку Алана Гринспена, возглавлявшего Федеральную резервную систему, эта организация приобрела репутацию спасательного круга в период нестабильности. Ошибочная вера в эти безотказные гарантии привела к тому, что спекулятивный перекос достиг точки невозврата.

В Китае проблема морального риска укоренилась еще глубже. Принадлежащие государству банки и кредитные организации способствуют укреплению веры в то, что дефолт является отдаленной перспективой. Даже в те отрасли экономики, которые изначально базируются на принципах рыночной экономики, часто вмешиваются ориентированные на поддержание стабильности китайские политики, стремясь свести потери к минимуму. «Национальная команда» инвесторов, поддерживаемых государством, покупает акции на фондовом рынке, чтобы предотвратить резкие спады. Центральный банк вмешивается в работу валютного рынка, чтобы не допустить значительных колебаний курса юаня. На общеэкономическом уровне обязательства правительства по достижению годовой цели роста действуют как гигантский пут-опцион[96], заверяя

[96] Пут-опцион — это контракт, дающий владельцу финансового инструмента право (но не обязанность) продать активы по заранее оговоренной цене в предварительно установленное время. Опцион является одним из самых сложных биржевых финансовых инструментов.

инвесторов, что если дела пойдут совсем плохо, поддержка в виде стимулов не заставит себя ждать.

Когда цены на акции становятся слишком завышенными, наступает финансовый кризис. Признаки того, что заемщики не могут обслуживать свои долги, делают продавцов более беспокойными, а покупателей — менее заинтересованными. И наконец, крах нескольких сильно закредитованных заемщиков провоцирует массовое бегство с рынка. В Германии для этого есть специальный термин — *Torschlusspanik*[97], или стремление успеть добежать до двери, пока она не закрылась[109]. В 1873 г. железнодорожный пузырь в США лопнул, когда Jay Cooke & Co., один из крупнейших банков, финансировавших строительство, приостановил снятие депозитов, что вызвало паническое бегство вкладчиков из всех банков, связанных с железнодорожным бизнесом. В сентябре 2008 г. объявление Lehman Brothers об убытках в размере 3,9 млрд долларов послужило толчком к отказу кредиторов от выдачи ссуд, в результате чего инвестиционный банк не смог пролонгировать свои займы.

Китай никогда не сталкивался с паникой от закрытия дверей в масштабах всей экономики. Она случалась на отдельных рынках. В июне 2013 г., когда поползли слухи о дефолте одного из крупнейших банков, все кредиторы исчезли с денежного рынка. В июле 2015 г. дверь захлопнулась на фондовом рынке. Количество ставок с использованием заемных средств сократилось, цены на акции резко упали и желающих их приобрести не нашлось. В 2018 г. обрушился рынок пирингового кредитования объемом в 1 трлн юаней. Поток инвесторов устремился к выходу с рынка, а новых средств не поступало.

Проциклическая кредитования действует на пути как вниз, так и вверх. На финансовых рынках при падении цен на активы спекулянты, взявшие кредиты для финансирования своих инвестиций, сталкиваются с маржинальными требованиями, что вынуждает их закрывать свои позиции. При увеличении числа продавцов цены на активы падают еще больше. В реальной экономике кредиторы

[97] Torschlusspanik (от Tor + Schluss + Panik) — букв. «паника из-за закрытых ворот». В целях безопасности городские ворота с наступлением темноты закрывались, и опоздавшие были вынуждены оставаться снаружи, подвергаясь тем самым различным опасностям.

начинают менее охотно выдавать займы и ужесточают условия кредитования. Это приводит к снижению спроса, в результате чего бизнес терпит убытки, а домохозяйства теряют уверенность и становятся более осторожными. Видя ожидаемое ухудшение экономических условий, кредиторы становятся вдвойне осмотрительными, и предложение кредитов вновь сокращается.

Во времена Великой депрессии обвал фондового рынка привел к массовому изъятию вкладчиками депозитов из банков. По мере разрушения финансовой системы предприятия и фермеры, зависевшие от кредитов, разорялись, будучи не в состоянии их выплатить. Ухудшение условий вызывало дальнейшее сокращение кредитования. Оказавшись в смертельных объятиях, реальная экономика и финансовая система продолжали деградировать. В начале 1933 г. безработица достигла 25 %. Одиннадцать тысяч из двадцати пяти тысяч американских банков потерпели крах.

Ближайшим аналогом этого в Китае был отток вкладчиков из банков «ржавого пояса» на северо-востоке страны в 2015 и 2016 гг.: нехватка кредитов усугубила проблемы обремененных долгами промышленных компаний и усилила спад. Премьер Госсовета Ли Кэцян осознавал опасность. «Ходят слухи, что инвесторам следует держаться подальше от северо-востока, — сказал он. — Мы обязаны исправить эту ситуацию».

У кризисов есть не только общие закономерности, которые можно проследить на всем протяжении истории от пузыря Южного моря в 1720 г. до мирового экономического кризиса 2008 г., но и существенные отличия. Современная банковская система с ее неограниченной способностью выдавать кредиты в корне отличается от кредиторов XVII и XVIII вв., которые зависели от наличия золотых запасов. Соединенные Штаты наших дней, где Федеральная резервная система может выступать в качестве кредитора последней инстанции, предотвращая крах системообразующих организаций, отличаются от Соединенных Штатов XIX и начала XX вв., когда Федеральная резервная система еще не существовала или не осознавала масштаб своих полномочий. Кризис в США, при котором можно обеспечить кредитование национальной валютой, отличается от кризиса в Латинской Америке или странах Азии, где отток иностранного капитала происходит при первых признаках проблем.

Чтобы оценить положение Китая в цикле левериджа и делевериджа, а также масштабы рисков, с которыми он сталкивается, будет полезно поместить его в контекст недавних кризисов и их общих закономерностей. Рост курса иены в Японии, бум и спад на рынке недвижимости и длительная борьба с дефляцией имеют много общего с тем, что происходит в Китае. Клановые капиталистические связи между банками и корпорациями Южной Кореи аналогичны «кровосмесительным» связям между банками и предприятиями в китайской государственной «семье».

Уроки потерянного десятилетия: экономический пузырь в Японии

Декабрь 1989 г. стал пиком экономического развития Японии. 29 декабря фондовый индекс Nikkei 225 достиг отметки 38 915 пунктов. Инвесторы оценили японские компании в четыре раза выше, чем их американских конкурентов. Биржевые маклеры пировали фуа-гра, посыпанным сусальным золотом. Членство в гольф-клубе переходило из рук в руки за десятки миллионов иен. Земля вокруг Императорского дворца в Токио, по слухам, стоила больше, чем вся недвижимость штата Калифорния.

Но политики испортили все веселье. Банк Японии был обеспокоен «сухими дровами» растущих цен на активы — катализатором инфляции, созданным избыточной денежной массой. Общественный гнев по поводу пузыря на рынке недвижимости, в результате которого миллионеры стали землевладельцами, а остальным пришлось распрощаться с мечтой о собственном доме, подтолкнули правительство к решительным действиям. Обе группы были уверены, что смогут сдуть пузырь, не меняя траекторию развития Японии. Они ошибались[110].

Ясуси Миено, новый воинственно настроенный управляющий Банка Японии, оказался скорее Гринчем[98], чем Санта-Клаусом, когда 25 декабря поднял процентные ставки с 3,75 % до 4,25 %. Еще два

[98] Главный герой сказки американского детского писателя Доктора Сьюза «Как Гринч украл Рождество». Переодевшись в Санту, он пробрался в дома горожан и украл подарки и украшения, тем самым лишив праздника. Здесь противопоставляется доброму рождественскому персонажу Санта-Клаусу, который в канун праздника делает всем подарки.

повышения ставок в марте и августе доведут их до 6 %. Новые меры по контролю за активами требовали, чтобы доля ипотечных кредитов не превышала общий объем других видов кредитования. Учитывая, что кредиты на недвижимость росли примерно на 15 % в год, а доля кредитов на производство не увеличивалась вообще, это новое ограничение оказалось существенным. Был одобрен закон о введении налога на землю, который должен был вступить в силу только в 1992 г., но в сочетании с повышением ставок по займам и снижением темпов роста кредитования ожидания будущего повышения налогов оказалось достаточно, чтобы испортить праздник.

Рынки вошли в штопор. В начале октября индекс Nikkei опустился до минимального за год значения, упав почти на 50 % и достигнув отметки 20 221 пунктов, а триллионы иен растаяли как дым. Падение продолжилось и в последующие годы. К октябрю 1998 г. индекс Nikkei опустился на 67 % по сравнению с пиком 1989 г. Цены на землю падали не столь стремительно, но в конечном счете опустились даже ниже, чем индекс фондового рынка, сократившись на 72 % по сравнению с пиковым значением. Если бы каким-то невероятным образом императорский дворец был выставлен на аукцион, то император оказался бы не в Калифорнии, а в Огайо.

Поскольку директивные органы делали сознательные упреждающие шаги, чтобы сдуть пузырь прежде, чем он лопнет, и отсутствовали явные признаки замедления роста, стимулирование происходило медленно. В 1991 г. негативное воздействие обвала фондовых рынков на реальную экономику заставило Банк Японии вернуться к режиму смягчения денежно-кредитной политики. Но к тому времени было уже слишком поздно. Японское экономическое чудо закончилось. Началось потерянное десятилетие.

Как и все пузыри, японский имел фундаментальную основу. Эпоха форсированной индустриализации, когда ежегодный рост в 1960-х гг. превышал 10 %, завершилась. Но экономика продолжала демонстрировать завидные темпы роста — в среднем 4,5 % в год на протяжении 1980-х гг. Промышленные плановики из Министерства экономики, торговли и промышленности Японии неотступно придерживались прежней стратегии развития, направляя наступление японских корпораций на немногие оставшиеся бастионы конкурентных преимуществ США. Основанный на этих подвигах роман

под заманчивым названием «*Лето бюрократов*» был настолько популярен, что по его мотивам сняли телесериал[111].

Sony Walkman, автомобили Toyota, видеомагнитофоны Panasonic, часы Seiko, калькуляторы Casio и фотоаппараты Nikon не оставили никаких шансов своим конкурентам. Благодаря их успеху доля Japan Inc.[99] в мировом экспорте выросла с 6,7 % в начале десятилетия до максимального уровня в 9,5 % в 1987 г. — огромное достижение для страны, где проживает всего 2,5 % населения мира. Японские корпорации начали скупать все подряд, включая такие знаковые активы, как нью-йоркский Рокфеллер-центр и голливудская кинокомпания Columbia Pictures. В одной из передач телеканала NBC 1980 прозвучала фраза, выразившая общее настроение корпоративной Америки: «Если Япония может, то почему не можем мы?» Что касается политики, то представители японской элиты в большинстве своем полагали, что Соединенные Штаты безнадежно отстали и увязли в долгах. Япония готовилась к будущему G2 и жизни в мире, где США будут обеспечивать безопасность и инновационные идеи, а Япония — производственную базу[112].

Таким было мировоззрение, определявшее мышление инвесторов на рынках Японии, и именно в этой среде надулся пузырь. Пять факторов превратили рациональную реакцию на позитивные фундаментальные показатели в иррациональное изобилие экономического пузыря.

Значительное укрепление курса иены нанесло удар по конкурентоспособности японского экспорта. В 1985 г., когда протекционистское законодательство бурно обсуждалось в Конгрессе, министр финансов США Джеймс Бейкер созвал своих коллег из Японии, Западной Германии, Франции и Великобритании на встречу в нью-йоркском отеле «Плаза». В соглашении, получившем название «Плаза», пять сторон договорились скоординировать усилия по ослаблению курса доллара. Для Японии эффект был незамедлительным, продолжительным и катастрофическим. Чтобы

[99] Japan, Inc. — это термин, используемый для обозначения современной высокоцентрализованной экономической системы и стратегии развития Японии, ориентированной на экспорт.

не потерять доступ на американский рынок, курс иены был увеличен в два раза с 242 иен за доллар в сентябре 1985 г. до 121 иены за доллар в январе 1998 г. Экспорт, основной двигатель роста Японии, скакнул с 21 % годового роста в конце 1984 г. до 21 % сокращения летом 1986 г.

Банк Японии снизил ставки с 5 % на момент подписания соглашения «Плаза» до 2,5 % в 1987 г. Это тоже было уступкой Соединенным Штатам, которые требовали укрепления не только иены, но и японской экономики в целом, чтобы повысить спрос на американскую продукцию. Расчет был на то, что более дешевые средства вызовут волну производственных инвестиций. В реальности рост кредитования ускорился, но, учитывая тот факт, что экономика Японии была обременена избыточными мощностями, инвестиции направлялись в основном в непроизводительные активы. Спекуляции с недвижимостью процветали, а инвестиции в обрабатывающую промышленность сокращались. Непогашенные кредиты, выданные корпорациям и домохозяйствам, выросли со 143 % ВВП в начале десятилетия до 210 % ВВП в 1990 г.

Банковский сектор был дерегулирован, но не реформирован — аналогичная проблема вновь заявит о себе десятилетие спустя во время южнокорейского кризиса и после мирового экономического кризиса в Китае. С ростом рынка корпоративных облигаций в 1980-х гг. банки потеряли своих наиболее кредитоспособных клиентов. Они стали осваивать новые направления предпринимательской деятельности: ипотечное кредитование домохозяйств и предоставление займов малым предприятиям. Отсутствие опыта проверки кредитных рисков привело к бурному росту залогового кредитования. В результате в сфере недвижимости образовался порочный круг: рост кредитования, высокие цены на землю, повышение стоимости залога и дальнейшее увеличение объема кредитования — классический дестабилизирующий кредитный цикл, о котором предупреждал Мински.

Банковская система по-прежнему регулировалась устаревшим набором регулятивных механизмов и типов собственности. Система конвоя означала, что все банки находились под контролем Министерства финансов, кото-

рое направляло кредитование на национальные приоритеты в обмен на компенсацию убытков от непогашенных кредитов. Надзор был жестким на самом верху, но значительно ослабевал на уровне небольших и теневых банков, которые находили лазейки для обхода правил. Крупные банки, такие как Sumitomo и Mitsubishi, были центром финансового кэйрэцу с перекрестным владением акциями и кредитованием между основным банком и компаниями из других отраслей. В хорошие времена эти тесные связи помогали сглаживать перепады делового цикла. В плохие побуждали банки слишком долго искусственно поддерживать нежизнеспособные «компании-зомби»[113]**.**

У Японии оказалось не так много пространства для развития, как она думала. К 1989 г. уровень благосостояния домохозяйств в Японии составлял около 80 % от уровня благосостояния домохозяйств в США, т. е. вторая по величине экономика мира практически ликвидировала разрыв с первой. Однако потенциал основных движущих сил роста был почти исчерпан. 77%-й уровень урбанизации означал, что строительство недвижимости больше не могло быть мощным двигателем спроса. Японские корпорации доминировали в электронике и добились больших успехов в автомобилестроении, достигнув передового рубежа технологий и захватывая политически проблемную долю мировых рынков. Возможности для роста за счет производства все более совершенных экспортных товаров были исчерпаны. Учитывая значительный объем долга и тот факт, что инвестиции составляли около трети ВВП, наращивание кредитования для оплаты волны капитальных расходов не выглядело привлекательным вариантом.

Пузырь лопнул как в замедленной съемке. В годы, последовавшие за обвалом рынка, политики приложили немало усилий, чтобы предотвратить крах финансовой системы и глубокую рецессию, но этого было недостаточно для того, чтобы экономика встала на путь восстановления. Параллельно действовали две тенденции, отнюдь не способствовавшие этому процессу.

Во-первых, сохраняющаяся вера в то, что система конвоя Министерства финансов не позволит ни одному банку прогореть, тесная связь между банками-кредиторами и корпоративными

заемщиками, а также правила бухгалтерского учета, которые позволяли банкам преувеличивать буферные запасы капитала и скрывать убытки, — все это позволяло раненой банковской системе, прихрамывая, идти дальше. День расплаты за плохие кредиты был отложен, что дорого обошлось экономике. Банки были вынуждены кредитовать «компании-зомби», практически не имея надежды на получение прибыли.

Во-вторых, из-за обвала цен на землю и акции даже жизнеспособные фирмы оказались технически неплатежеспособными и обремененными обязательствами, превышающими стоимость их активов. Результатом стало то, что экономист из Исследовательского института Номура Ричард Ку назвал балансовой рецессией[114]. Вместо того чтобы инвестировать в новое оборудование или рабочих, предприятия использовали любую имеющуюся у них прибыль для погашения своих долгов. Возможно, для отдельных компаний это и имело смысл, но тот факт, что все стали делать это одновременно, привел к катастрофе, втянув экономику в порочный круг дефицита спроса, падения цен, сокращения прибыли, заработной платы и дальнейшего снижения спроса.

Очевидное решение оказалось невыполнимым. Регулирующие органы должны были вмешаться в работу рынков, отделить жизнеспособные банки от нежизнеспособных, рекапитализировать первые и подтолкнуть вторые к реструктуризации или банкротству. Однако то, что было просто в теории, на практике оказалось намного сложнее. Общественность воспринимала спасение банков в штыки, считая это очередным предлогом для отмывания денег коррумпированными политиками и финансистами. Нормативно-правовой базы для управления банкротством не существовало. В условиях взаимосвязанной финансовой системы оградить здоровые банки от терпящих крах в принципе невозможно. Темпы роста замедлились, но уровень безработицы ниже 4 % в середине 1990-х гг. оставался в пределах комфортной зоны, из-за чего решение проблемы постоянно откладывалось на потом.

Лишь в 1997 г. крах Sanyo Securities, брокерской компании среднего размера, спровоцировал новый кризис и решительную реакцию со стороны политиков. Но к тому времени ущерб уже был нанесен. Рост ВВП, в 1980-х гг. составлявший в среднем 4,5 %,

в 1990-х гг. снизился до 1,6 %. Япония завершила десятилетие в состоянии спада. В конце 1980-х уровень безработицы составлял 2,3 %. В конце 1990-х гг. он достиг 4,7 % и продолжал расти. Этот низкий показатель обусловлен уникальной структурой японского рынка труда, где люди предпочитают безработице фиксированную или даже снижающуюся заработную плату. Поскольку банки были вынуждены кредитовать «компании-зомби», а жизнеспособные компании стремились погасить свои долги, а не влезать в новые, снижение кредитных ставок Банком Японии не смогло стать толчком для возобновления роста. Поэтому работа по стимулированию спроса легла на плечи Министерства финансов. Государственный долг, составлявший в 1990 г. скромные 67 % ВВП, к 1999 г. разросся до 132 %.

Политической стабильности пришел конец. С момента схлопывания мыльного пузыря в 1989 г. до начала положительной динамики под чутким руководством премьер-министра Дзюнъитиро Коидзуми в 2001 г. в Японии сменилось восемь премьер-министров — двое из них занимали должность менее года. После более чем трех десятилетий пребывания у власти Либерально-демократическую партию отстранили от управления страной несколько нестабильных коалиций, возглавляемых отколовшимися членами той же партии. Хуже всего было то, что Япония утратила лидирующие позиции в Азии. В 1989 г. экономика Японии была в шесть раз больше экономики Китая. К 2010 г., когда потерянное десятилетие перешло в потерянное поколение, в лидеры выбился Китай. Япония — страна, которая когда-то доминировала в Азии благодаря военной силе, а затем экономической мощи и технологическому превосходству — теперь, увязнув по собственной вине в болоте стагнации, отчаянно наблюдала за тем, как Китай узурпирует ее роль регионального гегемона.

Сходство между японским экономическим пузырем и потерянным десятилетием и Китаем в посткризисный период поразительно. И это не удивительно. Китай осознанно придерживался японской модели развития, прокладывая себе путь к процветанию посредством сочетания промышленного планирования, государственного кредитования и занижения курса национальной валюты. В результате он столкнулся со множеством аналогичных перекосов.

Во-первых, это меркантилистская политика, направленная на захват доли экспортного рынка и разжигающая протекционистские настроения в США. Во-вторых, нерациональные государственные инвестиции, приведшие к появлению ландшафта, испещренного дорогами в никуда. В-третьих, государственное управление банками, ведущее к крупным просчетам при распределении кредитов. В-четвертых, всепроникающий моральный риск. В-пятых, закулисные сделки ради предотвращения банкротств. В-шестых, индустриальный пейзаж со множеством «компаний-зомби».

Даже озабоченность Запада по поводу подъема Китая повторяет его озабоченность по поводу успехов Страны восходящего солнца тремя десятилетиями ранее. Лейтмотивом таких книг, как «*Когда Китай будет править миром*» британского ученого Мартина Жака, «*Как не прогибаться под Китай*» американского автора Питера Кирнана или *«Грядущие войны с Китаем*» Питера Наварро[115], американского ученого, который впоследствии стал экономическим советником президента Дональда Трампа, были опасения по поводу восхода красной звезды над Китаем. Осознанно или нет, но их авторы черпали вдохновение в тех же настроениях, которые легли в основу книги Эзры Фогеля «*Япония номер один*»[116], опубликованной в 1979 г. В самом Китае тщеславная убежденность в высоком предназначении Срединного царства аналогична самонадеянности японской элиты 1980-х гг. Призыв Си Цзиньпина к «новой модели отношений великих держав» был отголоском стремления Японии к отношениям формата «большой двойки» с США.

Китайский аналог соглашения «Плаза» появился в июле 2005 г., когда под давлением Соединенных Штатов Народный банк Китая начал процесс укрепления юаня. Сделав вывод из горького опыта Японии, Китай укреплял национальную валюту гораздо более умеренными темпами. С 1985 по 1988 г. иена удвоила свою стоимость по отношению к доллару. С 2005 по 2008 г. юань укрепился на сравнительно скромные 20 % — это тоже нанесло удар по конкурентоспособности экспорта, но все же не такой сильный, как по японским компаниям. В конечном счете не повышение курса юаня уничтожило экспорт — с этим в одиночку справился мировой экономический кризис.

Когда в 2009 г. экспорт сократился на 16 %, Китай, как и Япония, прибегнул к масштабному монетарному стимулированию, гораздо более крупному, чем в Стране восходящего солнца. С 1985 по 1989 г. отношение объема кредитования частного сектора к ВВП Японии выросло на 42 %. В Китае с 2008 по 2017 г. этот показатель вырос на 96 %. Как в Японии, так и в Китае это привело к перекосам в двух направлениях: чрезмерным инвестициям в промышленность и пузырям на фондовых рынках и в сфере недвижимости. В результате чрезмерного инвестирования китайские компании, как и японские до них, оказались обременены избыточными мощностями, падением цен, низкой прибылью и проблемами с обслуживанием долга. Ситуации настолько схожи, что модели, которые экономисты используют для отслеживания «компаний-зомби» в Китае, заимствованы из исследования, проведенного ранее в Японии.

Китайский фондовый пузырь лопнул в 2015 г., но это событие имело менее серьезные последствия, чем в Японии, поскольку фондовый рынок играл меньшую роль в финансовой системе Китая. Пузырь недвижимости продолжает расширяться. Земля вокруг Запретного города — самое близкое к императорскому дворцу место в Китае — уже, конечно, стоит меньше, чем вся недвижимость Калифорнии, но цены по-прежнему остаются заоблачными. Шанхай, Шэньчжэнь и Пекин входят в десятку самых дорогих городов мира для покупки жилья.

Есть и важные различия. В 1989 г. Япония почти догнала США по уровню ВВП на душу населения. Однако ресурсы для сокращения отставания от мирового лидера были практически исчерпаны. В 2018 г. ВВП на душу населения в Китае составлял всего 29 % от соответствующего показателя в США. Чтобы сократить этот разрыв, Китаю понадобятся десятилетия стремительного роста. В 1989 г. Япония была урбанизирована на 77 %. В Китае в 2017 г. этот показатель составлял всего 58 %. Недвижимость не сможет снова стать главным двигателем роста, но и строительство не остановится. Япония с ее 120-миллионным населением имеет большой внутренний рынок. Китай, где проживает 1,3 млрд человек, имеет громадный внутренний рынок, что упрощает отказ от экспорта как основного источника спроса и облегчает компаниям достижение мирового масштаба.

Что касается антикризисной политики, то подход Пекина оказался эффективнее мер, принятых Токио. В Японии в 1990 г., через год после схлопывания пузыря, Министерство финансов имело небольшой бюджетный профицит, что усугубляло проблему, сдерживая рост. Только в 1998 г., когда финансовая система оказалась на грани краха, а азиатский финансовый кризис был в самом разгаре, власти Японии начали агрессивное стимулирование, и дефицит бюджета достиг 10 % ВВП. Но и этот показатель в последующие годы неуклонно сокращался. Искусственно поддерживаемые на плаву «компании-зомби» высасывали жизненные силы из системы. В Китае, напротив, сочетание поощряющего спрос налогово-бюджетного стимулирования и реформы предложения, уничтожающей нежизнеспособные компании, дало экономике шанс справиться с возникшими проблемами.

Китай извлек уроки не только из успеха Японии на пути вверх, но и из ее ошибок на пути вниз. В результате потерянное десятилетие в Японии переросло в потерянное поколение, а в Китае — пока нет.

Снятие контроля без снятия защиты: Южная Корея и опасности финансовой либерализации

До Южной Кореи волна азиатского финансового кризиса докатилась не сразу. Летом и осенью 1997 г. казалось, что спекулятивные атаки, которые привели к обвалу рынков сначала в Таиланде, затем в Индонезии, Малайзии и на Филиппинах, останутся проблемой исключительно Юго-Восточной Азии. Таиландский пузырь на рынке недвижимости (спрос на офисные помещения в Бангкоке составлял менее половины от объема строительства), казалось, должен был вот-вот сдуться. В Индонезии кланово-капиталистический режим президента Сухарто, включая, помимо прочего, прибранную к рукам его сыном сферу торговли гвоздикой[100], скрывал множество финансовых грехов. Корея, напротив, являла собой идеальную модель экономического развития. Следуя по стопам Японии, населению страны удалось вырваться из нищеты после корейской войны, и в 1996 г. ВВП на душу населения составлял уже 13 100 долларов — более двух пятых от уровня США.

[100] Гвоздика добавляется в индонезийские сигареты.

Целый ряд показателей указывал на ответственную экономическую политику и благоприятные перспективы роста. Правительство жило по средствам, из года в год обеспечивая профицит бюджета. Банк Кореи сдерживал инфляцию. Экспорт демонстрировал двузначный рост, и были все предпосылки для сохранения той же динамики. В отчете, который был благополучно забыт после начала кризиса, МВФ выразил мнение, что «ситуация в Корее существенно отличается от ситуации в Юго-Восточной Азии, и, по нашей оценке, слабые места в финансовом секторе можно устранить, если принять оперативные меры»[117].

Однако оказалось, что фундаментальные основы корейской экономики не так прочны, как было принято считать. Проблема, по мнению Джун-Хо Хама, который в числе других отвечал за проведение антикризисной политики в Южной Корее, а затем стал членом Совета по монетарной политике центрального банка, заключалась во взрывоопасном сочетании «снятия контроля без снятия защиты»[118]. Правительство либерализовало финансовый сектор, но не ввело в действие правила, необходимые для процветания рыночной системы, а также не развеяло веру инвесторов в косвенную защищенность от дефолта гигантских конгломератов, известных как *чеболи*[101], которые доминировали в корпоративном ландшафте.

Следствием этого стало то, что *чеболи* смогли взять на себя умопомрачительные объемы обязательств при минимальном контроле со стороны кредиторов. У крупнейших из них соотношение долга к собственному капиталу порой составляло 500 %, а значит малейшее снижение способности обслуживать долг было чревато банкротством[119]. Как отмечает Пол Блустейн, журналист, освещавший азиатский финансовый кризис, особенно проблематичным высокий уровень задолженности делали три фактора:

Финансовое дерегулирование привело к росту числа теневых банков, часто являющихся финансовыми

[101] Чеболи — возникшие в Южной Корее крупные международные корпорации, находящиеся в собственности влиятельных семей, руководящие должности в них занимают родственники и близкие друзья директора. Их характерная особенность — многопрофильность: одна компания может заниматься всем — от турбизнеса до автомобилестроения. К чеболям относятся такие компании, как Samsung, LG, Hyundai и т. п.

подразделениями крупных чеболей. Продолжая верить в свою неуязвимость, они предлагали вкладчикам более высокие, чем обычные банки, ставки по депозитам, быстро увеличивая свою долю рынка.

Средства тратились на создание финансовых империй и статусные проекты, которые мало способствовали росту прибыли чеболей. SsangYong Group и Samsung вложились в автопром, на рынке которого уже доминировали Hyundai, Daewoo и Kia. Компания Halla Group инвестировала в судостроительную верфь мирового уровня, что явно было обусловлено соперничеством между ее владельцем и его старшим братом, владельцем Hyundai.

Зависимость от краткосрочного иностранного финансирования была высокой. С 1994 по 1996 г. внешний долг Кореи увеличился на 45 млрд долларов[120]**.**

Если сложить все эти факторы, мы увидим обремененную безнадежными кредитами финансовую систему, зависимую от краткосрочного иностранного финансирования, чтобы удержаться на плаву. По оценке Хама, в 1998 г. объем проблемных кредитов составлял 28 % ВВП. Эта система была обречена на провал, что и произошло, когда азиатский финансовый кризис привел к переоценке рисков во всем регионе.

Кризис развивался в два этапа. На первом этапе, когда азиатские экономики рушились, словно костяшки домино, иностранные инвесторы начали обращать внимание на корейские риски. И когда они это сделали, выяснилось, что истинное положение заемщиков, казавшихся надежными, на самом деле весьма шатко. Резервы иностранной валюты, которые было принято считать достаточными, на деле оказались скудными. В одно мгновение казавшийся неиссякаемым поток иностранного капитала, замедлился до струйки, а затем и вовсе иссяк. В ноябре 1998 г., через шесть месяцев после того, как спекулянты впервые начали задавать вопросы о тайском бате, Южная Корея обратилась в МВФ с просьбой о предоставлении кредита.

Для страны с печальной историей колонизации, неистово гордящейся своим недавним подъемом, это был момент позора. На следующий день газеты пестрели заголовками наподобие этих: «Национальное банкротство», «Унизительная международная

опека». И они были не так уж далеки от истины. Собравшись в сеульском отеле «Хилтон», представители МВФ и Министерства финансов США пообещали помочь, но за определенную плату. Южная Корея получила 55 млрд долларов на покрытие внешних долгов и предотвращение дефолта. Взамен она была вынуждена внести значительные изменения в свои политические установки, провести масштабные структурные реформы и открыть рынок в тот момент, когда слабый курс воны гарантировал зарубежным покупателям наиболее выгодные условия для заключения сделок[121].

Краткосрочные процентные ставки были повышены с 12,5 % до 25 %: этот шаг, по мнению МВФ, был необходим для привлечения иностранных средств. Независимо от того, была эта мера целесообразной или нет, повышение ставок сильно ударило по *чеболям* с высоким уровнем задолженности, усугубив кризис. По настоянию Министерства финансов США были сняты ограничения на иностранную собственность. Главным аргументом было то, что для разрушения «кровосмесительных» отношений между местными кредиторами и заемщиками необходимо усиление конкуренции в финансовом секторе. Это действительно так, но и американским фирмам, безусловно, сыграла на руку возможность выйти на корейский рынок и заключить выгодные контракты.

Хуже того, пакет антикризисных мер не помог. После передышки в несколько дней начался второй этап кризиса. Отток капитала продолжился, а курс воны возобновил свое падение, опускаясь на 10 % в течение пяти дней подряд. Соединенные Штаты обвинили во всем корейских политиков. В преддверии выборов все кандидаты одобрили комплекс мер, предложенный МВФ.

Затем Ким Дэ Чжун — бывший продемократический диссидент, а затем глава оппозиционной партии трудящихся и главный кандидат на пост президента — нарушил субординацию, выступив с популистским обещанием добиться лучших условий для Кореи, если он будет избран.

Если оставить политику в стороне, пакета антикризисных мер было недостаточно, чтобы спасти ситуацию. Валютные резервы Южной Кореи истощились до 6 млрд долларов. В 1998 г. внешний долг страны составлял 116 млрд долларов. Оставался открытым вопрос о реальном размере 55-миллиардного пакета МВФ,

поскольку транш в размере 20 млрд долларов, обещанный Министерством финансов США, пока так и не был получен. Когда ведущая корейская газета «Чосон Ильбо» опубликовала данные о задолженностях и резервах, взятые, очевидно, из просочившегося в прессу отчета МВФ, игра была окончена. Понимая, что даже после получения финансирования от США Южной Корее все равно не хватит средств для покрытия своих долгов, иностранные инвесторы продолжили исход[122].

Перед лицом неминуемого дефолта одиннадцатой по величине экономики мира МВФ и Министерство финансов США оказались перед сложным выбором. Результат выборов — победа Ким Дэ Чжуна — сподвиг политиков предпринять последнюю попытку. Результат выборов поднял завесу политической неопределенности. Несмотря на статус аутсайдера и свои предвыборные колебания, Ким Дэ Чжун продемонстрировал готовность к проведению жестких прорыночных реформ. 22 декабря Федеральный резервный банк Нью-Йорка вызвал представителей шести крупнейших банков и попросил их взять на себя часть финансовых обязательств Кореи, чтобы спасти ее экономику от краха. Их ответ был: «Почему вы не попросили нас об этом раньше?»[123]

Лихорадочный конец года, когда политики США, Европы и Японии без конца вели телефонные переговоры, пытаясь достучаться до крупнейших банков, положил конец кризису. Однако для Кореи проблемы только начинались. Финансовый хаос сам по себе нанес бы серьезный удар по росту, но в сочетании с более высокими процентными ставками и радикальными реформами, навязанными в качестве условия предоставления финансовой помощи, он вверг экономику в рецессию. В 1995 г. рост экономики составлял 9,6 %. В 1998 г. он сократился на 5,5 %. Работники, привыкшие всю жизнь трудиться на одном рабочем месте, столкнулись с урезанием заработной платы и сокращением штата. Безработица выросла с 2 % в 1997 г. до 7 % в 1998 г. Итоговая стоимость вывода корейской экономики из кризиса возросла до 160,4 трлн вон, что эквивалентно 21 % ВВП 1997 г.

Для лидеров Китая параллели были очевидны. Как для Китая, так и для Кореи экспорт был главным двигателем спроса, что ставило их в ряд азиатских костяшек домино: стоит одной стране упасть,

и за ней последуют все остальные. Обе страны управляли быстрой индустриализацией через сеть находящихся под строгим контролем банков и корпораций — систему кланового капитализма, которая ускоряла развитие, но позволяла проблемам незаметно накапливаться. Как в Китае, так и в Южной Корее банки были обременены кредитами, которые в 1998 г. составляли примерно треть ВВП.

Когда Южная Корея погрузилась в рецессию, правительство было вынуждено обратиться в МВФ. Американские чиновники продиктовали условия, заставив открыть рынок, на котором ценные корпоративные активы Кореи продавались за бесценок. Политический порядок был нарушен, а президентское кресло занял бывший диссидент и участник протестов в поддержку демократии. Подобного нельзя было допустить в Китае. Корейский опыт послужил толчком для чистки государственных предприятий и проведенной премьером Госсовета КНР Чжу Жунцзи реформы крупных банков, которая завершилась массовым списанием безнадежных кредитов и листингом на Гонконгской фондовой бирже. Убедившись на примере Кореи, что иностранные кредиторы могут прекратить свою деятельность при первых признаках назревающего кризиса, Китай не спешил ослаблять контроль за движением капитала.

Спустя два десятилетия корейский кризис остается полезным источником опыта для Китая. Пекин уже предпринял первые пробные шаги для решения проблемы морального риска, включая тщательно контролируемые дефолты мелких заемщиков. Однако вера в то, что правительство покроет долги крупных государственных компаний, являясь гарантом инвестиционных продуктов, предлагаемых государственными банками, все еще крепка. Рост теневой банковской системы Китая повторяет опыт Кореи: либерализация финансов опередила введение необходимого регулирования и отмену защиты от дефолта. Согласно расчетам «снизу вверх», основанным на доле кредитов, выданных компаниям, не имеющим достаточных доходов для покрытия процентных платежей, объем безнадежных кредитов в середине 2016 г. составлял около 13 % ВВП. Значительно меньше, чем 28 % в Корее или 30 % в Китае в 1998 г. Учитывая значительно возросший размер китайской экономики, объем долга в долларах тоже значительно увеличился и по странному совпадению был равен ВВП Кореи.

Различия также важны и в конечном счете могут оказаться решающими. Корея отстала в решении своих проблем. Китай ее обогнал. Оставленные без присмотра руководители корейских *чеболей* инвестировали в статусные проекты, что привело к масштабному нецелевому использованию средств. В Китае нерадивых руководителей приструнили, за некоторых из них крепко взялись инспекторы по борьбе с коррупцией. В Корее рост теневой банковской деятельности не контролировался до тех пор, пока не разразился кризис. В Китае начиная с 2016 г. правительство начало агрессивную борьбу с теневыми банками, сведя рост активов в этом секторе к нулю. Возможно, ключевым фактором является то, что Китай — кредитор остального мира, а не его заемщик. Приняв к сведению опыт Кореи, Китай позволяет иностранным фондам играть лишь ограниченную роль в экономике. «Большие финансовые крокодилы» — так в Китае называют иностранных спекулянтов — могут проглотить Сеул целиком, но от Шанхая им не позволят откусить и кусочка.

II

Сценарии развития китайского кризиса

Роман «*Китайская мечта*», написанный диссидентом Ма Цзянем, повествует о Ма Даодэ, местном чиновнике, задумавшем стереть неприятные воспоминания — как свои, так и чужие — при помощи нового высокотехнологичного устройства «Китайская мечта». Ма, чье имя переводится как «нравственность», начинает терять связь с реальностью. Для разработки стирающего воспоминания мозгового имплантата требуется земля под промышленный парк. Чтобы освободить место для строительства, Ма руководит разрушением деревни, где он жил в юности во время культурной революции. Возвращение в старый дом воскрешает болезненные воспоминания о самоубийстве его родителей из-за преследований, которые он сам же инициировал. Телефон Ма разрывается от звонков соперничающих чиновников, корыстных подчиненных и требовательных любовниц, жаждущих его внимания. Повествование заканчивается тем, что Ма спрыгивает с балкона квартиры своей любовницы. В своем воображении Ма совершает большой скачок в славное будущее, на деле же он, как и множество других китайских чиновников, совершает самоубийство. А высокотехнологичное устройство «Китайская мечта», что неудивительно, так и не вышло за пределы чертежной доски[124].

В научно-фантастическом романе Лю Цысиня «*Темный лес*» Вселенная — это опасное место, где рыщут хищники, а самый верный способ выжить — спрятаться. Когда китайский ученый, доведенный до отчаяния крайностями культурной революции, посылает межгалактический сигнал, местонахождение Земли становится

известным, и флот инопланетных колонизаторов отправляется ее завоевывать. В трилогии, охватывающей период с первых дней существования Китайской Народной Республики до отчаянной борьбы человечества за выживание спустя несколько столетий, китайские ученые, детективы и предприниматели стали лидерами глобального сопротивления. Китайский язык, смешанный с английским, является лингва франка. Когда один из героев, введенный в гибернацию, просыпается в далеком будущем для финальной битвы с пришельцами, он обнаруживает, что его банковский счет в банке ICBC все еще открыт, и, что особенно приятно, существенно пополнился за счет накопившихся процентов — явный вотум доверия долгосрочным преимуществам кампании Лю Хэ по снижению долговой нагрузки[125].

Какое видение будущего Китая ближе к истине? Антиутопия Ма Цзяня, в которой общество оказалось в ловушке из-за неспособности примириться со своим прошлым, где чиновники проводят больше времени в борделе, чем планируя следующий этап развития, а технологии являются инструментом контроля, а не рычагом роста? Или же представление Лю Цысиня о Китае как неотъемлемой части мирового политического, экономического и технологического порядка, его банки с многовековой историей стали наглядным опровержением краха, который ему предрекали? Можно привести убедительные аргументы в пользу обоих вариантов, но последний все же более вероятен. Сперва рассмотрим первый вариант.

В начале 2019 г., по информации Банка международных расчетов, долг Китая составлял 259,4 % ВВП. Расчеты Bloomberg Economics указывают примерно на такой же уровень: 276,2 % ВВП. Большая часть оценок китайского долга фокусируется на заемщиках, суммируя кредиты бизнесу, домохозяйствам и правительству. Используя альтернативный подход, основанный на данных по кредиторам, профессор Калифорнийского университета в Сан-Диего Виктор Ши пришел к выводу, что в середине 2017 г. долг Китая составлял 328 % ВВП[126]. Объективный анализ банковских активов свидетельствует о том, что объем непогашенных займов составляет около 312 % ВВП, так что чуть более высокая оценка Ши вполне может соответствовать действительности.

Даже если ориентироваться на самый низкий показатель, долг в размере 259,4 % ВВП ставит Китай перед двумя серьезными проблемами.

Во-первых, как показано на *рис. 11.1*, Китай имеет уровень долга развитых экономик при уровне дохода развивающихся рынков. Судя по данным Банка международных расчетов, в начале 2019 г. долг США составлял 249,3 % ВВП, что несколько ниже, чем у Китая, но при этом ВВП США на душу населения достигал 56 500 долларов, что в три раза больше, чем в Китае. Для сравнения, в крупнейших странах с переходной экономикой ВВП на душу населения близок к китайскому показателю в 17 000 долларов, но уровень их задолженности гораздо ниже. В середине 2018 г. долг Бразилии, России, Индии и Южной Африки, которые вместе с Китаем образуют группу стран с развивающимися рынками БРИКС, в среднем составлял 123,3 % ВВП.

Уникальным недостатком Китая является сочетание уровня задолженности развитых экономик и уровня доходов развивающихся рынков. Наряду с экспортом, кредиты являются топливом, приводящим в движение двигатель прогресса. Заемные средства



Рис. 11.1. Отношение долга крупнейших экономик мира к их ВВП и ВВП на душу населения. Составлено автором на основе данных Банка международных расчетов и МВФ.

используются для модернизации промышленности и инфраструктуры. Текущий уровень доходов Китая означает, что ему предстоят годы догоняющего роста. Взяв на себя столь крупные долговые обязательства на промежуточном этапе экономического развития, Китай усложнил себе задачу по сокращению разрыва со странами с высоким уровнем дохода.

Во-вторых, темпы накопления долга сигнализируют о риске кризиса. В течение четырех лет с 2004 по 2008 г. объем непогашенных займов в экономике Китая стабильно составлял около 150 % ВВП. Поддерживаемая экспортом, экономика росла, не увеличивая свою зависимость от заемных средств.

За десятилетие с 2009 по 2018 г. долг вырос до 254 % ВВП, т. е. более чем на 100 процентных пунктов. Трудно найти примеры других крупных экономик со столь же стремительными темпами наращивания долга. Зато легко найти примеры тех, которые занимали меньше средств, но все равно столкнулись с кризисом.

В США в 2007 г. объем непогашенных кредитов вырос до 229 % от ВВП по сравнению со 190 % в 2001 г. Это увеличение на 39 процентных пунктов произошло в преддверии крупнейшего финансового кризиса со времен Великой депрессии. В Греции долг вырос со 171 % в 2001 г. до 244 % ВВП в 2010 г. — рост на 73 процентных пункта, предвосхитивший погружение Греции и еврозоны в пятилетний кризис. Ближе к дому, за восемь лет, предшествовавших азиатскому финансовому кризису, отношение долга к ВВП Кореи выросло всего на 44 процентных пункта. МВФ насчитал сорок три страны, в которых отношение долга к ВВП за пять лет выросло более чем на 30 процентных пунктов. Лишь пять из них завершили этот период без серьезного замедления роста или финансового кризиса. Если сузить выборку и рассматривать только те страны, которые начинали с долгом выше 100 % ВВП, как Китай, то окажется, что ни одной из них не удалось избежать кризиса[127].

Особенности финансовой системы Китая создают дополнительные риски.

Огромная роль, которую государственные предприятия, такие как Dongbei Special, играют в экономике, и косвенная гарантия того, что их долги в случае необходимости покроет правительство, сделали их особенно привлекательными для заемщиков, вследствие

чего на долю этих компаний приходится большая часть выданных кредитов. То же относится и к инвестиционным платформам местных органов власти — забалансовым механизмам, которые городские власти используют для привлечения средств на развитие инфраструктуры. Именно китайские компании частного сектора демонстрируют самую высокую доходность активов — 9,5 % в 2017 г. Согласно официальным данным, доходность активов государственных компаний составляет не более 4 %. Учитывая субсидии, которые государственные компании получают в виде льготных кредитов и дешевой земли, даже этот показатель является завышенным[128]. С инвестиционными механизмами местных органов власти, многие из которых, за исключением продажи земли, не приносят никакого дохода, дела обстоят еще хуже. Выдавая кредиты наименее эффективным заемщикам, китайские банки усугубили проблемы, присущие быстрому росту кредитования.

Что касается кредиторов, то крупнейшие банки Китая стали ближе к рынку и предприняли попытки повысить свою эффективность. Однако они по-прежнему принадлежат государству и руководствуются не только рыночной, но и партийной логикой. На ранних этапах развития кредитование приоритетных проектов имеет смысл. Очевидно, что дорога от завода до порта повысит эффективность производства, а более крупный сталелитейный завод позволит снизить издержки и увеличить прибыль за счет эффекта масштаба. На более поздних этапах развития, когда структура экономики усложнилась, а дальнейший прогресс стал зависеть от инноваций, а не инфраструктуры, политически обусловленное кредитование уже неэффективно. Оно приводит к тому, что банки вынуждены финансировать такие убыточные проекты, как порт и промзона Цаофэйдянь в провинции Хэбэй. Кредитуя по указке бюрократов, а не в соответствии с логикой рынка, в конечном счете они, скорее всего, обзаведутся неподъемным портфелем проблемных кредитов.

Риски также усугубляет неэффективная система макроэкономического контроля. На протяжении большей части периода наращивания долга центральный банк жестко контролировал процентные ставки и курс юаня. Стоимость национальной валюты, а также цены на отечественные и иностранные товары являются ключевыми инструментами экономического контроля. Установленные

рынком, они способствуют эффективному распределению ресурсов. Установленные правительством, они этого не делают. В случае с Китаем искусственно ослабленный юань побудил предприятия сосредоточиться на капиталоемком производстве экспортных товаров вместо развития внутреннего рынка услуг, не требующего больших капиталовложений. Искусственно заниженные процентные ставки спровоцировали излишний спрос на кредиты, в результате чего были выделены средства на проекты, не имеющие коммерческого смысла. Оба фактора способствовали быстрому росту и неэффективному распределению кредитования.

Возникновение теневых банков усугубило проблемы. Теневые кредиторы с недостаточным капиталом для покрытия убытков, дорогим и нестабильным финансированием, а также наиболее ненадежным контингентом заемщиков играли все большую роль в финансовой системе. Крупнейшие банки, особенно акционерные и городские коммерческие, такие как Bank of Tangshan, стали больше полагаться на краткосрочное дорогостоящее финансирование и увеличили долю теневых кредитов в своем портфеле. Крах летом 2019 г. Baoshang Bank — небольшого кредитора из Внутренней Монголии[102] — явный признак расползающихся по фундаменту трещин.

Свидетельства финансового стресса найти несложно. Предельный коэффициент капиталоотдачи — показатель того, сколько капитальных затрат требуется для приобретения дополнительной единицы прироста ВВП — вырос с 3,5 % в 2007 г. до 6,5 % в 2017 г., самого высокого уровня за всю историю реформ[129]. Дополнительный ВВП, создаваемый каждыми новыми 100 юанями кредита, упал до 32 юаней в 2018 г., по сравнению с 95 юанями в 2005 г. По данным Банка международных расчетов, на обслуживание долга уходит почти 20 % ВВП — больше, чем в США накануне мирового экономического кризиса. Складывается картина китайской экономики, в которой все больший объем подпитываемых долгами инвестиций необходим для стимулирования постоянно снижающегося роста. Следствием этого являются непосильное бремя долгов и растущий объем скрытых безнадежных кредитов.

[102] Внутренняя Монголия — автономный район на севере КНР.

В прошлом Китаю удавалось убежать от своих проблем. В конце 1990-х гг. объем непогашенных кредитов КНР составлял около трети ВВП, и уже тогда это бремя казалось непосильным. На фоне десятилетия двузначного роста этот багаж безнадежных кредитов стал незначительной сноской в истории подъема Китая. Провернуть такой трюк снова будет непросто.

В конце 1990-х гг. население Китая было молодым и растущим. Коренные реформы государственного сектора, проведенные Чжу Жунцзи, переориентировали экономику на рост. Вступление в ВТО открыло двери на неосвоенный мировой рынок. Доля проблемных кредитов в общем объеме кредитования была высокой, но в целом уровень задолженности оставался низким, что делало рекапитализацию банков относительно доступной. В 2018 г. ситуация кардинально изменилась. Трудоспособное население старело и неуклонно сокращалось. Приверженность прорыночным реформам, казавшаяся долгосрочной на Третьем пленуме в 2013 г., сошла на нет, и Си Цзиньпин призвал «увеличить, улучшить, усилить» государственные предприятия. Мир больше не был неосвоенным рынком. В условиях, когда крупнейший торговый партнер Китая, Соединенные Штаты, занял протекционистскую позицию, казалось, что у Китая не осталось пространства для маневра. Рекапитализация крупнейшей банковской системы в мире не будет ни дешевым, ни простым делом.

Попытки внедрить инновации и заниматься предпринимательской деятельностью крайне неэффективны в рамках системы управления, где доминирует государство. Что касается инноваций, то поток финансирования создал видимость грандиозного успеха, тогда как, по словам скептиков, на самом деле за этим стоят лишь посредственность и инфляция цен на активы. Фирмы, добившиеся успеха, часто пользуются огромными государственными субсидиями, защитой от конкуренции со стороны иностранных компаний и тем, что друзья называют передачей технологий, а конкуренты — их кражей. Вливая инвестиции в целевые отрасли, государственные плановики создают не крепкий фундамент, необходимый для успеха, а избыток новых предприятий и производственных мощностей. Результат этого (и наглядный тому пример — китайский рынок робототехники) — множество компаний, из последних сил борющихся

за то, чтобы остаться на плаву, жестокая ценовая конкуренция и отсутствие вложений в научные исследования и разработки. «Я думаю, впереди светлое будущее, — сказал один предприниматель, занимающийся робототехникой, выступая в 2018 г. — Вопрос лишь в том, доживем ли мы до него»[130].

Положение частных компаний столь же неутешительно. Доля государственного сектора в промышленных активах, которая последовательно снижалась на протяжении всей эпохи реформ, стабилизировалась в 2014 г., а затем немного выросла. Идейный вдохновитель реформы предложения Лю Хэ утверждает, что его программа не направлена против частного сектора, на деле же именно частные компании в основном разоряются, а государственные предприятия захватывают все большую долю рынка и увеличивают свою прибыль. С самого начала кампании по проведению реформы предложения государственные инвестиции опережают расходы частного сектора, причем нередко с большим отрывом. Технологические гиганты столкнулись со стремлением Коммунистической партии любой ценой предотвратить угрозу социальной стабильности, даже если это означает вмешательство в бизнес и конфиденциальные данные. При создании структурных схем своих китайских филиалов иностранные компании были вынуждены предусмотреть в них место для комитета Коммунистической партии.

Наконец, если дело все же дойдет до кризиса, то обвал фондового рынка 2015 г. наглядно продемонстрировал всему миру, что китайское руководство не сможет принять эффективных ответных мер. Когда индекс Шанхайской фондовой биржи упал вдвое, в одно мгновение превратив в пыль триллионы юаней, политики не раз безуспешно пытались остановить дальнейший спад.

Государственным инвестиционным компаниям было поручено создать фонд спасения. Государственной прессе приказали не сеять панику, делая акцент на хороших новостях. Народный банк Китая снизил процентные ставки. В конечном счете падение завершилось, лишь когда более тысячи акций были отстранены от торгов, что фактически остановило работу фондового рынка. Китайские политики славятся своим дальновидным подходом к экономическому планированию, что заметно контрастирует с краткосрочностью решений

и партийными разборками, характерными для Соединенных Штатов. В условиях быстро развивающегося кризиса занавес поднялся, и все увидели, что китайское руководство справляется с ситуацией не лучше, чем правительства других стран мира.

Это и есть та призма, сквозь которую большинство экономистов и инвесторов рассматривают Китай. У экономики слишком много долгов, накопленных слишком быстро и распределенных крайне нецелесообразно несовершенной финансовой системой. Одних безнадежных кредитов, не отраженных в официальной статистике, уже достаточно, чтобы представлять угрозу стабильности. Сокращение численности трудоспособного населения, корпоративный сектор, контролируемый государством, и ошибочная политическая программа означают, что шансы Китая убежать от проблем невелики. Если кризис все-таки разразится, китайские политики окажутся неспособными взять ситуацию под контроль. Если смотреть под этим углом зрения, то вопрос заключается не в том, случится ли в Китае финансовый кризис, а в том, когда это произойдет и насколько серьезными будут последствия.

Прошлое — это пролог: каким может быть китайский кризис

Что может спровоцировать кризис? Недавняя история Китая дает множество подсказок:

В 1989 г., после нескольких лет безудержного роста кредитования была допущена ошибка при реформировании экономики — слишком быстрый переход от устанавливаемых правительством цен к рыночным. Также политики допустили просчет при попытке охладить перегретую экономику: был нажат тормоз, и рост резко остановился. Рост ВВП за год упал до 4,2 %, а социальные волнения потрясли режим до основания.

В 1998 г. азиатский финансовый кризис ударил по экспорту, параллельно с этим неуклонно снижалась прибыль промышленных компаний, а банки пытались как-то решить проблему безнадежных кредитов. По официальным данным, годовой рост составил 7,8 %, однако согласно научным

оценкам, основанным на анализе объемов потребления электроэнергии, пассажирских авиаперевозок и других показателей, он не превышал 2,2 %[131].

В 2008 г. мировой экономический кризис снова ударил по экспорту — на этот раз с еще большей силой, поскольку продажи за рубежом стали более значимым фактором роста. По официальным данным рост снизился до 6,4 %. Однако если судить по индексу Ли Кэцяна (косвенному показателю, который премьер Госсовета КНР использовал, когда руководил провинцией Ляонин), реальный рост не превышал 2,4 %.

В 2012 г. в Вэньчжоу сочетание европейского долгового кризиса, ударившего по экспорту, и ужесточения политики в отношении теневых кредиторов и спекулянтов недвижимостью поставило местную экономику на колени. Падение цен на недвижимость, бегство владельцев заводов и экстренный визит премьер-министра Вэня Цзябао дают представление о том, в каком плачевном положении оказался город.

Во время кризиса денежного рынка 2013 г. неуклюжая попытка Народного банка Китая ограничить влияние теневого банкинга, повысив ставки по кредитам, парализовала финансовую систему. В связи со слухами о дефолте одного из крупнейших банков кредиторы резко сократили объем выдаваемых займов, ставки на денежном рынке взлетели, и весь мир с ужасом ждал, что в Китае сложится ситуация, аналогичная той, которую вызвал крах Lehman Brothers.

Обвал фондового рынка в 2015 г. подорвал доверие инвесторов, а необоснованно резкое понижение курса юаня вызвало волну дестабилизирующего оттока капитала. Правительство было вынуждено приостановить торговлю акциями и принять меры по ограничению оттока капитала, чтобы предотвратить системный кризис.

В тот же период в Ляонине и других северо-восточных провинциях завершение стимулирования обнажило шаткую промышленную структуру, спровоцировав резкое снижение темпов роста, в результате чего многие компании оказались не в состоянии обслуживать свои долги. Региональная экономика объемом 5,4 трлн юаней, эквивалентная по размеру турецкой, столкнулась с рецессией и банкротством.

Эта краткая история промахов национального масштаба и прямых попаданий на местном уровне наглядно демонстрирует, что Китай не защищен от кризисов. Она также представляет собой перечень потенциальных триггеров экономического краха. Сокращение объема экспорта, резкое падение цен на недвижимость, излишне амбициозные реформы, драконовские ограничительные меры, обвал рынка, отток капитала или просто инерционный вес «компаний-зомби» — все это может ввергнуть Китай в пучину рецессии.

В прошлом, когда возникали проблемы, у Китая всегда хватало импульса роста, пространства для маневра и политической решимости, чтобы справиться с ними, избежав жесткой посадки. Так будет не всегда. Перенесемся в 2024 г. и рассмотрим пессимистичный, но правдоподобный сценарий того, что может произойти с экономикой Китая:

Неуклонное сокращение численности населения трудоспособного возраста, зашедшая в тупик реформа государственного сектора и непрекращающаяся торговая война сдерживают рост. По прогнозам МВФ, темпы роста экономики Китая к этому моменту замедлятся до 5 %. Согласно более пессимистичному сценарию, они будут гораздо ниже. Проанализировав целый ряд исторических фактов, гарвардские экономисты Лант Притчетт и Ларри Саммерс пришли к выводу, что ежегодный рост ВВП Китая снизится до 2 %[132]. Возможности развития посредством преодоления проблем практически исчерпаны.

Несколько раундов подпитываемого кредитами стимулирования раздули долг до невероятных масштабов. Приняв во внимание прогнозы роста, интенсивности кредитования и списания безнадежных кредитов, экономист Филдинг Чен заключил, что к 2024 г. долг Китая возрастет до 330 % ВВП[133].

Государственный долг, приближающийся к 100 % ВВП (даже по скромной официальной оценке), существенно ограничит возможности для улучшения инфраструктуры. Более высокий уровень задолженности домохозяйств затруднит стимулирование спроса за счет ипотечного кредитования. Пространство для маневра, необходимое для проведения антикризисной политики, будет исчерпано.

Си Цзиньпин, который по конституции страны не может занимать свой пост более двух сроков подряд[103], должен будет уйти в отставку в 2022 г. Семидесятиодно-летний Си Цзиньпин, управлявший страной на протяже-нии двенадцати лет[104], столкнется с проблемой, знакомой многим лидерам, долгое время пребывавшим у власти: политические идеи, которые казались свежими в 2012 г., теперь устарели, мудрый совет найти сложнее, потенциаль-ные преемники борются за власть. Политическая смекалка и единство цели, которые позволяли Китаю преодолевать трудности в прошлом, уже не могут служить опорой.

Система сдержек и противовесов, которая могла бы исправить ошибки, совершенные политиками, не работала. Свободную прессу, превратившую южное турне Дэн Сяо-пина в национальные дебаты о необходимости реформ, заставили замолчать. Пространство для конструктивного инакомыслия, позволяющее активистам (таким как Хуан Ци из Чэнду, помогающий людям отстоять свои права на землю) выявлять порочные практики, не бросая вызов правлению Коммунистической партии, сузилось до предела.

В прошлом сокращение темпов роста, обусловленное паде-нием цен на недвижимость, спад экспорта, промахи, допущенные при проведении реформ, обвал рынка или отток капитала служили толчком к принятию правительством решительных и в конечном счете успешных ответных мер. В будущем этого может не произойти.

Если в Китае все-таки разразится кризис, что произойдет с его экономикой? Анализ международного опыта дает нам возможность делать прогнозы. В 1997 г., когда азиатский финансовый кризис был лишь отблеском в глазах менеджеров хедж-фондов, экономика Кореи выросла на 5,9 %. В 1998 г., когда кризис был в самом разгаре, она сократилась на 5,5 %. Находящаяся ближе к эпицентру кризиса Индонезия ощутила еще более сильный удар: темпы ее экономи-ческого развития скакнули с 4,7 % роста до 13,1 % падения. В США

[103] См. текст сноски 88 (с. 200).

[104] Тут, видимо, ошибка автора: Си Цзиньпин является генеральным секре-тарем ЦК КПК с 15 ноября 2012 г., Председателем КНР с 14 марта 2013 г. В 2022 г. исполняется 10 лет от его назначения на руководящую должность. — *Примеч. ред.*

рост в 3,5 % в докризисный период превратился в сокращение в 2,5 % в период финансового кризиса. До европейского долгового кризиса темпы роста экономики Греции составляли 5,6 %, в период кризиса они снизились на 9,1 %.

Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф в своей фундаментальной работе «*На этот раз все будет иначе*», пробравшись сквозь дебри исторических фактов, представили миру расчеты среднего влияния крупных банковских кризисов на цены активов, экономический рост, уровень безработицы и государственный долг:

> **Цены на активы падают: цены на недвижимость снижаются в среднем на 35 % за шесть лет, а цены на акции — на 56 %.**
>
> **Объем производства сокращается более чем на 9 %, а рецессия длится в среднем два года. Уровень безработицы повышается в среднем на 7 процентных пунктов, и эта динамика сохраняется на протяжении четырех лет.**
>
> **Государственный долг увеличивается на 86 %, поскольку государство возлагает на себя бремя финансирования восстановления экономики и рекапитализации банков.**

Эти цифры не внушают оптимизма. Особенно тревожит тот факт, что масштабы финансовых перекосов в Китае больше, чем где бы то ни было в мире, а значит, цена устранения их последствий будет значительно выше.

Эффект домино: глобальные риски китайского кризиса

Одновременную веру в то, что Китай вот-вот потерпит крах или захватит мир, можно назвать синофренией[105]. Когда вы читаете новости и слушаете комментарии об экономике и внешней политике КНР, оба сценария кажутся вероятными. С одной стороны, государственный долг чрезвычайно высок, пузырь недвижимости вот-вот лопнет, а над финансовым сектором сгустились настолько мрачные тучи, что экономика едва ли сможет долго избегать кризиса. С другой — у Китая есть генеральный план по овладению технологиями

[105] Авторский неологизм, составленный из двух частей: от *лат.* sino — «китайский» и phrenia — «психика, состояние ума». — *Примеч. ред.*

будущего, мощная дипломатия, оказывающая влияние на весь мир, и экономика, готовая соперничать с США за мировое лидерство.

Эти противоречия особенно остро ощущаются при размышлениях об инициативе «Один пояс — один путь» — знаковой попытке Си Цзиньпина привести геополитический вес Китая в соответствие с его экономической мощью. В сентябре 2013 г. во время визита в Казахстан Си Цзиньпин объявил о планах создания Экономического пояса Шелкового пути, который протянется из Китая через Центральную Азию, Ближний Восток и Европу. Месяц спустя в Индонезии он также сообщил о намерении проложить Морской Шелковый путь, огибающий Юго-Восточную Азию, Океанию и Африку. Названия казались вычурными, но план был кристально ясен: использовать финансовые ресурсы и опыт Китая для укрепления инфраструктурных связей с остальным миром. Увеличение объемов строительства обеспечит немедленное ускорение роста и задействует часть свободных промышленных мощностей Китая. Развитие торговых связей позволит увеличить экспорт и поддержать долгосрочное развитие. Участие в крупных инвестиционных проектах заставит правительства других развивающихся стран дважды подумать, прежде чем идти наперекор Пекину.

Одни увидели в этом искусную демонстрацию силы, огромных ресурсов и далекоидущих планов Китая. Когда Вашингтон, все еще не оправившийся от мирового экономического кризиса, начал отказываться от исполнения своих международных обязательств, резко обозначился контраст между идущим вперед Китаем и сдающими свои позиции Соединенными Штатами. Филиппины, ключевой игрок в спорном районе Южно-Китайского моря и индикатор настроений в Юго-Восточной Азии, быстро сменили сторону. Президент Родриго Дутерте назвал Барака Обаму «сукиным сыном» и отправился в Пекин посмотреть, какие «пряники» раздает Си Цзиньпин. Форум «Один пояс — один путь» с крайне неблагозвучным английским акронимом BARF[106] собрал в Пекине глав двадцати девяти государств. Они вежливо выслушали обещания Си Цзиньпина создать «новый тип международных отношений, предусматривающий вза-

[106] Belt and Road Forum (BARF) — в англ. языке глагол *barf* имеет значение «блевать».

имовыгодное сотрудничество», но куда больше их, вероятно, интересовало финансирование в размере 540 млрд юаней, от которого можно было отхватить кусок.

Другие сочли инициативу «Один пояс — один путь» очередным свидетельством того, что амбиции Китая по-прежнему значительно превосходят его реальные возможности. В проекте было много грандиозных планов и громких заявлений, но мало реальных инвестиций. В 2016 г., когда после обвала юаня был ужесточен контроль за движением капитала, объем зарубежных инвестиций Китая существенно сократился. Некогда казавшихся неисчерпаемыми резервов иностранной валюты, которые Китай мог использовать для приобретения зарубежных активов и расширения сферы влияния, теперь едва хватало для обеспечения стабильности национальной валюты. Китайские провинции, которые должны были выиграть от улучшения инфраструктурных связей, работали не лучше, а порой даже хуже, чем остальная часть страны. В 2018 г. пришедшее к власти правительство Малайзии[107] (еще одного лидера Юго-Восточной Азии) свернуло проекты, финансируемые Китаем, заявив, что инициатива «Один пояс — один путь» представляет собой «новый колониализм».

Как и всегда в случае обострения синофрении, оказывается, что обе стороны правы, но ни одна из них не права на 100 %. «Быки»[108] не заметили недостатки, ошибки, накладки и чрезмерную амбициозность начального этапа инициативы. «Медведи» не увидели леса за деревьями. С ликованием указывая на недоработки проекта, они упустили из виду общую картину: Китай начал строить все больше объектов и незаметно дергать за все новые ниточки в Азии, Европе и на Ближнем Востоке.

По одному вопросу у сторон точно не возникает разногласий: инициатива «Один пояс — один путь» свидетельствует о росте глобального влияния Китая. В 2018 г. экономика Китая была второй по величине в мире, на нее приходилось почти 16 % общего объема производства. Китай также был вторым крупнейшим импортером

[107] 10 мая 2018 г. премьер-министром Малайзии был избран 92-летний Махатхир Мохамад, ставший самым старым из действующих глав государств. В 1981–2003 гг. являлся премьер-министром страны. В феврале 2020 г. ушел в отставку.

[108] На фондовом рынке продавцов контрактов принято называть «медведями», а покупателей — «быками».

мира, приобретая товары на сумму 2,1 трлн долларов. Производители металлов — от ведущих железорудных предприятий Австралии и Бразилии до медных рудников Чили — считают Китай своим главным клиентом. По потреблению нефти КНР занимает второе место после США. Все — от Apple до Walmart — зависят от китайских заводов как важнейшего звена в цепи поставок. Фондовый рынок Китая — второй по величине в мире (уступает только США), а рынок облигаций — третий (уступает США и Японии). Связи китайских рынков с остальным миром пока слабы, но они укрепляются день ото дня.

Пока рост Китая идет по плану, эти рычаги влияния приносят пользу всему миру. В случае кризиса они спровоцируют эффект домино.

Для своих торговых партнеров Китай одновременно является конкурентом, партнером по производству и клиентом. В условиях кризиса резкое снижение экспорта ввиду закрытия фабрик может быть выгодно некоторым конкурентам. Однако это повлечет за собой серьезное замедление роста, поскольку будет разорвано основное звено в азиатской производственной цепочке поставок, и спрос на импорт в Китае рухнет. Азиатские экономики, интегрированные в глобальную производственную цепочку вместе с Китаем, пострадают особенно сильно.

Ограниченные связи китайского рынка капитала с остальным миром означают, что прямое воздействие через финансовые каналы будет незначительным. Как показал опыт краха китайского фондового рынка в 2015 г., косвенные последствия утраты доверия могут быть очень серьезными. Обвал китайских рынков акций и облигаций вызовет афтершоки по всему миру.

Цены на сырьевые товары — это точка пересечения торговых и финансовых каналов. Поскольку Китай является фактором, определяющим спрос на все — от соевых бобов до железной руды, обвал спроса в КНР неизбежно вызовет падение цен. Пострадают экспортеры сырьевых товаров. Страны с развитой экономикой, импортирующие сырьевые товары, выиграют от падения цен, но этого будет недостаточно, чтобы покрыть убытки от снижения экспорта и эффекта домино на финансовых рынках.

Инициатива «Один пояс — один путь» стартовала медленно. Однако со временем зарубежные инвестиции КНР будут только увеличиваться. Кризис в Китае вызовет внезапное сворачивание запланированных проектов и приведет к сокращению капитальных расходов. Особенно сильно это скажется на развивающихся странах, которые полагаются на китайское финансирование для реализации проектов.

В 2015 г. экономика Китая была наиболее близка (пожалуй, ближе всего с 1989 г.) к жесткой посадке. Сочетание обвала фондового рынка, ослабления юаня и массового оттока капитала вызвало опасения, что конец близок. После того, как пыль улеглась, политики по всему миру решили, что настало время обратить пристальное внимание на уязвимость своих стран перед Китаем и потенциальный ущерб от эффекта домино, который вызовет его крах.

МВФ посвятил одну из глав своего доклада «Перспективы развития мировой экономики» за 2016 г. «побочным эффектам перехода Китая к рыночной экономике». Европейский центральный банк размышлял о «переходе Китая к устойчивому росту и последствиях этого для мировой экономики и еврозоны» — тактичная формулировка щекотливого вопроса: что произойдет с Европой, если Китай потерпит крах[134]. Банк Англии тоже выразил обеспокоенность тем, что финансовые связи с Гонконгом и растущая роль китайских инвесторов на лондонском рынке недвижимости могут усилить удар, который нанесет по Великобритании китайский кризис[135].

Главный вывод из всех этих исследований заключается в том, что последствия экономического краха КНР для остального мира будут катастрофическими. По оценкам МВФ, падение спроса в Китае на 1 % приведет к снижению мирового ВВП на 0,25 %. Если прибавить это к выводам Рейнхарт и Рогоффа о том, что в странах, переживающих банковский кризис, обычно наблюдается 9%-е падение производства, то кризис в Китае может сократить мировой ВВП на 2,25 %, поставив мир на грань глобальной рецессии.

Наибольшая опасность грозит азиатским соседям Китая. Для таких стран, как Южная Корея и Тайвань, Китай является не только конечным источником спроса на экспортные товары, но и важнейшим звеном в цепочке поставок, по которой их продукция

доставляется потребителям в США и Европе. В 2018 г. экспорт Южной Кореи в Китай составлял почти 13 % ВВП. Это и конечные товары, наподобие увлажняющей косметики, которая пользуется большим спросом у китайских модниц, и такие промежуточные товары, как, например, детали, поставляемые компанией Samsung на китайские заводы по сборке смартфонов. По оценкам МВФ, падение спроса в КНР на 1 % приведет к снижению ВВП Кореи на 0,35 %. Если же в Китае разразится полномасштабный кризис, чреватый падением спроса на 9 %, это ввергнет Южную Корею и других его азиатских соседей в глубокую рецессию.

Следующими на очереди являются крупные экспортеры сырьевых товаров. Такие страны, как Австралия, Бразилия и Саудовская Аравия, уязвимы вдвойне. Во-первых, сокращение китайских инвестиций приведет к обвалу спроса на сырьевые товары. В 2018 г. экспорт сырья (в основном железной руды) в Китай составлял почти 7 % ВВП Австралии. Что касается Саудовской Аравии, то на долю экспорта нефти в КНР приходилось около 6 % ВВП. Во-вторых, крах Китая подорвет доверие к финансовым рынкам, что неизбежно приведет к падению цен на сырьевые товары. Более всего пострадает Австралия: по оценкам МВФ, падение спроса в Китае на 1 % приведет к снижению ВВП Австралии на 0,2 %.

Для крупных стран с развитой экономикой последствия будут менее значительными, поскольку убытки от сокращения экспорта и эффекта домино будут частично компенсированы повышением цен на сырьевые товары. Исключение составляют Германия и Япония. Последняя, глубоко вплетенная в азиатскую цепочку поставок электроники, столкнется с сокращением объема производства на 0,2 %, если спрос в Ките снизится на 1 %. Германия, крупный поставщик двигателей, турбин и другой высокотехнологичной продукции, необходимой промышленному сектору Китая, понесет меньший, но все же значительный урон.

Для Соединенных Штатов, Великобритании и других европейских стран удар будет не столь сильным, как для азиатских соседей Китая или экспортеров сырья, но все же весьма ощутимым, и его, вероятно, усугубят укрепившиеся финансовые связи с КНР. В США и Великобритании ситуацию осложнит чрезмерная роль, которую финансовые рынки играют в экономике. В августе 2015 г.,

когда на китайских фондовых рынках произошел обвал, индекс S&P 500 упал на 3,9 % всего за один день. Если кризис в Китае введет американские рынки в штопор, то удар по потребительскому доверию и корпоративному финансированию усугубит последствия падения экспорта.

Принадлежащий Китаю портфель казначейских облигаций США, безусловно, осложняет отношения двух стран, но вряд ли сыграет решающую роль в случае кризиса. Его объем по состоянию на конец 2018 г. составлял 1,1 трлн долларов США — чуть больше, если добавить к этому скрытые активы из других финансовых центров. Тот факт, что Китай является одним из крупнейших в мире держателей американских казначейских облигаций (конкурируя за первое место с Японией), является постоянным источником беспокойства. Первый этап спасения банковской системы от кризиса (до листинга четырех крупнейших государственных банков) финансировался за счет продажи валютных резервов. Что если финансовые трудности вынудят Китай рекапитализировать свои банки в еще больших масштабах, и для сбора необходимых средств он решит распродать портфель казначейских облигаций? Спровоцирует ли это финансовый кризис, который перекинется на США и весь остальной мир?

Именно по этой причине такой сценарий развития событий крайне маловероятен. Столкнувшись с кризисом внутри страны, китайские лидеры будут полагаться на высокий мировой спрос для вывода экономики из рецессии. Распродажа казначейских облигаций по бросовым ценам, которая непременно спровоцирует кризис в США и, возможно, во всем мире, была бы в высшей степени контрпродуктивной. Еще в 2007 г. Ларри Саммерс ввел термин «баланс финансового террора», четко сформулировав идею о том, что КНР не следует избавляться от государственных облигаций США, потому что в противном случае возникший кризис поглотит всех. Китай перестал пополнять свой портфель американских казначейских облигаций, его размер не изменялся с конца 2013 г. Пока баланс финансового террора соблюдается. Даже в условиях кризиса Китай скорее будет искать другие источники финансирования, чем подвергать риску своего крупнейшего торгового партнера.

Чем позже разразится кризис, тем серьезнее будут его последствия. В 1989 г., когда китайская экономика впервые столкнулась с системным потрясением, ее ВВП составлял всего 2,3 % от общемирового. Во время азиатского финансового кризиса 1998 г. 3,3 %. В 2015 г., когда после обвала фондового рынка и оттока капитала над Китаем нависла угроза жесткой посадки, этот показатель достиг 15 %. К 2024 г. он приблизится к 19 %. Финансовые рынки Китая расширяются и открываются еще более стремительно. По прогнозам Bloomberg Economics, с 2017 по 2025 г. китайский рынок облигаций может увеличиться вдвое. Набирающая силу инициатива «Один пояс — один путь» ускорит укрепление финансовых связей и создаст новые зависимости от торговли с Китаем и его инвестиций. В условиях кризиса чем крупнее станет экономика Китая, тем большее влияние она будет оказывать через торговые каналы. Чем более обширными и открытыми станут китайские рынки, тем разрушительнее будут последствия эффекта домино. Финансовый кризис в Китае возможен. Если он произойдет, последствия для КНР и всего мира будут плачевными. Однако вероятность такого развития событий невелика.

12

Никогда не бывает слишком поздно

История современного Китая изобилует теориями о том, каким будет его крах. В 1978 г., когда Дэн Сяопин заявил, что «практика — единственный критерий истины», мало кто предполагал, что он открывает дверь в четыре десятилетия быстрого роста. В 1991 г. рухнул Советский Союз, и все ожидали, что та же судьба постигнет и коммунистический Китай. По мере того как азиатский финансовый кризис сметал кланово-капиталистические режимы повсюду от Таиланда до Кореи, казалось, что дни неэффективных госкомпаний и обремененных безнадежными кредитами государственных банков в Китае сочтены. В 2001 г. вступление Китая в ВТО рассматривалось как победа Соединенных Штатов. «Кто встанет на сторону партии, когда рабочие потеряют свои рабочие места в экономике ВТО? — задавался вопросом один из самых скептически настроенных китайских “медведей”. — Будет ли какой-нибудь экономист из Пекинского университета объяснять понятие дефицита торгового баланса и концепцию сравнительных преимуществ разъяренной толпе, надвигающейся на правительственную резиденцию Чжуннаньхай?»[136]

Ожидалось, что рост численности среднего класса и его претензии на участие в политической жизни страны станут началом конца Коммунистической партии. Ожидалось, что Китай не сможет вырваться из ловушки среднего дохода и перейти от экономики, базирующейся на дешевой рабочей силе и необдуманных инвестициях, к экономике, в основе которой лежат высокая квалификация и производительность. Ожидалось, что мировой экономический

кризис обрушит китайский экспорт, спровоцировав рост безработицы и поставив под угрозу стабильность режима. Ожидалось, что переход от инвестиций к потреблению как движущей силе роста будет неуправляемым. Города-призраки, долги местных органов власти и теневые банковские операции называли потенциальными триггерами системного кризиса.

Существует множество различных теорий краха, но все их объединяет одно — пока они не оправдались.

Почему? Одна из причин заключается в том, что они не ошибочны, а преждевременны. Знаменитое высказывание экономиста Массачусетского технологического института Рудигера Дорнбуша, гласящее: «Кризисы назревают дольше, чем вы думаете, но стоит им начаться, и их развитие будет куда более стремительным, чем вы можете себе представить», — однажды окажется столь же пророческим для Китая, как и для многих других стран[137]. Помимо этого, следует учитывать еще четыре фактора:

У Китая есть недооцененные источники силы: значительные возможности для развития, стабильная монетарная поддержка финансовой системы и характерные преимущества государства развития.

Негативные последствия политических решений сильно преувеличиваются, иными словами, недооценивается креативность китайских политиков.

Будучи устремленным к единой цели однопартийным государством, Китай обладает уникальными ресурсами, которые он может задействовать для решения проблем.

Сочетание низкой прозрачности китайского рынка и накал эмоций вокруг китайской экспансии затуманивают взор сторонних наблюдателей, мешая им объективно и непредвзято оценивать ситуацию.

«Что мы можем производить? — спросил председатель Мао Цзэдун, приступая к реализации первого пятилетнего плана в 1953 г. — Столы, стулья и чайники… <…> …мы не умеем выпускать автомобили, самолеты и танки». Вся история Китая с тех пор была попыткой исправить это упущение (особенно с начала проведения

политики реформ и открытости при Дэн Сяопине), а промышленные плановики мобилизовали все имеющиеся ресурсы, чтобы поднять экономику на более высокую ступень развития. Одна из причин их успеха заключается в том, что экономисты называют «преимуществом отсталости»: китайцы имели возможность копировать зарубежные технологии и успешные управленческие решения мировых лидеров. На ранних этапах становления Народной Республики это значительно ускорило развитие Китая.

Даже сейчас, спустя более полувека после высказываний Мао Цзэдуна, Китай все еще пользуется преимуществами отсталости. В 2018 г. ВВП на душу населения, измеренный по паритету покупательной способности, составил 16 000 долларов, что составляет менее 30 % от уровня США. Этот факт часто упускается из виду иностранными туристами. Прилетая в ультрасовременный аэропорт Пекина, останавливаясь в отеле Ritz Carlton в западной части города или в другом Ritz Carlton в восточной части, присутствуя на заседаниях в недавно построенных офисных зданиях, наблюдая за одетыми с иголочки молодыми профессионалами, ищущими через приложение попутчиков для поездки на машине, легко забыть, что Китай по-прежнему является развивающейся страной. Страны, имеющие пространство для роста, могут развиваться, вопреки наличию финансовых проблем, которые могли бы парализовать более развитую экономику.

Сама по себе отсталость не является преимуществом. Многие африканские страны бедны, и это им не помогло. Что действительно ускорило развитие Китая, так это его население в 1,3 млрд и правительство, которое не остановится ни перед чем. Население в 1,3 млрд человек изначально было важным источником дешевой рабочей силы и приманкой для иностранных компаний, которые стали строить заводы вдоль всего восточного побережья. И это одна из главных причин, почему вступление в ВТО не привело к тем последствиям, которых ожидали китайские «медведи». В последующие годы по мере роста стоимости рабочей силы и увеличения потребительской способности производство для огромного внутреннего рынка Китая казалось все более привлекательным. Иностранные фирмы готовы были заключить сделку — доступ на китайский рынок в обмен на передачу технологий и управленческих ноу-хау.

Опыт Японии, Южной Кореи и Тайваня представлял собой готовый план по управлению этим процессом. Китаю не пришлось ни изобретать колесо в области технологий (вместо этого он копировал то, что уже существовало в более развитых странах), ни с нуля разрабатывать модель государства развития (он перенимал то, что доказало свою эффективность у соседей по Восточной Азии). Несмотря на токсичные исторические отношения между двумя странами, в начальный период проведения политики реформ и открытости Япония, как ни странно, щедро делилась с Китаем технологиями. Лю Хэ, главный экономический советник Си Цзиньпина, принадлежит к числу китайских плановиков, обученных японскому подходу к развитию экономики[138].

Сочетание пространства для роста, огромных размеров, доступа к иностранным технологиям и готового плана развития дало Китаю серьезные конкурентные преимущества. К этому следует добавить высокую норму сбережений, контроль за движением капитала и государственную банковскую систему. Как государство Китай сберегает почти половину своих доходов, а строгий контроль за движением капитала означает, что эти средства сложно перевести в офшор. В результате подавляющее большинство сбережений остается в национальной банковской системе, гарантируя китайским банкам стабильный приток дешевого финансирования; а поскольку банки принадлежат государству, у государственных плановых органов есть постоянно пополняемая копилка для финансирования приоритетных проектов.

Соедините эти части вместе, и получится мощный двигатель развития. У Китая было пространство для роста, чтобы догнать передовые уровни производства в США, Японии и Германии; население численностью 1,3 млрд человек, привлекающее иностранные фирмы и их технологии; разработанный в Японии план, как собрать все компоненты воедино; и свободный пул сбережений для покрытия любых расходов. Чтобы убедиться в том, насколько это сочетание успешно, обратите внимание на историю развития самого Китая. Почти четыре десятилетия роста, в среднем составляющего 9,6 %, и (если оставить в стороне вопрос о достоверности официальных данных) никогда не падающего ниже 3,9 %. Только восточноазиат-

ским странам удалось приблизиться к этому показателю. Остальные страны развивающегося мира о таком даже не мечтают.

Несмотря на благоприятные макроэкономические факторы, Китай не раз сталкивался и продолжает сталкиваться с очень серьезными структурными проблемами. Критики утверждают, что китайские лидеры оказались между молотом и наковальней, столкнувшихся с рядом дилемм «сделаешь — плохо, не сделаешь — тоже плохо»:

> **Развитие влечет за собой формирование среднего класса. Средний класс будет требовать политических прав. Вызов, брошенный Коммунистической партии, приведет к политической нестабильности. Неспособность к развитию спровоцирует обнищание населения, что поставит под сомнение легитимность правительства, обещавшего постоянное улучшение качества жизни, и ускорит падение режима.**
>
> **Чтобы избежать стагнации, Китаю необходимо реформировать устаревший государственный сектор. Но сложность в том, что государственный сектор является стержнем китайского промышленного планирования и управления спросом, а также основой патронажной сети верхнего эшелона власти. Без него правительство потеряет контроль.**
>
> **Безудержный рост цен на недвижимость необходимо обуздать, иначе потенциальные домовладельцы начнут выступать против существующего политического строя. Однако сдерживание цен приведет к схлопыванию пузыря на рынке недвижимости, и Китай лишится своего главного фактора роста — строительного бума.**

До сих пор ни один из этих вынужденных компромиссов не оказал достаточно мощного влияния, чтобы изменить траекторию развития Китая. Средний класс готов мириться с однопартийной формой правления, во всяком случае до тех пор, пока он продолжает богатеть. Государственный сектор велик и сложен, закрытие одной его части и повышение эффективности другой позволили придать новый динамизм экономическому развитию без потери контроля над командными высотами. Бум в сфере недвижимости

оказался продолжительнее, чем предполагали аналитики, а политики — более компетентными в сдувании пузырей без ущерба для экономики.

Одна из причин, по которой китайским политикам удается избежать необходимости делать выбор, который, по мнению «медведей», является заведомо проигрышным, заключается в том, что они обладают большей фантазией и гибкостью, чем полагают критики. Наглядным примером является теория трех представителей Цзян Цзэминя, который сделал членство в Коммунистической партии возможным для предпринимателей и других представителей буржуазии. Вместо того чтобы рухнуть под натиском растущего частного сектора и среднего класса, Коммунистическая партия просто приняла в свои ряды их ведущих представителей. В 2017 г. Ван Хунин — политический теоретик, которого считают одним из создателей теории трех представителей, стал членом Постоянного комитета — высшего органа власти Китая. Джек Ма, основатель гиганта электронной коммерции Alibaba и один из самых богатых людей в мире, является членом Коммунистической партии. Пони Ма, основатель компании Tencent, тоже принадлежащий к числу богатейших людей планеты, является делегатом Всекитайского собрания народных представителей.

Управление взлетами и падениями в сфере недвижимости тоже не лишено креативности. Китайские «медведи» считали, что для сектора недвижимости существует только два сценария развития событий — бум или спад. Разработав всеобъемлющий набор инструментов и методику их применения с различной степенью интенсивности в зависимости от специфики каждого отдельного города, политики продемонстрировали, что в спектре возможностей существует множество промежуточных позиций. Изменение ипотечных ставок, размера первоначального взноса и административных требований к тем, кому дозволяется приобретать жилье, оказалось эффективным способом регулирования спроса. Установление различных требований для покупателей первого, второго и третьего жилья сделало схему более гибкой. Китайскому сектору недвижимости свойственны резкие подъемы и спады, но до сих пор этот превосходный набор инструментов позволял китайским

политикам избегать чего-то наподобие финансового краха Японии или американского кризиса субстандартного кредитования.

Снятие ограничений на движение капитала — третий пример. Принято считать, что Китай столкнулся с трудным и неприятным выбором. Ограничение движения капитала — блокирование свободного перемещения средств между континентальной частью Китая и остальным миром — создаст барьер для оттока капитала, но обречет экономику Китая на неэффективность финансовой автаркии. Свободное движение капитала обеспечит большую эффективность, но подвергнет Китай риску внезапной остановки[109], подобной азиатскому финансовому кризису. Сын одного высокопоставленного китайского чиновника, являющийся крупным игроком финансового сектора, заявил, что либерализация движения капитала «равносильна самоубийству». Несмотря на это грозное предупреждение, китайские политики нашли компромиссное решение: сняли ограничения на движение капитала для долгосрочных инвестиций и сохранили их для дестабилизирующих экономическую обстановку краткосрочных спекулятивных операций.

Если экономическая мощь, энергия и изобретательность не помогут, китайские политики всегда могут прибегнуть к необычным ресурсам ленинского однопартийного государства. Главным из них является возможность изменять стратегические приоритеты быстро, комплексно и без учета процедурных или юридических тонкостей. Именно такой была реакция Китая на мировой экономический кризис. Стимулирующие меры в размере 4 трлн юаней — своевременные и достаточные по объему — были подкреплены денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой, а также регулированием промышленности и финансовой отрасли.

Аналогичным образом ситуация складывалась во время обвала фондового рынка в 2015 г., который в итоге закончился тем, что по указанию сверху от торгов было отстранено более тысячи акций, в результате чего неудачливые инвесторы понесли серьезные убытки.

[109] Внезапная остановка (sudden stop) — кризис счета движения капиталов или платежного баланса.

Обвал фондового рынка также продемонстрировал способность государства контролировать информационные потоки. Пресса, телевидение и интернет-СМИ получили четкие инструкции, как освещать ситуацию на рынке акций, поскольку политики стремились остановить распространение паники, устранив плохие новости. Одного несчастного репортера из *Caijing*, крупнейшего китайского финансового журнала, даже арестовали за фабрикацию и распространение якобы ложной информации. В телевизионном обращении Ван Сяолу признался в том, что вызвал «панику и беспорядок» и извинился за то, что из-за этого «страна и ее инвесторы понесли такие большие потери». Ван был не одинок, почти двести человек понесли наказание за распространение слухов в интернете[139].

Однако использование этих дополнительных политических рычагов дорого обходится китайскому правительству. Отказ от соблюдения правительством надлежащих процессуальных норм и ограничение свободы слова чреваты ошибками в обоих направлениях. Политики могут переусердствовать, что и произошло со стимулированием в размере 4 трлн юаней. Или наоборот, оставить проблемы без внимания на слишком длительный срок, как в случае с политикой «одна семья — один ребенок» — масштабной стратегической ошибкой, которой демократическое правительство, включившее в конституционную практику систему сдержек и противовесов, наверняка смогло бы избежать. Почти всегда краткосрочная гибкость и устойчивость, характерные для авторитарных режимов, в долгосрочной перспективе становятся источником ригидности и хрупкости. Многие аналитики утверждают, что в конечном счете именно это и погубит Китай. Когда-нибудь Китай поймет, что его политический курс ошибочен, но пока этого не произошло.

Составить объективное мнение о Китае так сложно из-за двух трудно осознаваемых истин. Во-первых, действительно очень непросто понять, что там на самом деле происходит. Язык является барьером не только для иностранцев, причем даже тех, которые посвятили тысячи часов его изучению, но и для носителей языка. Политические заявления изобилуют шаблонными фразами, но мало что сообщают по существу. Официальные данные отрывочны, и качество их оставляет желать лучшего, а порой они и вовсе фабрикуются в политических целях. Чиновники не стремятся к общению с любознательными

иностранцами. В условиях, когда правительственная пропаганда предупреждает о рыщущих повсюду шпионах, даже прежде готовые к сотрудничеству ученые и политические аналитики замолчали. Отважная группа журналистов-расследователей, многие из которых сотрудничают с зарубежными изданиями, проделывает колоссальную работу в крайне неблагоприятных условиях. Оказавшись под пристальным надзором полиции, все меньше и меньше местных репортеров соревнуются за сенсации на первой полосе.

Также к рассмотрению вопроса о Китае очень сложно подойти непредвзято. Китай — это однопартийное государство, почти никогда не проявлявшее уважения к свободе личности. Государство доминирует в экономике, крупнейшие банки и промышленные компании ставят указания промышленных плановиков выше интересов акционеров, а регулирующие органы вмешиваются в работу рынков, когда им заблагорассудится. Китай уже оспаривает военное превосходство США в Азиатско-Тихоокеанском регионе, а в следующем десятилетии, вероятно, будет претендовать на роль мирового лидера. Рассматривая все эти щекотливые вопросы, сложно разглядеть истинный Китай за пеленой красного тумана. Беспристрастные суждения — большая редкость.

Критика различных стилей руководства Ху Цзиньтао и Си Цзиньпина — наглядное тому подтверждение. Ху Цзиньтао действовал, опираясь на консенсус, пытаясь достичь согласия между всеми заинтересованными сторонами, прежде чем двигаться дальше. Это имело свои преимущества: выработка политического курса была взвешенной и тщательной. Но она также была медленной и, стараясь угодить всем, Ху Цзиньтао уклонялся от принятия сложных решений. Иностранные аналитики пришли к выводу, что Ху Цзиньтао — неэффективный руководитель, а Китаю нужен лидер с сильным характером, который будет идти к цели по головам.

Си Цзиньпин придерживался диаметрально противоположного подхода. Поиски консенсуса были исключены, решения принимались в одностороннем порядке. Его называли «Председатель всего» (и «Си, которому следует подчиняться»). После критики Ху Цзиньтао за его колебания и нежелание брать на себя ответственность аналитикам могла бы прийтись по душе жесткость Си Цзиньпина. Но, увы, Си Цзиньпина стали называть Мао Цзэдуном XXI века

Комментаторы, которые до появления Си Цзиньпина утверждали, что Китаю необходима жесткая рука, сочли, что этот конкретный авторитарный лидер — совсем не то, что нужно стране. Когда беспристрастное наблюдение оттесняется на второй план многолетней критикой, сформировать объективное представление о политике, экономике и финансовом положении Китая становится еще сложнее.

Конец четвертого цикла

Китай эпохи реформ прошел через три цикла развития. Первый начался с решения Дэн Сяопина порвать с идеологическими крайностями маоизма и завершился подавлением студенческих протестов и гонениями на консерваторов. Второй начался с южного турне Дэн Сяопина и закончился азиатским финансовым кризисом. Третий начался с реформы государственного сектора Чжу Жунцзи и вступления Китая в ВТО, а завершился мировым экономическим кризисом. На каждом из этих этапов успешная политика обеспечила десятилетие роста, но в конечном счете исчерпала свои возможности. Каждый раз цикл завершался кризисом, но этот кризис становился толчком для проведения масштабных реформ, которые (в сочетании с сильными сторонами экономики) становились катализатором для следующего десятилетнего витка роста.

Спустя десять лет после того, как мировой экономический кризис стал причиной вливания в экономику 4 трлн юаней, Китай находится в конце четвертого цикла развития. Бум кредитования, начавшийся в конце 2008 г., поддержал экономику в период глобального спада, но слишком долго оставался чрезмерным. За десять лет банки оказались перегруженными безнадежными кредитами и уязвимыми перед лицом колебаний уровня финансирования. Промышленные компании, застройщики и местные органы власти увязли в долгах. Средства, растраченные на убыточные проекты, осложняют задачу погашения долга. Инерционный груз высокой задолженности и неэффективное распределение капитала означают, что быстрый переход к новому циклу роста крайне маловероятен. Положение также усугубляется тем, что Соединенные Штаты и мир в целом рассматривают Китай как угрозу, а не потенциального партнера. Сокращение численности населения трудоспособного возраста тоже вносит свою лепту.

Однако это не значит, что кризис неизбежен. Чтобы вступить в пятый цикл, Китаю необходимо разработать ряд взаимосвязанных и взаимодополняющих переходных процессов:

Для реформирования предложения экономику нужно переориентировать с капиталоемкого и нетрудоемкого промышленного производства на развитие трудоемкой, но не требующей значительных капиталовложений сферы услуг.

В промышленности и сфере услуг необходим переход от неэффективных государственных предприятий к динамичному и продуктивному частному сектору.

Для стимуляции спроса нужно сделать главной движущей силой роста потребление домашних хозяйств вместо исчерпавшего себя экспорта и чрезмерных инвестиций.

В банковской сфере ключевой задачей является восстановление взаимосвязи между расширением кредитования и объемом производства, чтобы снизить долговую нагрузку без ущерба для роста.

Эти переходные процессы либо уже находятся в процессе реализации, либо (с учетом других происходящих изменений) будут реализованы в ближайшее время.

В 2000 г. на долю промышленности приходилось 46 % общего объема производства, а на долю услуг — всего 39 %. В середине 2019 г. доля промышленности упала до 40 %, а доля услуг, напротив, выросла до 53 %. Доля инвестиций в ВВП достигла пика в 48 % в 2011 г., а к 2018 г. снизилась до 44 %. За тот же период доля потребления домашних хозяйств выросла с 36 до 40 %. В 2018 г. потребление уже обеспечивало почти 80 % роста, что свидетельствует об ускорении сокращения капитальных расходов. Не исключено, что официальные данные занижают темпы изменений. Анализ показателей ВВП Китая, проведенный учеными из Китайского университета Гонконга и Чикагского университета, показал, что темпы экономического роста были преувеличены, а основным каналом преувеличения были инвестиции[140]. Возможно, экономика Китая и меньше, чем сообщает Национальное бюро статистики, но и перекосов в ней может быть не так много, как считают китайские «медведи».

Увеличение роли сферы услуг, рост доходов домохозяйств и смещение акцента с инвестиций на потребление являются взаимодополняющими тенденциями. Сектор услуг более трудоемкий, чем промышленность: в ресторане или больнице много работников и мало материальных капитальных активов, тогда как сталелитейный завод или цементообжигательную печь, напротив, обслуживает мало работников, но они требуют больших капиталовложений. Более трудоемкое производство ведет к повышению спроса на рабочую силу. Переход от более высокого спроса на работников к повышению заработной платы не является простым. Многие виды работ в сфере услуг не требуют высокой квалификации, и работники имеют меньше возможностей для отстаивания своих интересов, чем на производстве. Тем не менее при прочих равных условиях повышение спроса на рабочую силу приводит к увеличению заработной платы. По мере роста своих доходов домохозяйства начинают потреблять больше, и все более значительная доля дополнительных средств расходуется на услуги. Поскольку спрос на услуги растет, увеличивается и занятость, цикл повышения эффективности замыкается и начинается заново.

Что касается перехода от неэффективных государственных предприятий к динамичным частным компаниям, то здесь прогресс не столь очевиден. Действительно, если рассматривать данный вопрос под определенным углом зрения, то создается впечатление, что движение идет в неправильном направлении. В 2014 г. доля государственных компаний в промышленных активах завершила десятилетний спад и вновь начала расти. В рамках программы реформы предложения государственные компании находились в более привилегированном положении, чем их частные конкуренты, многим из которых грозило слияние или банкротство. Крупные частные и иностранные фирмы обнаружили, что комитет Коммунистической партии стремится играть все более активную роль в их деятельности.

Однако, если посмотреть на ситуацию под другим углом зрения, она не кажется такой уж мрачной. Возможно, доля государственного сектора в традиционной промышленности действительно растет, но при этом доля традиционной промышленности в ВВП сокращается. Частные сталелитейные заводы и угольные шахты разоряются. Но сталь и уголь — это прошлое Китая, а не его буду-

щее. В отраслях будущего — электронной коммерции, электромобилях, робототехнике, искусственном интеллекте на первый план выходят именно частные компании. В 2007 г. двадцатка крупнейших китайских компаний, котирующихся на бирже, принадлежала государству: крупнейшие банки, нефтяные компании, телекоммуникационные компании, промышленные и инфраструктурные предприятия. В 2019 г. в число лидеров выбился целый ряд частных компаний: Tencent, Alibaba, производитель бытовой техники Gree Electric. Если у них есть здравый смысл, то ячейки Коммунистической партии в иностранных и частных компаниях будут следить за тем, чтобы деятельность этих фирм не противоречила политическому курсу партии, а не вмешиваться в разработку бизнес-стратегии.

Что касается снижения долговой нагрузки, то прогресс в этой области приостановился, но структурные особенности финансовой системы означают, что время на стороне политиков. Рефреном через всю книгу проходит мысль о том, что финансовые кризисы начинаются не с доходной части баланса банков, а с их обязательств. В Китае высокая норма сбережений и контроль за движением капитала способствуют постоянному накоплению новых депозитов в банковской системе, что обеспечивает дешевый и стабильный источник финансирования. Тот факт, что крупные и мелкие банки принадлежат государству, означает, что у политиков есть необычные ресурсы для управления ликвидностью в рамках системы. Контроль над СМИ характеризует Китай не с лучшей стороны, зато снижает вероятность раскручивания спирали рыночных потрясений, раздувания паники и подрыва доверия.

Получив возможность управлять финансовыми рисками и повышать эффективность реального сектора экономики, Китай предпринял ряд разумных и значимых шагов. Программы снижения долговой нагрузки и реформирования сферы предложения, направленные на решение самых серьезных проблем, принесли немедленные результаты. Теневое кредитование, которое в начале 2016 г. росло на 73 % в год, в конце 2018 г. сократилось. Зависимость банков от дорогостоящего краткосрочного финансирования за счет продуктов управления капиталом демонстрировала аналогичную динамику. Принудительное переселение 8 млн семей в год в новое жилье ликвидировало избыточные мощности в сфере

недвижимости. Суть не в том, что реформа предложения и программа снижения долговой нагрузки полностью решили проблемы Китая — очевидно, что это не так. Но они продемонстрировали способность политиков идти на крайние меры для изменения агрегированных экономических показателей в нужном направлении.

Построение инновационной экономики — более долгосрочный процесс, который существенно осложняется тем, что Соединенные Штаты стали рассматривать Китай в качестве стратегической угрозы и наложили санкции на крупные китайские технологические компании. Однако это препятствие компенсируют два существенных преимущества.

Во-первых, огромные размеры Китая. Еще в 1776 г. Адам Смит, основоположник классической экономической теории, писал, что «неимоверные размеры Китайской империи и огромное число ее жителей делают внутренний рынок этой страны настолько обширным, что его одного будет достаточно для поддержания очень крупных производств». Оказавшись провидцем как в этом, так и во многом другом, Смит утверждал, что все, что нужно китайцам для стремительного развития, — это немного торговли с остальным миром. Торговля «научила бы их искусству использования и конструирования всех тех различных машин, которые используются в других странах». И вот более двухсот лет спустя сочетание обширного внутреннего рынка и стремительное перенятие зарубежного опыта сделали «очень крупные производства» Смита реальностью. Даже если отношения США и Китая не наладятся, его огромный внутренний рынок будет оставаться приманкой для иностранных компаний и их технологий.

Во-вторых, ни одно правительство в мире не предпринимает таких интенсивных, продолжительных и щедро финансируемых усилий по развитию своей экономики. Государственные инициативы по продвижению экономики к глобальному передовому рубежу развития науки и техники были неуклюжими и чрезмерно затратными, но при этом довольно успешными. В таких сферах, как телекоммуникационное оборудование, высокоскоростные поезда, ядерная энергетика и устойчивая энергетика, китайские компании либо уже являются мировыми лидерами, либо близки к этому. Вполне вероятно, что в ближайшие десять лет они добьются

таких же успехов в области разработки электромобилей, промышленных роботов и искусственного интеллекта.

В целом фундаментальные силы, приводящие к перекосам в китайской экономике (включая высокую норму сбережений), начинают ослабевать. Поколение, родившееся в условиях изобилия эпохи реформ, является более свободолюбивым, чем их родители, бабушки и дедушки эпохи Мао Цзэдуна. Отмена политики «одна семья — один ребенок», старение населения, создание государства всеобщего благосостояния и разработка более совершенной финансовой системы — все это побуждает домохозяйства больше тратить и меньше сберегать. Сокращение объема сбережений сопряжено с определенным риском: при уменьшении притока депозитов ресурсная база банков станет менее надежной. Но поскольку уменьшение сбережений также означает рост потребления, параллельно снизится потребность в инвестициях, финансируемых банками. По мере устранения дисбаланса, вызванного высокой нормой сбережений, необходимость в высокой норме сбережений для защиты от последствий этого дисбаланса уменьшается.

Либерализация процентных ставок и обменного курса означает, что стоимость национальной валюты и иностранных товаров теперь устанавливается рынком. Движение капитала по-прежнему контролируется, но благодаря тому, что иностранные инвесторы теперь желанные гости на рынках облигаций и акций, объем трансграничных потоков капитала увеличивается. Участившиеся случаи дефолтов, в том числе государственных заемщиков, способствуют решению проблемы морального риска. В совокупности эти факторы представляют собой важные шаги по повышению эффективности распределения капитала, что является необходимым условием для того, чтобы в Китае восстановилась связь между расширением кредитования и объемом производства — это и есть делеверидж без самодетонации.

Китайские политики не являются всезнающими или всемогущими. Однако они, несомненно, делают очень многое. С развитием инфраструктуры они, конечно, переусердствовали, но благодаря ему крупные китайские города оснащены автомобильными и железными дорогами, аэропортами, электросетями и средствами связи мирового класса. Охват систем образования и здравоохранения

стремительно расширяется. Расходы на исследования и разработки увеличились. За последние двадцать лет Китай устоял под натиском азиатского финансового кризиса и последствий банкротства Lehman Brothers, рекапитализировал свои крупнейшие банки и разместил их ценные бумаги на бирже, остановил два обвала на фондовом рынке и сдержал отток капитала, который грозил вызвать кризис развивающихся рынков старого образца. Так что если лидеры Китая и выглядят уверенными в своих силах, на это есть веские основания.

Видеть будущее в миске лапши

В тени небоскребов финансового района Пекина в примостившейся на углу лапшичной идет бойкая торговля. За 15 юаней (2,20 доллара) голодные посетители получают миску горячей домашней лапши в наваристом свином бульоне. Клиентам, у которых нет встреч во второй половине дня, или же дурной запах изо рта им просто безразличен, здесь предлагают погрызть зубчики сырого чеснока. Уксус из Шаньси, родной провинции владельца заведения, и хлопья чили — более популярные приправы. Когда я приехал в Пекин в 2008 г., оплату принимали только наличными, а официантки (большинство из них были родом из той же деревни в Шаньси, что и владелец) сновали туда-сюда, относя деньги клиентов на кассу и возвращая им сдачу. Когда я уезжал в 2018 г., оплата уже производилась через интернет, клиенты стали использовать свои смартфоны для заказа и оплаты через сети Alibaba или Tencent.

Со временем взрывной рост мобильных платежей, который наблюдается не только в пекинских лапшичных, но и во всех видах транзакций по всей стране, также может изменить правила игры. В 2011 г. объем мобильных платежей был незначительным. В 2018 г. он составлял уже 277,4 трлн юаней, что более чем в три раза больше, чем ВВП страны. Это важно по двум причинам. Во-первых, мобильные платежи позволяют интегрировать больше предпринимателей в современную экономику. На китайских платформах электронной коммерции работает более 10 млн малых предприятий, принимающих платежи через системы Alibaba или Tencent. Причем непропорционально высокая доля этих предприятий расположена глубинке,

где без связей, которые обеспечивает электронная коммерция, они не смогли бы воспользоваться возможностями, открывшимися благодаря стремительному развитию Китая.

Во-вторых, статистика электронных платежей формирует базу данных, которая может быть использована для объективной оценки кредитоспособности даже самых малых предприятий. «Все их данные сфабрикованы», — сказал г-н Ли, финансовый консультант из Вэньчжоу, объясняя, почему банки предпочитают кредитовать крупные государственные компании, а не амбициозные частные стартапы. По состоянию на начало 2019 г. Ant Financial — банковское подразделение империи Alibaba предоставило беззалоговые кредиты более чем 8 млн малых предприятий. В будущем сочетание рейтинга кредитоспособности, составленного на основе данных сети мобильных платежей, и займов, выданных крупными банками, может обеспечить финансирование предпринимателей в еще более крупных масштабах[141].

В 1980-е гг. в начале первого цикла развития возвращение земли земледельцам (система ответственности домохозяйств), которое существенно увеличило производительность сельского хозяйства и стало толчком к дальнейшему проведению реформ в Китае, не было результатом политической директивы из Пекина. Все началось с инициативы фермеров из провинции Аньхой. В начале 2000-х гг. фабрики, ухватившиеся за возможности, которые открыло вступление Китая в ВТО, не были государственными. Ими владели и управляли предприниматели, которые стремились разбогатеть первыми, а заодно предоставляли миллионам рабочих-мигрантов шанс выбраться из нищеты сельских районов.

Устанавливая связь с клиентами, создавая платежный канал и открывая доступ к кредитам, китайская революция в области электронной коммерции и мобильных платежей дает новому поколению предпринимателей возможность начать новый цикл развития. Катализаторы прошлых циклов роста в Китае появлялись совершенно неожиданно. Это может произойти вновь. Факторами, меняющими правила игры могут стать цифровая экономика; план долгосрочного промышленного развития «Сделано в Китае — 2025», цель которого — освоение отраслей будущего, или же инициатива «Один пояс — один путь», способная превратить половину

мира в гостеприимный рынок для китайских компаний. Те, кто делают ставки против Китая, игнорируют то, насколько хорошо страна решала возникающие проблемы и насколько успешно она создавала и использовала возможности.

Сейчас лето 2017 г., и Гонконг изнывает от жары. Си Цзиньпин только что завершил конференцию по финансовой работе. Его заявление о том, что финансовая стабильность теперь является основой национальной безопасности, стало выстрелом из сигнального пистолета, который дал старт гонке по снижению долговой нагрузки. Лю Минкан, бывший председатель Комиссии по регулированию банковской деятельности Китая, который одним из первых забил тревогу по поводу чрезмерной закредитованности местных органов власти, выступает перед полным залом представителей финансовой элиты Гонконга. Лю Минкан, которому около семидесяти лет, с глубочайшим пониманием деталей на безупречном английском языке разъясняет план Си Цзиньпина по стабилизации финансового сектора. Его презентация подходит к концу. Он делает паузу, собираясь с мыслями перед тем, как озвучить решение. В зале царит напряженная тишина. «Для такой большой экономики, как китайская, — говорит он, — никогда не бывает слишком поздно».

Рекомендации для дальнейшего чтения

Об эпохе Дэн Сяопина

Naughton B. Growing out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978–1993. Cambridge : Cambridge University Press, 1995. 379 p. — всеобъемлющее и проницательное исследование ранних реформ Китая.

Vogel E. F. Deng Xiaoping and the Transformation of China. Cambridge, MA : The Belknap Press of Harvard University Press, 2013. 928 p. — превосходная биография великого китайского реформатора.

Baum R. Burying Mao. Princeton, NJ : Princeton University Press, 1996. 528 p. — устанавливает рамки для понимания циклов либерализации и контроля, характерных для раннего периода реформ.

Shirk S. L. The Political Logic of Economic Reform in China. Berkeley : University of California Press, 1993. 412 p. — глубокое исследование реформ 1980-х гг.

Об эпохе Цзян Цзэминя

Kuhn R. L. The Man Who Changed China: The Life and Legacy of Jiang Zemin. New York : Crown, 2005. 720 p. — всесторонняя биография преемника Дэн Сяопина.

Rongji Zhu. Zhu Rongji Meets the Press. Oxford : Oxford University Press, 2011. 474 p. — сборник речей и интервью решительного премьера Государственного совета КНР.

Lardy N. R. China's Unfinished Economic Revolution. Washington, DC : Brookings Institution Press, 1998. 342 p. — подробное исследование проблем, с которыми столкнулись китайские реформаторы в конце 1990-х гг.

Lardy N. R. Integrating China into the Global Economy. Washington, DC : Brookings Institution Press, 2001. 244 p. — современный взгляд на вступление Китая в ВТО.

Tsai K. S. Back-Alley Banking: Private Entrepreneurs in China. Ithaca, NY : Cornell University Press, 2004. 336 p. — содержательный анализ теневого банковского сектора.

Об эпохе Ху Цзиньтао

Регулярные ежеквартальные очерки Барри Нотона в журнале *China Leadership Monitor* представляют собой анализ хроники экономического развития Китая от Ху Цзиньтао до Си Цзиньпина.

Howie F. J. T., Walter C. E. Privatizing China: Inside China's Stock Markets. 2nd ed. New York : Wiley, 2011. 290 p. — взгляд со стороны на частичную приватизацию командных высот экономики.

Howie F. J. T., Walter C. E. Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise. New York : Wiley, 2012. 260 p. — книга, которая впервые раскрыла инвесторам глаза на риски, таящиеся на балансах китайских банков.

Pei Minxin. China's Trapped Transition: The Limits of Developmental Autocracy. Cambridge, MA : Harvard University Press, 2008. 308 p. — излагает основы для понимания динамики отношений между реформами и политикой.

Chang L. Factory Girls: From Village to City in a Changing China. New York : Spiegel and Grau, 2009. 420 p. — малоизвестная история жизни рабочих-мигрантов.

Paulson H. M. Dealing with China: An Insider Unmasks the New Economic Superpower. New York : Twelve, 2016. 424 p. — инсайдерский рассказ о приватизации китайских банков и отношениях между США и Китаем.

Об эпохе Си Цзиньпина

Pettis M. The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy. Princeton, NJ : Princeton University Press, 2013. 232 p. — в книге описаны экономические проблемы Китая в начале эпохи Си Цзиньпина.

Kroeber A. R. China's Economy: What Everyone Needs to Know. New York : Oxford University Press, 2016. 336 p. — всеобъемлющее, проницательное и доступное руководство.

Rosen D. Avoiding the Blind Alley: China's Economic Overhaul and Its Global Implications [Электронный ресурс]. New York : Asia Society, 2014. 192 p. Режим доступа: https://asiasociety.org/files/pdf/AvoidingtheBlindAlley_FullReport.pdf (дата обращения: 28.01.2022). — подробное рассмотрение реформ, инициированных Си Цзиньпином на Третьем пленуме.

Made in China 2025. The making of a high-tech superpower and consequences for industrial countries [Электронный ресурс] / J. Wübbeke, M. Meissner, M. J. Zenglein, J. Ives, B. Conrad. Berlin : Mercator Institute for China Studies, 2016. 76 p. Режим доступа: https://merics.org/sites/default/files/2020-04/Made%20in%20China%202025.pdf (дата обращения: 28.01.2022). — ранняя оценка промышленной политики эпохи Си Цзиньпина.

Kennedy S. The Fat Tech Dragon [Электронный ресурс]. Washington, DC : Center for Strategic International Studies, 2017. 52 p. Режим доступа: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/170829_Kennedy_FatTechDragon_Web.pdf (дата обращения: 28.01.2022). — анализ государственной стратегии инновационного развития Китая.

McMahon D. China's Great Wall of Debt: Shadow Banks, Ghost Cities, Massive Loans, and the End of the Chinese Miracle. Boston : Houghton Mifflin Harcourt, 2018. 288 p. — репортаж с места событий о финансовых рисках в Китае.

Wright L., Rosen D. Credit and Credibility. Risks to China's Economic Resilience [Электронный ресурс]. Washington, DC : Center for Strategic International Studies, 2018. 147 p. Режим доступа: https://rhg.com/wp-content/uploads/2018/10/181003_CreditandCredibility_final.pdf (дата обращения: 28.01.2022). — глубокий анализ проблем финансового сектора.

Lardy N. R. The State Strikes Back. The End of Economic Reform in China? Washington, DC : Peterson Institute of International Economics, 2019. 200 p. — хроника возрождения государственного контроля.

Hilgers L. Patriot Number One: American Dreams in Chinatown. New York : Crown, 2018. 336 p. — книга рассказывает о борьбе

одной деревни против захвата земель правительством, а также о жизни китайских мигрантов в США.

О международном опыте

Mayer M. The Greatest-Ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loan Industry. New York : Scribner, 1990. 354 p. — рассказывает о кризисе сбережений и займов в США.

Lim Wonhyuk, Hahm Joon-Ho. Turning a Crisis into an Opportunity: The Political Economy of Korea's Financial Sector Reform // From Crisis to Opportunity: Financial Globalization and East Asian Capitalism / ed. by Jongryn Mo, D. I. Okimoto. Washington, DC : Brookings Institution, 2006. — взгляд изнутри на корейский кризис 1998 г.

Blustein P. The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p. — подробный отчет об азиатском финансовом кризисе.

Shioji E. The Bubble Bust and Stagnation of Japan [Электронный ресурс] // The Routledge Handbook of Major Events in Economic History / ed. by R. Parker, R. Whaples. New York : Routledge, 2013. Режим доступа: https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9780203067871-38/bubble-burst-stagnation-japan-etsuro-shioji (дата обращения: 28.01.2022). — здесь рассматриваются факторы, которые привели к образованию японского экономического пузыря.

Koo R. The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession New York : Wiley, 2009. 352 p. — опыт Японии используется в качестве основы для построения теории балансовых рецессий.

Reinhart C., Rogoff K. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, NJ : Princeton University Press, 2011. 512 p. — здесь собран внушительный массив данных по истории финансовых кризисов.

Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. New York : McGraw Hill, 2008. 432 p. — проницательное и комплексное теоретическое исследование причин финансовых кризисов.

Kindleberger C., Aliber R. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. [Электронный ресурс]. 5th ed. New Jersey : Wiley, 2005. 365 p. Режим доступа: https://delong.typepad.com/manias.pdf (дата обращения: 28.01.2022). — теория финансовых кризисов сочетается в этом исследовании с живым изложением истории.

Благодарности источникам

Я хотел бы поблагодарить агентство Dow Jones за разрешение использовать фрагменты статей How China Lost Its Mojo: One Town's Story (Wall Street Journal. 2013. 1 Oct.) и Tensions Mount as China Swaps Farms for Homes (Wall Street Journal. 2013. 14 Feb.). Я также хотел бы выразить благодарность агентству Bloomberg за разрешение использовать материалы и диаграммы из статей: Is Supply-Side Reform Momentum Ebbing? View from Guizhou (Bloomberg. 2018. 11 Feb.); How Slum Clearance Exorcised Fear of Ghost Towns (Bloomberg. 2018. 2 Apr.); What Ghost Town? How Zhengzhou Filled Up (Bloomberg. 2017. 6 Nov.); Winners and Losers from Made in China 2025 (Bloomberg. 2018. 1 Nov.); China Shadow Banking Topic Primer (Bloomberg. 2017. 12 Sept.) и China Financial Risks Topic Primer (Bloomberg. 2017. 12 Sept.).

Примечания

[1] *He Liu.* Overcoming the Great Recession: Lessons from China [Электронный ресурс]. M-RCBG Associate Working Paper Series. № 33. Cambridge, MA : John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 2014. Режим доступа: https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/summers_foreword_AWP.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[2] *Xu Gong Wen, Qiuyu Zhifeng Wu.* Authoritative Person Talks about the Chinese Economy = 权威人士谈当前中国经济 [Электронный ресурс] // People's Daily = 人民网. 2016. 9 May. Режим доступа: http://politics.people.com.cn/n1/2016/0509/c1001-28333725.html (дата обращения: 28.01.2022).

[3] *Chen S., Kang Joong Shik.* Credit Booms — Is China Different? [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. IMF Working Papers. 2018. Jan. № 18/2. Режим доступа: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537 (дата обращения: 28.01.2022).

[4] См.: *Weisenthal J.* Jim Chanos Ratchets Up The China Rhetoric, Says It's On A Treadmill To Hell [Электронный ресурс] // Businessinsider. 2010. 8 Apr. Режим доступа: https://www.businessinsider.com/jim-chanos-treadmill-to-hell-2010-4 (дата обращения: 28.01.2022).

[5] См.: *Lopez L.* George Soros says China looks 'eerily' like the US in the run up to the financial crisis [Электронный ресурс] // Businessinsider. 2016. 21 Apr. Режим доступа: https://www.businessinsider.com/soros-says-china-looks-like-us-in-07-08-2016-4 (дата обращения: 28.01.2022).

[6] Подробнее см.: *Xin Zhou.* How Beijing and Hong Kong sent billionaire George Soros packing the last time he attacked Asian markets [Электронный ресурс] // South China Morning Post. 2016. 28 Jan. Режим доступа: https://www.scmp.com/news/china/economy/article/ 1906325/how-beijing-and-hong-kong-sent-billionaire-george-soros-packing (дата

обращения: 28.01.2022) ; *Hargreaves R.* Here's how George Soros broke the Bank of Thailand [Электронный ресурс] // Businessinsider. 2016. 7 Sep. Режим доступа: https://www.businessinsider.com/how-george-soros-broke-the-bank-of-thailand-2016-9 ; Виновен ли Сорос в начале глобального финансового кризиса в 1998 году? [Электронный ресурс] // Кто в курсе. 2016. 7 сент. ; и др.

[7] *Zhang Yuzhe.* Northeast Special Steel Dishonest Sample = 东北特钢失信样本 [Электронный ресурс] // Caixin = 财新. 2016. 22 July. Режим доступа: https://weekly.caixin.com/2016-07-22/100969213.html (дата обращения: 28.01.2022).

[8] *Liu A.* These Are China's Shadow-Lending Hotspots [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2017. 6 Sept. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-06/china-s-slowest-growing-province-is-a-hotbed-for-shadow-lending (дата обращения: 28.01.2022).

[9] China Statistical Yearbook — 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2017/indexeh.htm (дата обращения: 28.01.2022).

[10] China Statistical Yearbook — 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2017/indexeh.htm (дата обращения: 28.01.2022).

[11] *Chen S., Kang Joong Shik.* Credit Booms — Is China Different? [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. IMF Working Papers. 2018. Jan. № 18/2. Режим доступа: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537 (дата обращения: 28.01.2022).

[12] State Capitalism, Institutional Adaptation, and the Chinese Miracle / ed. by B. Naughton, K. S. Tsai. Cambridge : Cambridge University Press, 2015. 288 p.

[13] *Chen F.* Plenty of Room for Capital Spending in China // Bloomberg. 2014. 16 July.

[14] Подробнее см.: Что стало с Fannie Mae и Freddie Mac [Электронный ресурс] // БКС Экспресс. 2018. 18 апр. Режим доступа: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/chto-stalo-s-fannie-mae-i-freddie-mac (дата обращения: 28.01.2022).

[15] China Statistical Yearbook — 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2017/indexeh.htm (дата обращения: 28.01.2022).

[16] *He Yong.* Chen Qiufa, Governor of Liaoning Province: We squeeze water under pressure =辽宁省省长陈求发:我们顶着压力挤压水分 [Электронный ресурс] // People's Daily = 人民网. 2017. 17 Jan. Режим доступа: http://politics.people.com.cn/n1/2017/0117/c1001-29030885.html (дата обращения: 28.01.2022).

[17] *Chen J., Zhang Dingmin.* Liaoning Companies' Income Insufficient to Cover Debt Servicing // Bloomberg. 2011. 9 Sept.

[18] *Orlik T., Jimenez J.* Bad Debts? That's a Flyover Province Problem // Bloomberg. 2017. 12 Apr.

[19] *Xiaoyi Shao.* China's Fin Min Says Risk of Local Government Debt Under Control [Электронный ресурс] // Reuters. 2016. 6 Mar. Режим доступа: https://www.reuters.com/article/us-china-economy-debt/chinas-fin-min-says-risk-of-local-government-debt-under-control-idUSKCN0W906J (дата обращения: 28.01.2022).

[20] *Hsieh Chang-Tai, Bai Chong-En, Song Zheng.* The Long Shadow of China's Fiscal Expansion. [Электронный ресурс]. Washington, DC : Brookings Institution, 2016. Режим доступа: https://www.brookings.edu/bpea-articles/the-long-shadow-of-a-fiscal-expansion/ (дата обращения: 28.01.2022).

[21] *Reinhart C., Rogoff K.* This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, NJ : Princeton University Press, 2011. 512 p.

[22] *Yawu Zhang.* Spring for Real Estate Market Needs Common Care // Luoyang Daily. 2009. 27 Mar.

[23] См.: China Household Finance Survey [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.chfsdata.org/index.aspx (дата обращения: 28.01.2022).

[24] Подробнее см.: Countrywide's Subprime Scandal [Электронный ресурс] // Ethics Unwrapped. Режим доступа: https://ethicsunwrapped.utexas.edu/video/countrywides-subprime-scandal (дата обращения: 28.01.2022) ; *Bruck C.* Angelo's Ashes. The man who became the face of the financial crisis [Электронный ресурс] // The New Yorker. 2009. 22 June. Режим доступа: https://www.newyorker.com/magazine/2009/06/29/angelos-ashes (дата обращения: 28.01.2022) ; Хвостик Е., Миклашевская А. Countrywide не стал дожидаться ипотечного кризиса и продал акции компании на $130 млн [Электронный ресурс] // Коммерсантъ. 2007. 19 окт. Режим доступа: https://www.kommersant.ru/doc/816647 (дата обращения: 28.01.2022).

[25] *Chen Shiyin.* China on "Treadmill to Hell" Amid Bubble, Chanos Says [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2010. 8 Apr. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-04-08/china-is-on-treadmill-to-hell-as-property-prices-will-burst-chanos-says (дата обращения: 28.01.2022).

[26] *Xie A.* China Real-Estate Bust Is Morphing into a Slow Leak [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2010. 26 Sept. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-09-26/chinese-property-bust-is-morphing-into-a-slow-leak-commentary-by-andy-xie (дата обращения: 28.01.2022).

[27] *Bedford J.* The Risks from Anbang and Other Platform Insurers. Hong Kong : UBS, 2017.

[28] Подробнее об этом см.: *Kaiman J.* China's takeover of mega-company puts properties in U.S. and worldwide in hands of Chinese government [Электронный ресурс] // Los Angeles Times. 2018. 23 Feb. Режим доступа: https://www.latimes.com/world/asia/la-fg-china-anbang-20180223-story.html (дата обращения: 28.01.2022).

[29] Подробнее об этом см.: *Mu E.* Yu'ebao: A Brief History of the Chinese Internet Financing Upstart [Электронный ресурс] // Forbes. 2014. 18 May. Режим доступа: https://www.forbes.com/sites/ericxlmu/2014/05/18/yuebao-a-brief-history-of-the-chinese-internet-financing-upstart/ (дата обращения: 28.01.2022) ; *Jing Yang.* Alibaba's Yuebao becomes world's largest money market fund [Электронный ресурс] // CGTN. 2017. 3 May. Режим доступа: https://news.cgtn.com/news/3d41544f79637a4d/share_p.html (дата обращения: 28.01.2022).

[30] *Ren D.* Huaxia Scandal Spotlights China's Ponzi Crisis [Электронный ресурс] // South China Morning Post 2012. Dec. Режим доступа: https://www.scmp.com/business/china-business/article/1101536/huaxia-scandal-spotlights-chinas-ponzi-crisis (дата обращения: 28.01.2022).

[31] *Mayer M.* The Greatest-Ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loan Industry. New York : Scribner, 1990. 354 p.

[32] The Economic Effects of the Savings and Loan Crisis [Электронный ресурс]. Washington, DC : Congressional Budget Office, 1992. Jan. 84 p. Режим доступа: https://www.cbo.gov/sites/default/files/102nd-congress-1991-1992/reports/1992_01_theeconeffectsofthesavings.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[33] The subprime mortgage market: national and Twelfth District developments: Annual Report [Электронный ресурс]. San Francisco : Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007. 62 p. Режим доступа: https://www.researchgate.net/publication/5031374_The_subprime_mortgage_market_national_and_Twelfth_District_developments (дата обращения: 28.01.2022).

[34] Подробнее см.: *Cheston S.* Why We Aren't Surprised that Ezubo, the P2P Lender in China, Is a Ponzi Scheme [Электронный ресурс] // Center for Financial Inclusion. 2016. 16 Feb. Режим доступа: https://www.centerforfinancialinclusion.org/why-we-arent-surprised-that-ezubo-the-p2p-lender-in-china-is-a-ponzi-scheme (дата обращения: 28.01.2022) ; Бочкарева Т. За обман 1 млн инвесторов в Китае арестовано руководство компании Ezubo [Электронный ресурс] // Ведомости. 2016. 1 фев. Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/02/02/626393-kitaiskaya-piramida (дата обращения: 28.01.2022).

[35] Global Shadow Bank Monitoring Report — 2017 [Электронный ресурс]. Basel : Financial Stability Board, 2018. 103 p. Режим доступа: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[36] *Vogel E. F.* Deng Xiaoping and the Transformation of China. Cambridge, MA : The Belknap Press of Harvard University Press, 2013. 928 p.

[37] *Naughton B.* Growing out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978–1993. Cambridge : Cambridge University Press, 1995. 379 p.

[38] *Naughton B.* Growing out of the Plan: Chinese Economic Reform 1978–1993. Cambridge : Cambridge University Press, 1995. 379 p.

[39] *Vogel E. F.* Deng Xiaoping and the Transformation of China. Cambridge, MA : The Belknap Press of Harvard University Press, 2013. 928 p.

[40] *Landler M.* International business: Bankruptcy the Chinese Way; Foreign Bankers Are Shown to the End of the Line [Электронный ресурс] // New York Times. 1999. 22 Jan. Режим доступа: https://www.nytimes.com/1999/01/22/business/international-business-bankruptcy-chinese-way-foreign-bankers-are-shown-end-line.html (дата обращения: 28.01.2022).

[41] *Rawski T. G.* What is happening to China's GDP statistics? // China Economic Review. 2001. Vol. 12, iss. 4. P. 347–354.

[42] *Vogel E. F.* Deng Xiaoping and the Transformation of China. Cambridge, MA : The Belknap Press of Harvard University Press, 2013. 928 p.

[43] *Vogel E. F.* Deng Xiaoping and the Transformation of China. Cambridge, MA : The Belknap Press of Harvard University Press, 2013. 928 p.

[44] *Rongji Zhu.* Zhu Rongji Meets the Press. Oxford : Oxford University Press, 2011. 474 p.

[45] *Lam W. W.-L.* The Era of Jiang Zemin. New York : Prentice Hall, 1999. 452 p.

[46] *Rongji Zhu.* Zhu Rongji Meets the Press. Oxford : Oxford University Press, 2011. 474 p.

[47] *Naughton B.* The Chinese Economy: Transitions and Growth. Cambridge, MA : MIT Press, 2006. 544 p.

[48] *Kuhn R. L.* The Man Who Changed China: The Life and Legacy of Jiang Zemin. New York : Crown, 2005. 720 p.

[49] *Naughton B.* The Chinese Economy: Transitions and Growth. Cambridge, MA : MIT Press, 2006. 544 p.

[50] *Kuhn R. L.* The Man Who Changed China: The Life and Legacy of Jiang Zemin. New York : Crown, 2005. 720 p.

[51] *Lam W. W.-L.* The Era of Jiang Zemin. New York : Prentice Hall, 1999. 452 p.

[52] *Kuhn R. L.* The Man Who Changed China: The Life and Legacy of Jiang Zemin. New York : Crown, 2005. 720 p.

[53] *Kuhn R. L.* The Man Who Changed China: The Life and Legacy of Jiang Zemin. New York : Crown, 2005. 720 p.

[54] *Paulson H. M. Jr.* Dealing with China: An Insider Unmasks the New Economic Superpower. New York : Twelve, 2015. 448 p.

[55] *Banister J.* China's Manufacturing Employment and Hourly Labor Compensation, 2002 to 2009 // Monthly labor review. U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics. 2009. № 132 (4). P. 30–38.

[56] Import Competition and the Great U.S. Employment Sag of the 2000s / D. Acemoglu, D. Autor, D. Dorn, G. H. Hanson, B. Price // Journal of Labor Economics. 2016. Vol. 34, no. S1 (2). P. S141–S198.

[57] Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies [Электронный ресурс]. Washington, DC : US Treasury, 2005. Режим доступа: https://home.treasury.gov/system/files/206/112005_report.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[58] *Cline W. R., Williamson J.* New Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates [Электронный ресурс]. Washington, DC : Peterson Institute for International Economics, 2008. 20 p. Режим доступа: https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb08-7.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[59] *Naughton B.* The Inflation Battle: Juggling Three Swords [Электронный ресурс] // China Leadership Monitor. 2008. Iss. 25. Режим доступа: https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM25BN.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[60] *Orlik T.* Tensions Mount as China Snatches Farms for Homes [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2013. 14 Feb. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/SB10001424127887324906004578287182123200020 (дата обращения: 28.01.2022).

[61] *Mozur P., Orlik T.* China's Workers Lingering in Cities [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2012. 30 Dec. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323300404578202920521347466 (дата обращения: 28.01.2022).

[62] *Zhang Longmei.* China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. IMF Working Papers. 2017. Dec. № 18/277. Режим доступа: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/12/11/Chinas-High-Savings-Drivers-Prospects-and-Policies-46437 (дата обращения: 28.01.2022).

[63] Saving rate (indicator). Organisation for Economic Co-operation and Development [Электронный ресурс]. DOI 10.1787/ff2e64d4-en // OECD Library. Режим доступа: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/saving-rate/indicator/english_ff2e64d4-en (дата обращения: 28.01.2022).

[64] *Batson A., Oster Sh.* How Big Is Petrochina? [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2007. 6 Nov. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/SB119424869040882381 (дата обращения: 28.01.2022).

[65] *Taylor J. B.* Housing and Monetary Policy [Электронный ресурс]. DOI 10.3386/w13682. NBER Working Paper № w13682. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2007. Режим доступа: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13682/w13682.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[66] *Bernanke B.* The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit [Электронный ресурс]. Washington, DC : Federal Reserve Board,

2005. Режим доступа: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/ (дата обращения: 28.01.2022).

[67] *Wang Lei.* Local governments speed up investment and construction in the fourth quarter = 各地四季度加快投资建设 政府发文"囤项目 [Электронный ресурс] // 21st Century Business Herald = 21世纪经济报道. 2009. 11 Nov. Режим доступа: https://business.sohu.com/20091111/n268110038.shtml (дата обращения: 28.01.2022).

[68] *Wang Lei.* Local governments speed up investment and construction in the fourth quarter = 各地四季度加快投资建设 政府发文"囤项目 [Электронный ресурс] // 21st Century Business Herald = 21世纪经济报道. 2009. 11 Nov. Режим доступа: https://business.sohu.com/20091111/n268110038.shtml (дата обращения: 28.01.2022).

[69] *Rabinovitch S.* China's GDP Data Is 'Man Made,' Unreliable: Top Leader [Электронный ресурс] // Reuters. 2010. 6 Dec. Режим доступа: https://www.reuters.com/article/us-china-economy-wikileaks-idUSTRE6B527D20101206 (дата обращения: 28.01.2022).

[70] *Orlik T., Rozelle S.* How Many Unemployed Migrant Workers Are There? // Far Eastern Economic Review. 2009.

[71] *Martin W. McC. Jr.* Address before the New York Group of the Investment Bankers of America [Электронный ресурс]. New York, 1955. Режим доступа: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/martin/martin55_1019.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[72] *Naughton B.* The Turning Point in Housing [Электронный ресурс] // China Leadership Monitor. 2010. № 33. Режим доступа: https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM33BN.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[73] *Jin Jing, Wong S.* China's May Property Sales Drop in Beijing, Shanghai [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2010. 1 June. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-05-31/beijing-shanghai-shenzhen-property-transactions-plunge-securities-says (дата обращения: 28.01.2022).

[74] *Zhiming Xin.* Wen Calls Inflation a 'Tiger' [Электронный ресурс] // China Daily. 2011. 15 Mar. Режим доступа: http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-03/15/content_12172149.htm (дата обращения: 28.01.2022).

[75] *Chin J.* A Letter to Yiyi: Chinese Newspaper's Defiant Commentary on Train Collision [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2011. 31 July.

Режим доступа: https://www.editorandpublisher.com/stories/a-letter-to-yiyi-chinese-newspapers-defiant-commentary-on-train-collision,61565 (дата обращения: 28.01.2022).

[76] См. подробнее: *Косырев Д.* Смертельная инъекция для «стрелочника» Лю [Электронный ресурс] // РИА Новости. 2013. 8 июля. Режим доступа: https://ria.ru/20130708/948415498.html (дата обращения: 28.01.2022). — *Примеч. ред.*

[77] *Naughton B.* The Political Consequences of Economic Challenges [Электронный ресурс] // China Leadership Monitor. 2012. Iss. 39. Режим доступа: https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM39BN.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[78] *Page J.* Fearful Final Hours for Briton in China [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2012. 12 Apr. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304444604577337951998961744 (дата обращения: 28.01.2022).

[79] *Naughton B.* Signaling Change, New Leaders Begin Quest for Economic Reform [Электронный ресурс] // China Leadership Monitor. 2013. Iss. 40. Режим доступа: https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM40BN.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[80] См.: Four dishes and one soup [Электронный ресурс] // China Economic Review. 2013. 22 Jan. Режим доступа: https://chinaeconomicreview.com/four-dishes-one-soup/ (дата обращения: 28.01.2022).

[81] *Orlik T., Chen F.* China Anti-Graft Campaign Not a Drag on Growth // Bloomberg. 2016. 13 June.

[82] China 2030: Building a Modern, Harmonious and Creative Society [Электронный ресурс]. DOI 10.1596/978-0-8213-9545-5. Washington, DC : World Bank, 2013. 473 p. Режим доступа: https://documents1.worldbank.org/curated/en/781101468239669951/pdf/China-2030-building-a-modern-harmonious-and-creative-society.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[83] *Naughton B.* Leadership Transition and 'Top-Level Design' of Economic Policy [Электронный ресурс] // China Leadership Monitor. 2012. Iss. 37. Режим доступа: https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM37BN.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[84] PBOC Says It Will Ensure Stability of China's Money Market [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2013. 25 June. Режим доступа: https://www.

bloomberg.com/news/articles/2013-06-25/china-s-liquidity-risks-are-controllable-pboc-official-says (дата обращения: 28.01.2022).

[85] *Wheelock D. C.* Conducting Monetary Policy without Government Debt: The Fed's Early Years [Электронный ресурс]. DOI 10.20955/r.84.1-14 // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2002. Vol. 84, № 3. P. 1–14. Режим доступа: https://research.stlouisfed.org/publications/review/2002/05/01/conducting-monetary-policy-without-government-debt-the-feds-early-years (дата обращения: 28.01.2022).

[86] *Orlik T.* How China Lost Its Mojo: One Town's Story [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2013. 1 Oct. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323595004579069211104494946 (дата обращения: 28.01.2022).

[87] *Saich T., Hu Biliang.* Chinese Village, Global Market. New Collectives and Rural Development. Basingstoke, UK : Palgrave Macmillan, 2012. 215 p.

[88] *Rosen D.* Avoiding the Blind Alley: China's Economic Overhaul and Its Global Implications [Электронный ресурс]. New York : Asia Society, 2014. 192 p. Режим доступа: https://asiasociety.org/files/pdf/AvoidingtheBlindAlley_FullReport.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[89] *Stebbins S., Comen E.* These Are the Worst Cities to Live in Based on Quality of Life [Электронный ресурс] // USA Today. 2018. 13 June. Режим доступа: https://www.usatoday.com/story/money/economy/2018/06/13/50-worst-cities-to-live-in/35909271/ (дата обращения: 28.01.2022).

[90] *Orlik T.* China's High School Dropout Equity Rally // Bloomberg. 2015. 31 March.

[91] *Curran E., Zhai K.* China's Journey from New Normal to Stock Market Crisis Epicenter [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2015. 25 Aug. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-26/china-s-journey-from-new-normal-to-stock-market-crisis-epicenter (дата обращения: 28.01.2022).

[92] *Curran E., Zhai K.* China's Journey from New Normal to Stock Market Crisis Epicenter [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2015. 25 Aug. Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-26/china-s-journey-from-new-normal-to-stock-market-crisis-epicenter (дата обращения: 28.01.2022).

[93] *Wan Qian, Orlik T.* Is Supply-Side Momentum Ebbing? View from Guizhou // Bloomberg. 2018. 11 Feb.

[94] *Lardy N. R.* China's SOE Reform — The Wrong Path [Электронный ресурс]. Washington, DC : Peterson Institute of International Economics, 2016. Режим

доступа: https://www.piie.com/blogs/china-economic-watch/chinas-soe-reform-wrong-path (дата обращения: 28.01.2022).

[95] *Wan Qian, Orlik T.* How Slum Clearance Exorcised Fear of Ghost Towns // Bloomberg. 2018. 2 Apr.

[96] *Jie Yan.* Firing Up Robotics in Small-Town Zhejiang [Электронный ресурс] // Sixth Tone. 2017. 16 Oct. Режим доступа: https://www.sixthtone.com/news/1001010/firing-up-robotics-in-small-town-zhejiang (дата обращения: 28.01.2022).

[97] *Roberts D.* Resistance is Futile: China's Conquest Plan for Robot Industry [Электронный ресурс] // Bloomberg. 2017. 24 Apr. Режим доступа: https://www.livemint.com/Industry/lvBrHXfQ8iYZIAotTDKiAO/Resistance-is-futile-Chinas-conquest-plan-for-robot-indust.html (дата обращения: 28.01.2022).

[98] *Keynes J. M.* The General Theory of Employment, Interest and Money. New York : Palgrave Macmillan, 1936.

[99] *Wolff M.* Fire and Fury: Inside the Trump White House. New York : Henry Holt, 2018. 321 p.

[100] *Paulson H.* Remarks by Henry M. Paulson Jr. on the United States and China at a Crossroads [Электронный ресурс]. Paulson Institute, 2018. Режим доступа: https://www.paulsoninstitute.org/press_release/remarks-by-henry-m-paulson-jr-on-the-united-states-and-china-at-a-crossroads/ (дата обращения: 28.01.2022).

[101] *Wolff M.* Fire and Fury: Inside the Trump White House. New York : Henry Holt, 2018. 321 p.

[102] *He Liu.* Overcoming the Great Recession: Lessons from China [Электронный ресурс]. M-RCBG Associate Working Paper Series. № 33. Cambridge, MA: John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 2014. Режим доступа: https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/summers_foreword_AWP.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[103] *Minsky H. P.* Stabilizing an Unstable Economy. New York : McGraw Hill, 2008. 432 p.

[104] *Kindleberger C., Aliber R.* Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. [Электронный ресурс]. 5th ed. New Jersey : Wiley, 2005. 365 p. Режим доступа: https://delong.typepad.com/manias.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[105] *Narron J., Skeie D.* Crisis Chronicles: The South Sea Bubble of 1720 — Repackaging Debt and the Current Reach for Yield [Электронный ресурс] // Liberty Street Economics. 2013. 8 Nov. Режим доступа: https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/11/crisis-chronicles-the-south-sea-bubble-of-1720repackaging-debt-and-the-current-reach-for-yield/ (дата обращения: 28.01.2022).

[106] *Narron J., Morgan D. P.* Crisis Chronicles: Railway Mania, the Hungry Forties, and the Commercial Crisis of 1847 [Электронный ресурс] // Liberty Street Economics. 2015. 5 June. Режим доступа: https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/06/crisis-chronicles-railway-mania-the-hungry-forties-and-the-commercial-crisis-of-1847/ (дата обращения: 28.01.2022).

[107] *Morgan D. P., Narron J.* Crisis Chronicles: The Panic of 1825 and the Most Fantastic Financial Swindle of All Time [Электронный ресурс] // Liberty Street Economics. 2015. 10 Apr. Режим доступа: https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/04/crisis-chronicles-the-panic-of-1825-and-the-most-fantastic-financial-swindle-of-all-time/ (дата обращения: 28.01.2022).

[108] *Wirz M.* Goldman Mortgage Trader Convicted of Fraud Pursuing New Career in Academia [Электронный ресурс] // Wall Street Journal. 2018. 2 July. Режим доступа: https://www.wsj.com/articles/goldman-mortgage-trader-convicted-of-fraud-pursuing-new-career-in-academia-1530540001 (дата обращения: 28.01.2022).

[109] *Kindleberger C., Aliber R.* Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. [Электронный ресурс]. 5th ed. New Jersey : Wiley, 2005. 365 p. Режим доступа: https://delong.typepad.com/manias.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[110] *Shiratsuka S.* Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability [Электронный ресурс] // Real estate indicators and financial stability. 2003. Vol. 21. P. 42–62. Режим доступа: https://ideas.repec.org/h/bis/bisbpc/21-05.html (дата обращения: 28.01.2022).

[111] *Johnson C. A.* MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925–1975. Palo Alto, CA : Stanford University Press, 1982. 412 p.

[112] *Gordon A.* A Modern History of Japan: From Tokugawa Times to the Present. 3rd ed. New York : Oxford University Press, 2013. 432 p.

[113] *Shioji E.* The Bubble Bust and Stagnation of Japan [Электронный ресурс] // The Routledge Handbook of Major Events in Economic History / ed.

by R. Parker, R. Whaples. New York : Routledge, 2013. Режим доступа: https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9780203067871-38/bubble-burst-stagnation-japan-etsuro-shioji (дата обращения: 28.01.2022).

[114] *Koo R.* The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession New York : Wiley, 2009. 352 p.

[115] *Kiernan P.* Becoming China's Bitch. Audible Studios on Brilliance Audio, 2016 ; *Navarro P.* Coming China Wars, The: Where They Will Be Fought and How They Can Be Won. New Jersey : FT Press, 2008. 219 p. ; *Jacques M.* When China Rules the World: The End of the Western World and the Birth of a New Global Order. 2nd ed. London : Penguin Books, 2012. 848 p.

[116] *Vogel E. F.* Japan as Number One. Lessons for America. Bloomington : iUniverse, 1999. 292 p.

[117] *Blustein P.* The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p.

[118] *Lim Wonhyuk, Hahm Joon-Ho.* Turning a Crisis into an Opportunity: The Political Economy of Korea's Financial Sector Reform // From Crisis to Opportunity: Financial Globalization and East Asian Capitalism / ed. by Jongryn Mo, D. I. Okimoto. Washington, DC : Brookings Institution, 2006.

[119] *Sohn Chan-Hyun.* Korea's Corporate Restructuring since the Financial Crisis. Seoul, Korea : Korea Institute for International Economic Policy, 2002. 140 p.

[120] *Blustein P.* The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p.

[121] *Blustein P.* The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p.

[122] *Blustein P.* The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p.

[123] *Blustein P.* The Chastening: Inside The Crisis That Rocked The Global Financial System And Humbled The IMF. New York : PublicAffairs, 2003. 448 p.

[124] *Ma Jian.* China Dream. Berkeley, CA : Counterpoint, 2019. 176 p.

[125] *Liu Cixin.* The Dark Forest. New York : Tor Books, 2015. 480 p.

[126] *Shih V.* Financial Instability in China: Possible Pathways and Their Likelihood [Электронный ресурс]. Berlin: Mercator Institute for China Studies, 2017. 13 p. Режим доступа: https://merics.org/sites/default/files/2020-05/Financial%20instability%20in%20China.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[127] *Chen S., Kang Joong Shik.* Credit Booms — Is China Different? [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. IMF Working Papers. 2018. Jan. № 18/2. Режим доступа: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/05/Credit-Booms-Is-China-Different-45537 (дата обращения: 28.01.2022).

[128] *Lardy N. R.* The State Strikes Back. The End of Economic Reform in China? Washington, DC : Peterson Institute of International Economics, 2019. 200 p.

[129] *Huang Yiping.* 2018 Jingshan Report: Establish a Modern Financial System in China [Электронный ресурс]. Beijing : China Finance 40 Forum, 2018. Режим доступа: http://new.cf40.org.cn/uploads/CF40/2018.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[130] *Wan Qian, Orlik T.* Anti-Reagan Industrial Policy: The Subsidy Cycle // Bloomberg. 2018. 8 Aug.

[131] *Rawski T. G.* What is happening to China's GDP statistics? // China Economic Review. 2001. Vol. 12, iss. 4. P. 347–354.

[132] *Pritchett L., Summers L.* Asiaphoria Meets Regression to the Mean [Электронный ресурс]. DOI 10.3386/w20573 // National Bureau of Economic Research. Working Paper № 20573. Режим доступа: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20573/w20573.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[133] *Chen F.* Debt on Pace for 327 % of GDP by 2022, Model Shows // Bloomberg. 2017. 20 Nov.

[134] The Transition of China to Sustainable Growth: Implications for the Global Economy and the Euro Area [Электронный ресурс] / A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen, D. Lodge // European Central Bank. Occasional Paper Series 206. 2018. Режим доступа: https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/2018206.html (дата обращения: 28.01.2022).

[135] From the Middle Kingdom to the United Kingdom: Spillovers from China [Электронный ресурс] / R. Gilhooly, Jen Han, S. Lloyd, N. Reynolds, D. Young // Bank of England. Quarterly Bulletin Q2. 2018. Режим доступа: https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2018/2018-q2/from-the-middle-kingdom-to-the-united-kingdom-spillovers-from-china (дата обращения: 28.01.2022).

[136] *Chang G.* The Coming Collapse of China. New York : Random House, 2001. 372 p.

[137] *Pettis M.* The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy. Princeton, NJ : Princeton University Press, 2013. 232 p.

[138] *Heilmann S., Shih L.* The Rise of Industrial Policy in China, 1978–2012 [Электронный ресурс]. University of Trier, 2013. 25 p. Режим доступа: https://www.harvard-yenching.org/wp-content/uploads/legacy_files/featurefiles/Sebastian%20Heilmann%20and%20Lea%20Shih_The%20Rise%20of%20Industrial%20Policy%20in%20China%201978-2012.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

[139] *Waldmeir P.* China Reporter Confesses to Stoking Market 'Panic and Disorder' [Электронный ресурс] // Financial Times. 2015. 31 Aug. Режим доступа: https://www.ft.com/content/41fed0a6-4f9e-11e5-8642-453585f2cfcd (дата обращения: 28.01.2022).

[140] A Forensic Examination of China's National Accounts [Электронный ресурс] / Wei Chen, Xilu Chen, Chang-Tai Hseih, Zheng Song // Brookings Papers on Economic Activity. 2019. P. 77–127. Режим доступа: https://www.jstor.org/stable/26798817 (дата обращения: 28.01.2022).

[141] Digital Technology and Inclusive Growth. Hangzhou : Luohan Academy, 2020. 334 p.

Оглавление

Рецензии на книгу «Китай: пузырь, который никогда не лопнет?»..... 3
Предисловие от редакции 5
Благодарности 15
1. Дерево не может дорасти до небес 17
2. Долговая яма Китая: заемщики 27
3. Долговая яма Китая: кредиторы 51
4. Первые два цикла экономического развития Китая 75
5. Третий цикл развития Китая и истоки мирового экономического кризиса 95
6. Экономика Китая в условиях мирового экономического кризиса 113
7. Си Цзиньпин и начало четвертого цикла развития Китая 133
8. Делеверидж без самодетонации 155
9. Передача технологий и торговые пошлины 177
10. На этот раз все будет иначе? 201
11. Сценарии развития китайского кризиса 225
12. Никогда не бывает слишком поздно 245
Рекомендации для дальнейшего чтения 263
Благодарности источникам 267
Примечания 269

Научно-популярное издание

Томас Орлик

КИТАЙ:

ПУЗЫРЬ, КОТОРЫЙ НИКОГДА НЕ ЛОПНЕТ?

Перевод с английского
Т. Ю. Адаменко

16+

Ответственный редактор *Е. Топленникова*
Корректор *Я. Шаповалова*
Верстальщик *С. Лобанова*

Издательство «Директмедиа Паблишинг»
117342, Москва, ул. Обручева, 34/63, стр. 1
Тел/факс + 7 (495) 334-72-11
E-mail: manager@directmedia.ru
www.biblioclub.ru
www.directmedia.ru



Direct-media — полный цикл издательских услуг

- Редактура, корректура
- Присвоение ISBN
- Передача в Российскую книжную палату
- Присвоение DOI
- Печатный тираж
- Верстка
- Дизайн обложки
- Продвижение
- Поддержка
- Кратчайшие сроки подготовки издания

www.directmedia.ru — магазин электронных и аудиокниг. В нашем каталоге вы найдете тысячи нон-фикшн-книг, которые помогут в учебе и жизни: мировые бестселлеры по саморазвитию, учебники, научную и научно-популярную литературу, обучающие курсы для взрослых и детей. Мы сотрудничаем с ведущими издательствами, а также выпускаем собственные электронные и печатные книги, которые ставим на полки ведущих магазинов и маркетплейсов – OZON, Wildberries, Лабиринт и других.

Наши проекты

www.biblioclub.ru – Университетская библиотека онлайн, электронная библиотека для вузов и ссузов

www.lib.biblioclub.ru – Библиотека NON-FICTION, онлайн-библиотека научной и познавательной литературы

www.art.biblioclub.ru – Арт-портал «Мировая художественная культура» и Арт-библиотека, интерактивная галерея произведений мирового искусства

www.biblioschool.ru – «Библиошкола» и «Читающая школа», онлайн-библиотека школьной образовательной литературы и книг для внеклассного чтения

www.read-analytic.ru — «Аналитик чтения», программа для оценки сложности текстов и читательских компетенций учащихся

www.new-gi.ru — «Новое поколение», интеллектуальный центр дистанционных технологий

www.english-direct.ru — Ресурсный центр изучения иностранных языков и курсы иностранного языка онлайн

www.enc.biblioclub.ru — «Энциклопедиум», сайт классических, академических и авторских энциклопедий и онлайн-справочников

www.directacademia.ru — «Директ-Академия», учебно-методический центр обучения цифровым технологиям в образовании

www.lms.biblioclub.ru — Центр профессионального онлайн-обучения «Электронные курсы». Платформа дистанционного обучения

