

## Балансовая рецессия в Китае и структурные проблемы в призме экономического спада в Японии конца 1990-х годов\*

### Balance Recession in China and Structural Problems in the Lens of the Economic Recession in Japan in the Late 1990s

А. ПОЛИВАЛОВ

**Поливалов Александр Александрович**, аспирант Российского нового университета, начальник отдела клиентских операций Департамента инвестиционного бизнеса ПАО Банк «ФК Открытие» (г. Москва), директор Управления продаж конверсионных и процентных инструментов ПАО Банк ВТБ (г. Москва). ORCID: 0000-0002-1249-1084. E-mail: sasha\_p86@mail.ru

*Балансовая рецессия, наступившая в Японии после взрыва пузыря активов в конце 1990-х годов и сегодняшнее развитие Китая во многом схожи. Сегодняшний кризис на рынке недвижимости Китая и накопившиеся структурные проблемы фокусируют внимание экономистов на том, может ли Китай, опираясь на опыт Японии, избежать длительной стагнации. Опыт экономической политики Японии позволяет сегодня Китаю избежать проблем рецессии баланса, о которой экономисты еще не знали 30 лет назад.*

**Ключевые слова:** рецессия, экономика Японии, экономика Китая, пузырь активов.

*The balance sheet recession that followed Japan's asset bubble in the late 1990s and China's development today are similar in many ways. The crisis in China's real estate market today and the accumulated structural problems are focusing the attention of economists on whether China, based on the experience of Japan, can avoid prolonged stagnation. The experience of Japanese economic policy allows China today to avoid problems of balance sheet recession, which economists were not aware of 30 years ago.*

**Key words:** recession, Japanese economy, Chinese economy, asset bubble.

#### Основные положения

1. Пузырь японских активов был спровоцирован агрессивным денежно-кредитным стимулированием экономики Банком Японии и завышенным курсом йены.
2. Переход корпоративного сектора Японии на модель чистого сбережения (сокращение долга) не позволили Банку Японии проводить эффективную денежно-кредитную политику.
3. При рецессии балансов эффективной политикой сохранения экономического роста является бюджетно-налоговое стимулирование.
4. Китай эффективно замещает выбывший спрос частного сектора путем бюджетного стимулирования, основанного на политическом консенсусе.

#### Введение

Снижение темпов экономического роста в Китае, связанное в том числе с проблемами на рынке недвижимости, вызывает обеспокоенность у экономических обозревателей [1]. Траектория развития Китая при определенных условиях может повторить траекторию развития Японии три десятилетия назад, после того как лопнул пузырь активов. Целью данной статьи является исследование экономического кризиса в Японии 1990-х годов и сравнение с текущим экономическим развитием Китая.

\* Ссылка на статью: Поливалов А.А. Балансовая рецессия в Китае и структурные проблемы в призме экономического спада в Японии конца 1990-х годов // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2024. № 2. С. 31–43. DOI: 10.34773/EU.2024.2.5.

## Методы

При подготовке статьи был проведен анализ научных публикаций по тематике статьи, проведен сбор и анализ статистических экономических рядов. Источниками информации для данной статьи стали научные публикации, экономические и финансовые данные, данные официальной статистики. Применялись общенаучные методы синтеза, табличной и графической визуализации.

## Результаты и обсуждение

Одной из характерных черт пузыря активов в Японии в конце 1990-х годов был его размер. Цены на коммерческую недвижимость выросли в четыре раза всего за пять лет, начиная примерно с 1985 года [5]. Было подсчитано, что в какой-то момент земля, на которой стоит Императорский дворец в центре Токио, стоила примерно столько же, сколько весь штат Калифорния. Компании и домохозяйства, увеличившие свое благосостояние во время бума, увеличили потребление, что привело к значительному росту ВВП Японии, как в номинальном, так и в реальном выражении (рис. 1).

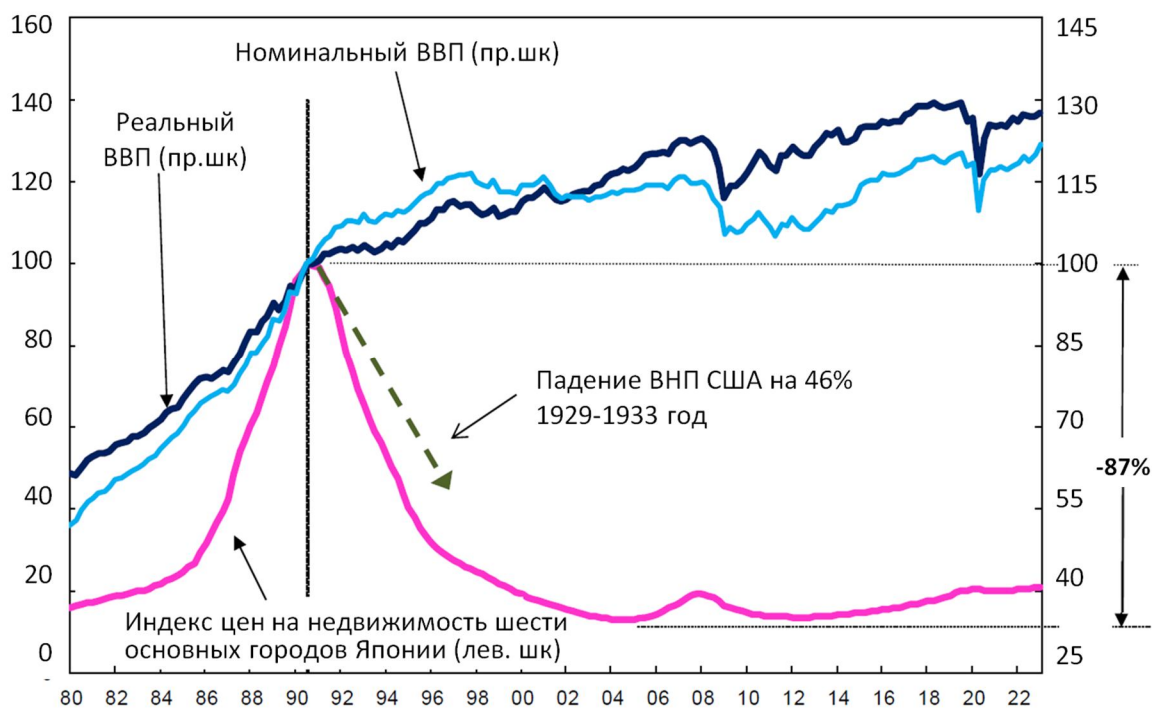


Рис. 1. Японский пузырь активов, 1990=100

Источник: Расчеты автора, Cabinet Office's Annual Report on National Accounts, Japan Real Estate Institute's urban land price index

Финансовые ресурсы, полученные японскими компаниями во время бума, позволили им покупать офисные здания и другие объекты недвижимости в Европе и США. У японского пузыря активов было две основные причины. Первой причиной было чувство чрезмерной самоуверенности экономических агентов, увековеченной во фразе «Япония номер один». Второй причиной было агрессивное денежно-кредитное стимулирование экономики Банком Японии и завышенный курс йены, который по соглашению «Плаза», подписанному в сентябре 1985 года, был призван «исправить» чрезмерную силу доллара США. Из-за завышенного курса йены японские корпорации уменьшили свои инвестиции в создание новых мощностей в Японии, и направили инвестиции преимущественно в покупку активов. Во время пузыря активов японские банки существенно упростили стандарты кредитования. В какой-то момент было сказано, что «быстрее позвонить в банк и получить одобрение по кредиту, чем доставить собу из соседнего магазина лапши». Избыток ликвидности и желание получить повышенную доходность

побудили японские компании применять так называемую финансовую инженерию. Произошел взрывной рост так называемых «зай-тек» (“zai-tech”), то есть одновременного заимствования средств и инвестирования их в акции или недвижимость [3]. Таким образом, во время пузыря, японские компании увеличили как свои финансовые активы, так и свои финансовые обязательства (рис. 2).

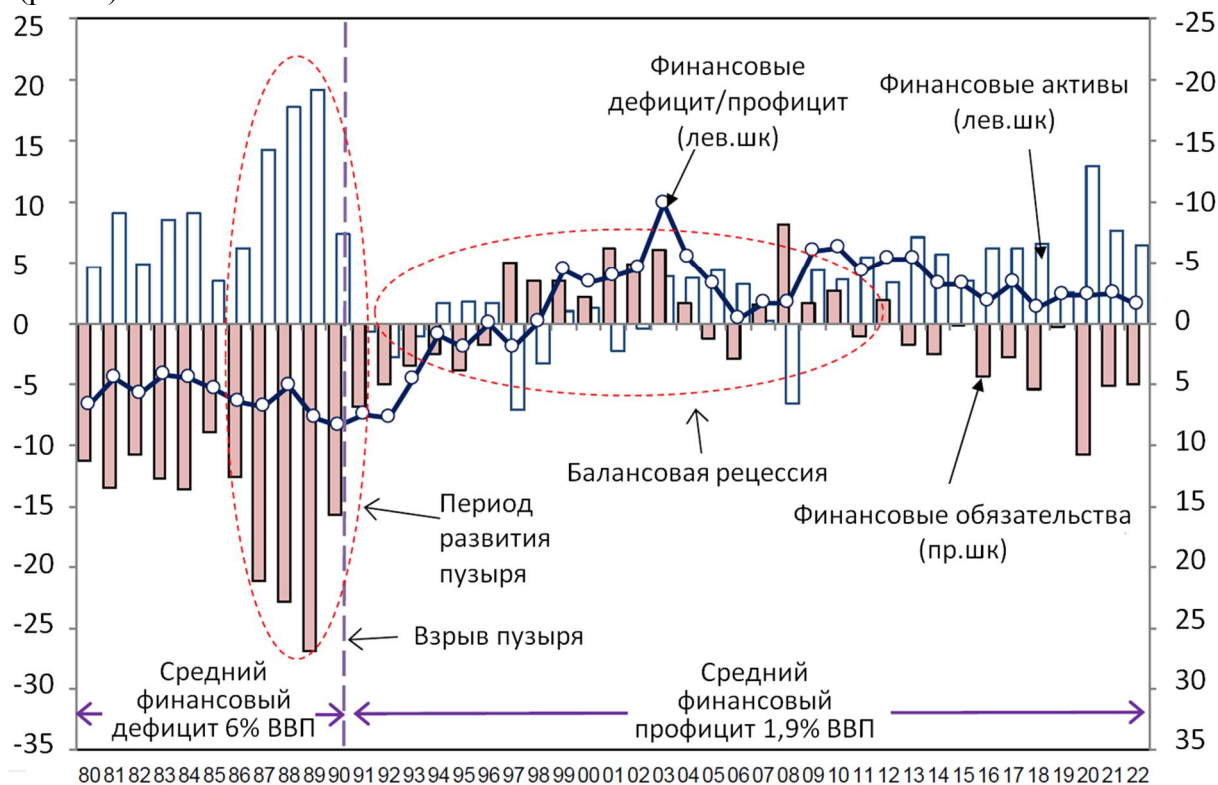


Рис. 2. Финансовый баланс японского корпоративного сектора, % ВВП

Источник: Расчеты автора, Bank of Japan, Flow of Funds Accounts, Government of Japan, Cabinet Office, National Accounts

На рисунке 2 белые полосы, расположенные выше горизонтальной нулевой линии, означают увеличение финансовых активов нефинансового корпоративного сектора, а заштрихованные столбцы ниже нулевой линии означают увеличение финансовых обязательств нефинансовым корпоративным сектором. Синяя линия показывает чистый результат в наращивании финансовых активов за вычетом финансовых обязательств, т.е. профицит или дефицит. Когда синяя линия находится выше нуля, нефинансовый корпоративный сектор имеет финансовый профицит и, следовательно, является чистым сберегателем. Когда синяя линия находится ниже нуля, сектор имеет финансовый дефицит и является чистым заемщиком. После обвала цен на активы в конце 1990-х годов японская экономика оказалась в состоянии балансовой рецессии. Цены на коммерческую недвижимость к 2005 году по индексу шести крупнейших городов Японии упали на 87 %. Потери национального богатства составили 1 500 трлн. йен, что примерно в три раза превышало ВВП Японии в 1989 году [9]. Падение цен на активы сделало многие японские компании технически неплатежеспособными, поскольку активы на их балансах сократились, а обязательства остались. Корпоративный сектор использовал свободный денежный поток для восстановления своих балансов путем погашения долга. Нефинансовый корпоративный сектор в целом вышел в финансовый профицит только в 1999 финансовом году во многом благодаря тому, что отрицательная переоценка по активам перестала увеличиваться. Другими словами, сектор делал все возможное, чтобы минимизировать долг, сокращая долю заемных средств, хотя процентные ставки в это время в Японии упали до нуля. Попытка исправить поврежденные балансы и восстановить финансовое благополучие стало главной задачей как для корпоративного

сектора, так и для домохозяйств. Но если корпоративный сектор и домохозяйства сокращают долг одновременно, то экономика входит в тяжелую дефляционную спираль, называемую рецессией баланса. Это происходит потому, что в национальной экономике, когда кто-то сберегает или выплачивает долг, кто-то другой должен занять и потратить эти сбережения, иначе экономика стагнирует.

В обычных условиях центральный банк и финансовый сектор выступают в качестве посредника в распределении сбережений. Процентные ставки по кредитам падают, когда заемщиков недостаточно для доступного пула сбережений – и наоборот, процентные ставки растут, когда заемщиков больше чем доступный пул сбережений. Однако после того как пузырь активов лопнул, возникла острая нехватка заемщиков даже при нулевых процентных ставках. Полученный в результате избыток сбережений частного сектора направляется на сокращение долга, как описано выше, переводя экономику в балансовую рецессию. Наиболее ярким примером балансовой рецессии стала Великая депрессия в США, которая была вызвана крахом пузыря активов в октябре 1929 года. Возникшая в результате дефляционная спираль привела к падению номинального ВВП на 46 % всего за четыре года (рис. 1) [12].

Денежно-кредитная политика, по сути, бессильна, когда частный сектор вынужден сокращать долю заемных средств, несмотря на нулевые процентные ставки. Это было также продемонстрировано тем фактом, что после пузырей на рынке жилья в США и Европе, лопнувших в 2008 году, инфляция в этих странах не выросла, несмотря на массовые программы количественного смягчения, и другие формы смягчения денежно-кредитной политики. Единственный способ поддержать экономику и частный сектор во время рецессии баланса – это поддержка со стороны правительства. В Японии в 1990-е годы многие политики правящей Либерально-демократической партии были рады увеличить государственные расходы. Правительство использовало налогово-бюджетный стимул, чтобы занять и потратить избыточные сбережения населения и корпоративного сектора. После начала такой политики ВВП Японии никогда не падал ниже уровней, зарегистрированных во время развития пузыря активов [10].

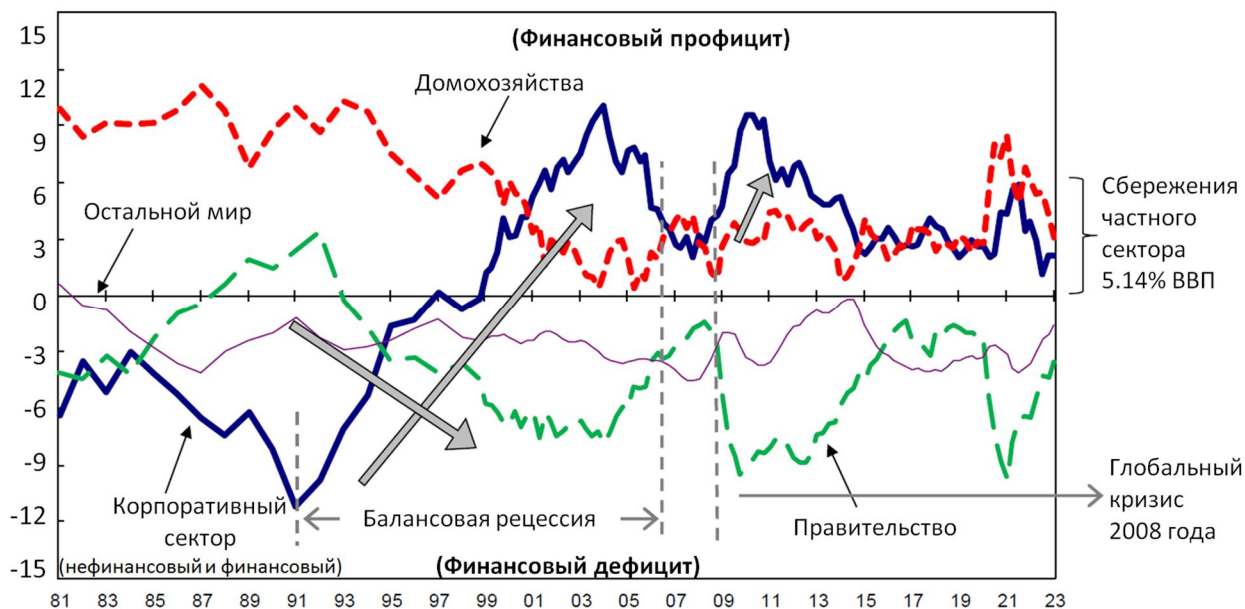


Рис. 3. Финансовый баланс по секторам, % номинального ВВП

Источник: Расчеты автора, Bank of Japan, Flow of Funds Accounts, Government of Japan, Cabinet Office, National Accounts

Рисунок 3 представляет собой график движения денежных средств в четырех секторах японской экономики, домохозяйствах, корпоративном секторе (нефинансовом и финансовом), правительстве и остальном мире. Соответственно, каждый сектор может или сберегать,

находясь в состоянии финансового профицита, или быть чистым заёмщиком, имеющим финансовый дефицит. На графике точки данных над горизонтальной нулевой линией указывают на то, что рассматриваемый сектор находится в состоянии чистого сбережения (финансового профицита), а точки под линией означают, что сектор является чистым заемщик (финансовый дефицит). Сумма финансовых профицитов и дефицитов четырех секторов каждый год в сумме равна нулю.

Использование Японией налогово-бюджетного стимулирования для поддержания ВВП на уровне выше пика пузыря в течение десятилетий, несмотря на потерю значительного богатства, было большим достижением. Экономисты в 1990-х годах не знали о существовании экономической болезни, называемой рецессией баланса, и о том, что бюджетное стимулирование – единственный способ «излечиться» от этого «недуга», как не знали и о том, что такое стимулирование должно продолжаться до тех пор, пока частный сектор не восстановит свой баланс. Политики и экономисты в то время считали, что экономический спад был краткосрочным явлением, вызванным деловым циклом, и пытались решить эту проблему стандартными монетарными мерами и временными кейнсианскими фискальными стимулами. Но смягчение денежно-кредитной политики в значительной степени бессильно в мире, где нет заемщиков. Фискальный стимул обеспечил рост ВВП, поскольку правительство взяло займы и потратило деньги, но экономика снова ослабла, как только стимулирование было прекращено. Именно поэтому его считали неэффективным [10].

Экономисты ошибались, ожидая, что краткосрочные бюджетные стимулы запустят экономику. Частному сектору требовалось как минимум пять или десять лет для завершения восстановления своих балансов. Как утверждает Лоуренс Саммерс, который занимался проблемой балансовой рецессии, которая последовала за крахом пузыря на рынке жилья в 2008 году, фискальные стимулы в такие периоды должны быть быстрыми, достаточными и устойчивыми [2]. Другими словами, их необходимо вводить прежде, чем начнется дефляционная спираль, они должны быть достаточно масштабными, чтобы поглотить все избыточные сбережения частного сектора и должны поддерживаться до тех пор, пока частный сектор не завершит восстановление своего баланса. Но никто в Японии 1990-х годов этого не понимал. Хотя правительству удалось предотвратить падение ВВП, применение налогово-бюджетного стимулирования всегда было временным и всегда происходило после ослабления экономики. Как следствие, некоторые инфраструктурные проекты, реализованные с помощью бюджетных стимулов в этот период, осуществлялись без достаточного внимания к экономической эффективности. Это привело к резкой критике со стороны СМИ, что еще больше затруднило правительству задачу управления фискальным стимулом, который необходим во время балансовой рецессии. В результате экономический спад длился длительное время.

Поскольку стандартная денежно-кредитная и фискальная политика не работают так, как обычно, то утверждалось, что рецессия в Японии была вызвана структурными проблемами в экономике. Аналогичные заявления, утверждающие, что структурные реформы были ответом на экономическую слабость, звучали в Евроне после кризиса 2008 года. Структурными проблемами, существовавшими на протяжении десятилетий невозможно объяснить внезапное и резкое замедление экономики и последовавший за этим крах пузыря. Структурные реформы не сделали ничего для стимулирования экономики, которая находилась в депрессии из-за проблем с балансом [13]. Во всяком случае, политический сдвиг в сторону структурных реформ способствовал продлению рецессии как в Японии после 1990 года, так и в Европе после 2008 года. Даже если бы реакция японского правительства на рецессию была идеальной во всех отношениях, сам размер пузыря означает, что экономике потребовалось не менее десяти лет, чтобы выйти из образовавшегося баланса. Поскольку политики не знали, с чем имеют дело, и их ответ был далек от оптимального, Японии потребовалось более 20 лет, чтобы остановить рецессию баланса. Как показано на рисунке 2, только примерно в 2013 финансовом году компании закончили погашение долга.



Учитывая опыт экономики Японии после того, как в 1990 году лопнул пузырь активов, что можно сказать о Китае? Пузырь на рынке недвижимости Китая сосредоточился в сегменте жилого строительства, при этом цены на дома в Пекине растут примерно так же, как и на квартиры в крупнейших городах Японии 30 лет назад (рис. 4). Если этот пузырь действительно начнет лопаться, Китай, скорее всего, вступит в такой же баланс рецессии, которую Япония пережила 30 лет назад.



Рис. 4. Цены на недвижимость, Китай 2011=100, Япония 1985=100  
 Источник: Расчеты автора, Real Estate Economic Institute, BIS

Однако при определении степени происходящего спада баланса существуют вопросы, касающиеся надежности китайских экономических данных. Власти, как сообщается, запретили продажу домов по низким ценам и, следовательно, опубликованные цены на жилье снизились не сильно. Изменение восприятия цен активов является отправной точкой для рецессии баланса. Также важно иметь в виду, что рецессия баланса начинается не во время падения цен на активы, а скорее тогда, когда люди понимают, что не хотят покупать данный актив. Например, когда в 1990 году цены на японские активы впервые начали падать, экономические агенты были не слишком обеспокоены, потому что думали, что это временное исправление. Люди в Японии 30 лет назад не спешили осознавать риск падения цен на недвижимость, потому что за послевоенное время цены не снизились ни разу в годовом исчислении. Не может быть никакой рецессии баланса, пока люди ожидают, что цены на активы в конечном итоге возобновят рост, и на самом деле в течение первых двух лет не было серьезного спада в экономике.

Изменение образа мышления в сегодняшнем Китае может работать в противоположном направлении. Рецессия балансов начинается, когда люди начинают сомневаться в ценах активов. Для людей вполне естественно желание уменьшить размер своего кредитного плеча, когда они думают, что цены на активы уже слишком высоки, и вряд ли существенно вырастут по сравнению с текущими уровнями, и на самом деле они с большей вероятностью будут снижаться. Если это коллективное поведение, то экономика, скорее всего, впадет в балансовую рецессию. Более того, если публикуемые цены на жилье являются побочным продуктом официального давления с целью не продавать жилье по чрезмерно низким ценам, это может свидетельствовать о том, что фактические рыночные цены намного ниже, и в этом случае обеспокоенные домовладельцы могут предпринять еще более агрессивные действия по сокращению долга. Поскольку в 1990-х годах в Китае наблюдалось снижение цен на недвижимость, люди, возможно, более осведомлены об этом виде риска, чем японцы.

В то же время некоторые считают, что продолжающаяся урбанизация поддержит китайскую экономику, некоторые считают, что опасения по поводу рецессии баланса в Китае являются необоснованными, утверждая, что избыток рабочей силы в Китае по-прежнему мигрирует из сельской местности в города, что стимулирует спрос на жилье, обусловленный урбанизацией, а значит, нет необходимости беспокоиться о ценах на жилье или экономику в целом.

Этот аргумент может быть справедливым для таких городов как Пекин, Шанхай и Шэньчжэнь, но это все еще зависит от уровня спроса на рабочую силу. Если работы нет, то в эти города люди перестанут переезжать. Если взглянуть на рынок труда Китая с этой точки зрения, то можно предположить, что условия там сложные. Уровень безработицы в июне 2023 г. среди людей в возрасте 16-24 лет составил 21,3 %, став самым высоким с момента начала публикации статистики в 2018 году [14]. Общий уровень безработицы в 5,2 % во всех китайских городах также не отражает фактического состояния рынка труда. При расчете уровня безработицы учитываются только люди, получающие пособие по безработице, но многие не получают пособий, потому что их пенсия по старости может быть уменьшена на сумму, пропорциональную полученным выплатам сумму. Высокий уровень безработицы среди молодежи также является серьезной проблемой. В таких условиях трудно представить сценарий, при котором большое количество людей переезжает из сельской местности в города, что приводит к перемещению населения, поддерживая как цены на жилье, так и экономику в целом. Чтобы спрос на жилье и строительство, обусловленный урбанизацией, стал снова одной из точек роста китайской экономики, городам необходимо продолжать быстрый рост и генерировать существенный спрос на рабочую силу, но ни одно из этих условий, похоже, не выполняется в сегодняшнем Китае с низкими темпами роста.

Поскольку заемщики стремятся погасить долг, то, вероятно, наступила рецессия баланса. В этом смысле уместны сравнения с Японией три десятилетия назад. Китай понимает рецессию баланса и необходимость бюджетного стимулирования. Тем не менее, сегодняшний Китай сильно отличается от Японии 1990-х годов с точки зрения его способности выработать эффективный ответ на рецессию баланса. В Японии не было экономистов, которые знали бы о рецессии баланса, и никто не понимал, как этот вид рецессии работал и как из него выйти. В Китае, с другой стороны, есть экономисты и политики, которые знают об этой экономической болезни и знают, как с этим бороться. Исследования Китая в этой области достаточно обширны. Это стоит в резком контрасте с Японией и Западом, где продолжающееся доминирование неоклассического стиля экономики, основанного на предположении, что частный сектор всегда стремится максимизировать прибыль, лишило экономистов возможности принять концепцию рецессии баланса, когда частный сектор начинает уделять первоочередное внимание минимизации долга.

Китай, вероятно, быстро предпримет шаги по решению проблемы рецессии баланса, используя бюджетный стимул. Решения о бюджетном стимулировании в современном Китае могут быть быстро приняты и также быстро реализованы. С другой стороны, в демократических странах призыв к налогово-бюджетному стимулированию со стороны правящей партии будет обязательно отвергнут оппозицией, и тогда последуют длительные дебаты. Тем временем дефляционная спираль раскрутится еще больше, и к тому времени, когда законопроект о стимулировании экономики будет принят, экономические потери станут гораздо более серьезными, и потребуют уже гораздо более дорогостоящего лечения, чем если бы власти действовали быстро.

Лучший пример того, как по-разному принимают решения в демократиях и авторитарных режимах, можно увидеть в реагировании на рецессию балансов на примере Соединенных Штатов и Германии во время Великой депрессии. Уровень безработицы в 1933 году составил 25 % в США и 28 % в Германии. В 1933 году администрация Рузвельта обнародовала свой «Новый курс». Германия в это же время приступила к осуществлению программы финансового стимулирования, которое включало строительство сети скоростных автомагистралей. Первоначально обе эти политики дали значительные результаты. Однако администрация Рузвельта не смогла поддержать стимул из-за противодействия со стороны республиканцев и перешла к программе бюджетной консолидации в 1936 году. Уровень безработицы оставался на отметке 19 % в 1938

году. Напротив, Германия продолжила фискальное стимулирование и сумела снизить уровень безработицы до 2 % в 1938 году. Так или иначе, не существует демократических или авторитарных способов восстановления после рецессии баланса. Скорость принятия решений в процессе борьбы с рецессией баланса является одним из важнейших пунктов [11].

Как только пузырь, финансируемый за счет долга, лопнет, произойдет резкий рост числа заемщиков, которые не смогут погасить свои кредиты, что приведет к проблемам с необслуживаемыми кредитами в банковской сфере. Япония, начиная с середины 1990-х годов, и экономики западных стран после банкротства Lehman Brothers пережили масштабный банковский кризис. Это еще одна область, где скорость реакции властей может сильно различаться в демократиях и авторитарных режимах [7].

Когда экономика находится в рецессии, меры по спасению банковского сектора необходимы, и крайне непопулярны в любой стране, поскольку считаются несправедливыми. В демократических странах общественная оппозиция может значительно задержать необходимую реакцию. В Японии, например, администрация Миядзавы в 1993 году впервые выступила с доводами для спасения банков после того, как лопнул пузырь. Премьер-министр Киичи Миядзава понимал, что быстрое спасение сведет к минимуму ущерб экономике. Несмотря на попытки объяснить это общественности, спасение банков встретило сильное сопротивление со стороны СМИ и других политиков, потому что никто не сталкивался с такого рода проблемами в послевоенной Японии. В конечном итоге он ничего не смог сделать, и правительство не приняло фундаментальных мер реагирования на кризис. В то же время количество банков, владеющих большими объемами неработающих кредитов, росло и они неохотно давали кредиты, что наносило дополнительный ущерб экономике. Выход из рецессии в конечном итоге обошелся налогоплательщикам более чем в 11 трлн йен, поскольку задержки усугубили проблемы [8].

Воздействие шока банкротства Lehman Brothers в США в 2008 году было настолько сильным, что властям удалось влить капитал в банковскую систему почти сразу же с введением программы TARP. Тем временем проблемы в банковской системе Европы нарастали, отчасти из-за ограничений Пакта о стабильности и росте, который ограничивает общий дефицит государственного бюджета на уровне 3 % ВВП. С другой стороны, в Китае высшие чиновники могут мгновенно принять решение об увеличении капитала. Даже если в Китае произойдет такая же рецессия баланса, как в Японии 30 лет назад, политическая реакция, вероятно, будет намного быстрее и эффективнее, чем в Японии.

Учитывая вышеизложенное, вполне вероятно, что Китаю удастся преодолеть балансовую рецессию без серьезных проблем. Но настоящая проблема заключается в другом. На рисунке 5 показано, кто сберегает, то есть имеет финансовый профицит в китайской экономике, и кто занимает и тратит эти сбережения. В то время как сектор домохозяйств оставался достаточно стабильным вкладчиком, корпоративный сектор начал резко сокращать свой финансовый дефицит, то есть заимствования, примерно в 2016 г. Это необычно для частного сектора – прекратить брать займы до того, как пузырь лопнет. Китайская экономика высококонкурентна и ее экспортный сектор создает огромный торговый профицит. Когда Япония и Тайвань находились на аналогичной стадии экономического развития, компании активно брали кредиты для расширения своего бизнеса.



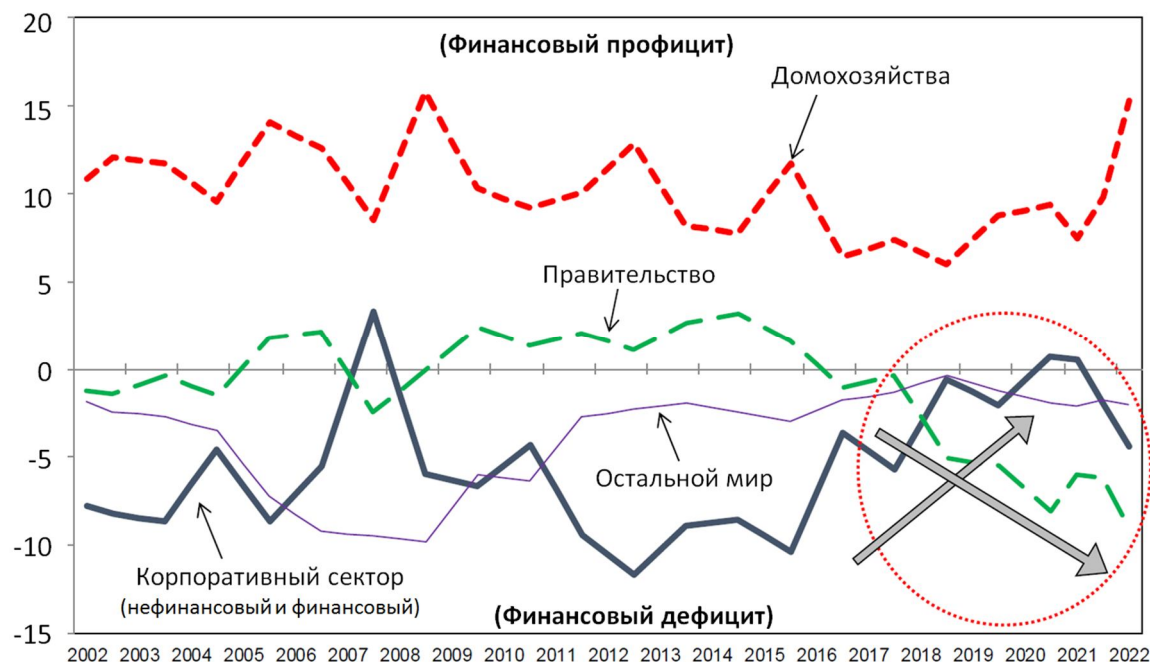


Рис. 5. Финансовый баланс по секторам, % номинального ВВП  
 Источник: Расчеты автора, National Bureau of Statistics China, People's Bank of China

Народный банк Китая значительно уменьшил стоимость кредитных ресурсов, резко снизив требования к обязательным резервам для банков (рис. 6) и процентные ставки (рис. 7), однако корпоративный сектор все же предпочел сократить свой долг.

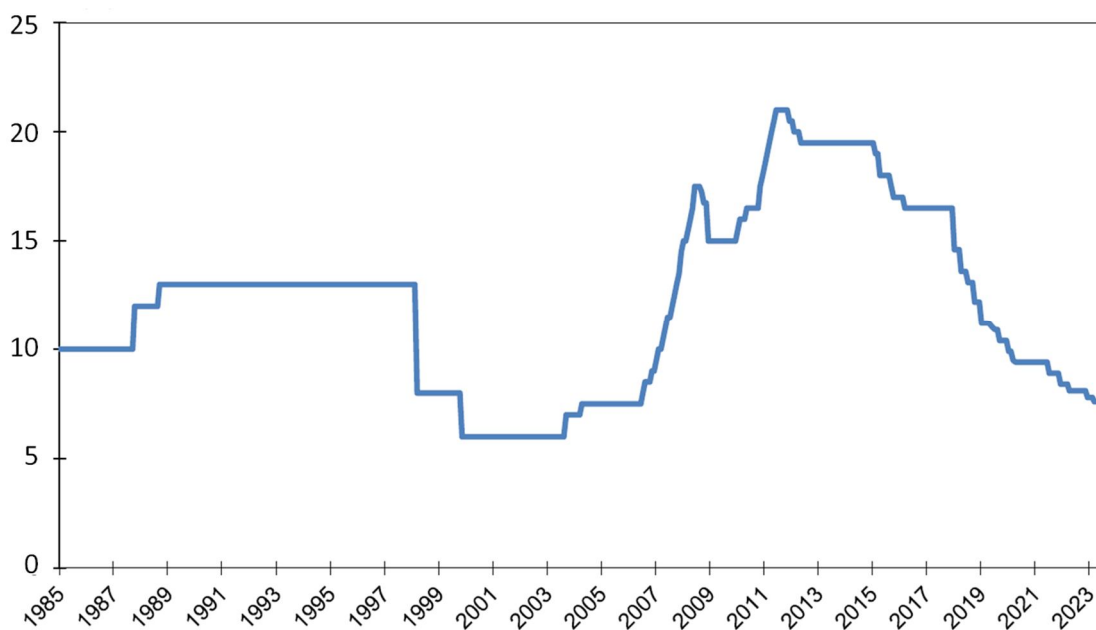


Рис. 6. Норматив обязательного резервирования в Китае, %  
 Источник: CEIC Data

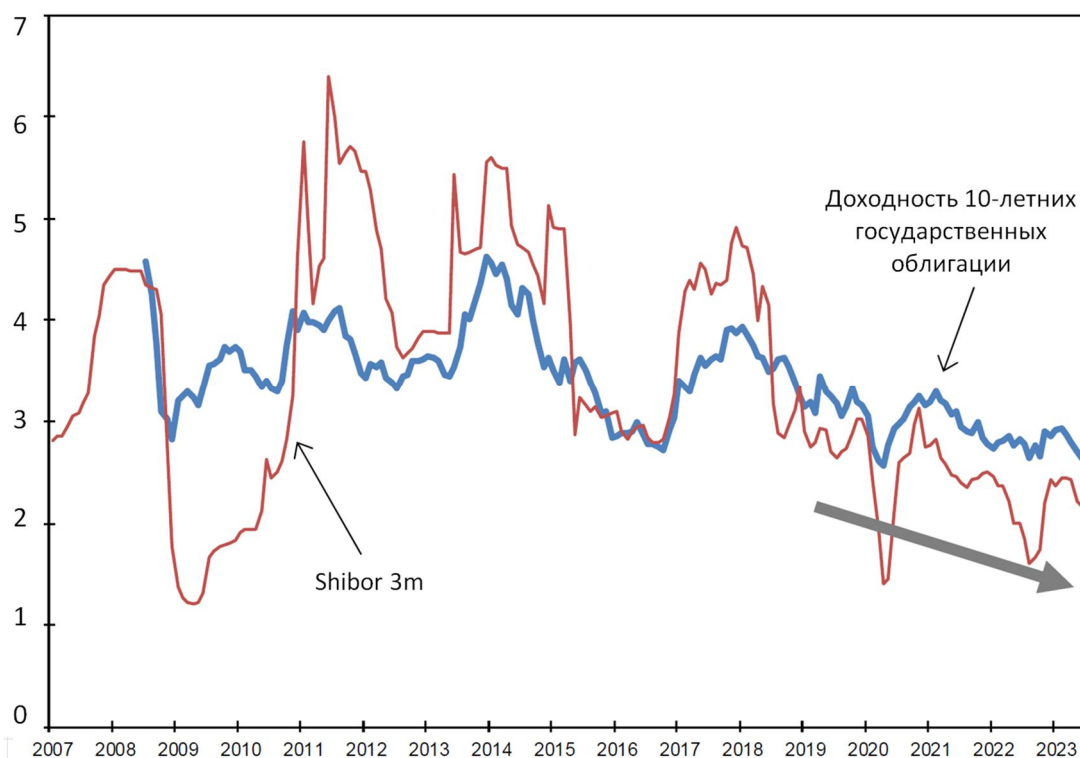


Рис. 7. Процентные ставки в Китае, %  
 Источник: CEIC Data

Несмотря на то, что домохозяйства Китая продолжают сберегать, корпоративный сектор, который занимал и тратил эти сбережения, прекратил брать займы. Чтобы компенсировать возникающее дефляционное давление, правительство поддержало экономику, создав бюджетный дефицит в размере 9 % ВВП. Это означает, что экономический рост Китая с 2016 года стал возможен благодаря государственной поддержке. После того, как корпоративный сектор Китая в 2016 году прекратил брать кредиты, фискальный стимул стал необходим для поддержки экономики, как если бы она находилась в состоянии рецессии баланса.

Если бы Китай вошел в балансовую рецессию, бюджетный дефицит, уже составляющий 9 % ВВП, должен будет увеличиваться, что может привести к серьезным последствиям. По крайней мере, центральное правительство больше не сможет делегировать ответственность по налогово-бюджетным стимулам региональным правительствам, как это было в прошлом. Центральное правительство все еще имеет высокую способность к заимствованиям. Когда в 1990 году в Японии лопнул пузырь, правительство имело профицит бюджета и, следовательно, у него было много возможностей для администрирования бюджетных стимулов. Напротив, любое дальнейшее фискальное стимулирование со стороны китайского правительства должно быть предпринято в то время, когда бюджетный дефицит уже достаточно высок. Бюджетное стимулирование во время рецессии баланса может быть профинансировано за счет профицита сбережений частного сектора. Однако, по сути, рецессия баланса вызвана избытком сбережений частного сектора. Следовательно, серьезных трудностей с финансированием необходимых финансовых стимулов возникнуть не должно. Такое положение дел отражается в снижении стоимости 10-летних государственных облигаций Китая, доходность по которым составляет 2,6 % на фоне отсутствия заемщиков из частного сектора (рис. 7).

Хотя многие эксперты выражают обеспокоенность по поводу размера внутреннего долга Китая, текущие процентные ставки и экономические условия предполагают, что частные сбережения даже больше, чем эти обязательства [4]. Возникающий в результате избыток частных сбережений является причиной дефляционного давления. Индекс потребительских цен в последнее время находится около нуля. Аналогичная ситуация с государственным долгом

наблюдалась в Японии, где доходность 10-летних государственных облигаций уже упала до 0,7 % в 2013 году, прежде чем бывший председатель Банка Японии Харухико Курода ввел политику количественного смягчения. Поскольку государственный долг Японии уже превышал 200 % ВВП, профицит сбережений частного сектора был еще больше. Во время балансовой рецессии японские финансовые институты были вынуждены инвестировать свои избыточные средства в государственные облигации из-за отсутствия альтернатив. Китаю, вероятно, следует максимально использовать опыт Японии, избегая длительных дебатов о размере государственного долга и определить проекты государственных инвестиций с нормой прибыли более 2,6 %. Поскольку такие проекты будут самофинансируемыми, они не создадут бремени для налогоплательщиков.

Второй и самый важный вопрос, возникающий в связи с прекращением корпоративных заимствований около 2016 года – почему? Пузырь активов в 2016 году еще не лопнул, и китайские компании не испытывали серьезных проблемы с балансом. Вероятно, они перестали брать займы, потому что стали видеть меньше перспективных инвестиционных возможностей. Возможные причины:

- 1) Ловушка среднего дохода, возникающая в результате роста заработной платы внутри страны;
- 2) Рост неопределенности из-за геополитического конфликта с Западом;
- 3) Предполагаемая потеря инвестиционных возможностей из-за регулятивных мер;
- 4) Сокращение численности населения.

Ловушка среднего дохода связана с проблемой: когда страна является производителем с низкими затратами и компании со всего мира стремятся производить свою продукцию в этой стране, но по мере того, как заработная плата и цены растут, а производственные затраты начинают превышать сопоставимые затраты в других странах, производственные мощности будут мигрировать в другие места, что приводит к замедлению экономического роста. Лишь несколько стран Азиатского региона, в том числе Япония, Тайвань и Южная Корея, вырвались из ловушки среднего дохода. ВВП Китая на душу населения, по данным МВФ за 2022 год, составляет 12 813 долларов США, а значит, Китай пока не справился с проблемой среднего дохода [15]. Если Китай надеется избежать этого, тогда он мог бы снизить налоги и дерегулировать ряд отраслей, чтобы убедить компании не переводить новые инвестиции за границу. Вероятно, политики думают, что огромный внутренний рынок Китая является одним из факторов, который сам по себе может помочь убедить компании не переводить производственные мощности из Китая в другие страны.

Геополитический конфликт с Западом также замедляет экономический рост. Тридцать лет назад Япония и США имели большие торговые разногласиями. Ситуация обострилась до такой степени, что в 1989 году США прямо озвучили свои требования относительно ряда отраслей японской экономики. Когда во время правления Трампа начались торговые трения между США и Китаем, они первоначально приняли форму, аналогичную Инициативе по преодолению структурных препятствий. Однако с тех пор проблемы стали намного серьезнее, и обе стороны начали подчеркивать геополитические риски и различия в национальных ценностях. Так или иначе, но потребуется много времени, чтобы достичь консенсуса, даже если все стороны уже сегодня начнут двигаться в правильном направлении. Это будет иметь негативные последствия не только для доступа китайских компаний к западным рынкам, но и для доступа западных компаний на китайский рынок.

Усиление регулирования ряда отраслей в Китае также уменьшает уверенность инвесторов. Риск резкого изменения нормативной базы ставит многие инвестиционные проекты в состояние высокой неопределенности, когда становится невозможным предсказать будущие доходы с какой-либо степенью уверенности. Независимо от того, насколько тщательно составляются прогнозы прибыли, такого рода инвестиции влекут за собой высокие риски. Вопрос инвесторов сегодня сводится к тому, можно ли ожидать высокой отдачи на капитал в Китае, где экономический лозунг правительства – «процветание для всех»?

Четвертый фактор – это начало сокращения населения Китая в 2022 году [16]. Японская экономика также находится в состоянии спада на фоне сокращения численности населения, и многие эксперты поспешили объединить эти две ситуации. Однако население Японии начало сокращаться только в 2009 году, через 19 лет после того, как пузырь лопнул (рис. 8).

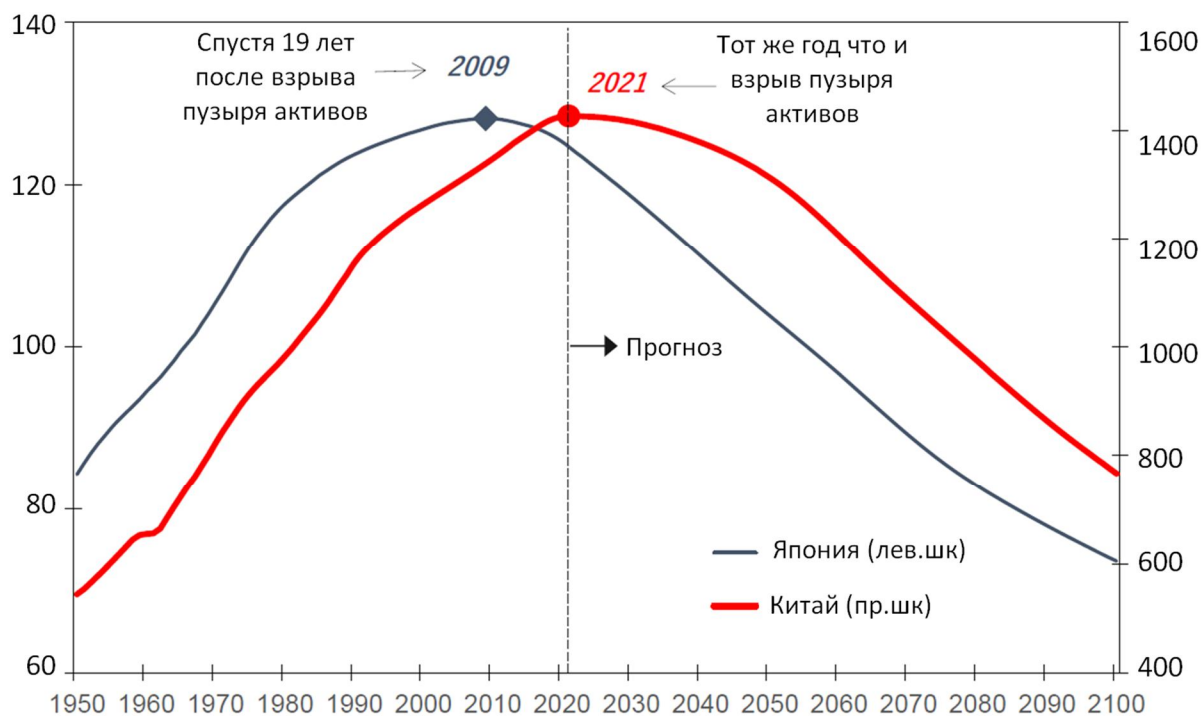


Рис. 8. Население в Китае и Японии, млн чел.

Источник: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2022). World Population Prospects 2022, Online Edition

Другими словами, дефляционные процессы не могут быть объяснены уменьшением численности населения, последовавшим через 19 лет. С другой стороны, в Китае население начало сокращаться в 2022 году, то есть в том же году, когда лопнул пузырь активов. Это повышает вероятность того, что сокращения населения будет одним из негативных факторов для тех, кто рассматривает возможность инвестирования в Китай. Сокращение численности населения также может повлиять на ожидания будущих цен на жилье, увеличивая вероятность того, что они будут стагнировать.

### Выводы

Все вышеперечисленные проблемы, с которыми сталкивается экономика Китая, являются достаточно серьезными, и большинство из них возникло до того, как лопнул пузырь активов. Четыре фактора, описанные выше, представляют собой структурные проблемы, которые невозможно решить с помощью подходов традиционной денежно-кредитной или фискальной политикой. Хотя традиционная макроэкономическая политика может временно компенсировать часть возникшего экономического ущерба, она не может устранить проблемы сами по себе. Это означает, что Китай одновременно испытывает как структурные проблемы, так и проблемы рецессии баланса. С балансовой рецессией власти, вероятно, будут бороться фискальным стимулом, но он не поможет решить существующие структурные проблемы, которые, вероятно, будут мешать развитию экономики. Хотя Китай, вероятно, сможет применить уроки Японии 30-летней давности, его перспективы долгосрочного роста будут во многом зависеть от политического решения о том, куда в конечном итоге движется нация.

### Литература

1. Annual Gross Domestic Product and Real GDP in the United States from 1929 to 2022 [Electronic resource]. URL: <https://www.statista.com/statistics/1031678/gdp-and-real-gdp-united-states-1930-2019/#:~:text=On%20October%2029%2C%201929%2C%20the,before%20the%20Second%20World%20War>
2. Bruckner M., Tuladhar A., Canova F. and others. The Effectiveness of Government Expenditures During Crisis: Evidence from Regional Government Spending in Japan 1990–2000 [Electronic resource]. URL: [https://www.researchgate.net/publication/228671908\\_The\\_Effectiveness\\_of\\_Government\\_Expenditures\\_During\\_Crisis\\_Evidence\\_from\\_Regional\\_Government\\_Spending\\_in\\_Japan\\_1990-2000](https://www.researchgate.net/publication/228671908_The_Effectiveness_of_Government_Expenditures_During_Crisis_Evidence_from_Regional_Government_Spending_in_Japan_1990-2000)
3. China's Q3 GDP growth shows economic recovery gaining traction [Electronic resource]. URL: <https://www.reuters.com/world/china/chinas-q3-gdp-grows-49-yy-above-market-forecast-2023-10-18/>
4. China Suspends Report on Youth Unemployment, Which Was at a Record High / New York Times [Electronic resource]. URL: <https://www.nytimes.com/2023/08/15/business/china-youth-unemployment.html>
5. China Vows to Keep up Spending in 2024 after Stimulus Cut [Electronic resource]. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-01/china-vows-to-keep-necessary-strength-for-2024-fiscal-spending>
6. India Passes China as World's Most Populous Nation, UN Says [Electronic resource]. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-19/india-surpasses-china-as-world-s-most-populous-nation-un-says>
7. Koo R. Pursued Economy: Understanding and Overcoming the Challenging New Realities for Advanced Economies. London: Wiley, 2022. 512 p.
8. Koo R., Sasaki M. Japan's disposal of bad loans: failure or success? (A review of Japan's experience with bad debt disposals and its implications for the global financial crisis) [Electronic resource]. URL: <https://www.nri.com/-/media/Corporate/en/Files/PDF/knowledge/report/cc/papers/2010/np2010151.pdf?la=en&hash=C7CC7ED48B17A930CC771E34C553D71AF5C4A6EA>
9. Kyoji F. The Structural Causes of Japan's «Two Lost Decades» [Electronic resource]. URL: <https://www.rieti.go.jp/en/publications/rd/003.html>
10. Land Economy and Construction and Engineering Industry Bureau / Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism [Electronic resource]. URL: [https://www.mlit.go.jp/en/totikensangyo/totikensangyo\\_fr5\\_000027.html](https://www.mlit.go.jp/en/totikensangyo/totikensangyo_fr5_000027.html)
11. Leonhardt D. The Return of Larry Summers [Electronic resource]. URL: <https://www.nytimes.com/2008/11/26/business/economy/26leonhardt.html?ref=business>
12. Nakaso H. Monetary Policy Divergence and Global Financial Stability: From the Perspective of Demand and Supply of Safe Assets / Speech at a Meeting Hosted by the International Bankers Association of Japan, 2017 [Electronic resource]. URL: [https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen\\_2017/data/ko170120a1.pdf](https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2017/data/ko170120a1.pdf)
13. The Great Depression in Germany [Electronic resource]. URL: <https://alphahistory.com/weimarrepublic/great-depression/>
14. The Japanese Zaitech Bubble [Electronic resource]. URL: <https://greekshares.com/the-japanese-zaitech-bubble/>
15. Why China Has a Giant Pile of Debt [Electronic resource]. URL: <https://www.nytimes.com/2023/07/08/business/china-debt-explained.html>
16. World Economic Outlook Database: October 2023 Edition / International Monetary Fund [Electronic resource]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October>