Analizy OSW

OŚRODEK STUDIÓW WSCHODNICH 26.08.2015 www.osw.waw.pl

Złe perspektywy gospodarcze utrudnią chińskie reformy

Jakub Jakóbowski

Okrzyknięty „czarnym poniedziałkiem" 24 sierpnia przyniósł na giełdzie w Szanghaju rekordowy spadek głównego indeksu Shanghai Composite o 8,5%. Dzień później jego wartość zmniejszyła się o kolejne 7,63%. Trwające od dwóch miesięcy spadki (43% w stosunku do tegorocznego szczytu), a także nerwowa reakcja światowych rynków świadczą o tym, że wśród inwestorów słabnie wiara w możliwość utrzymania przez Chiny zakładanego tempa wzrostu PKB oraz płynnej zmiany modelu gospodarczego. Pierwsza połowa sierpnia przyniosła również największą od 1994 roku dewaluację juana względem dolara, wynoszącą ok. 3,2%. Seria rządowych interwencji na rynku kapitałowym, a także manipulacje kursem juana okazały się niezwykle kosztowne i nie przyniosły dotąd spodziewanego efektu. Nieskuteczna reakcja na dynamicznie pogarszającą się sytuację gospodarczą stawia pod znakiem zapytania dwie kwestie fundamentalne dla powodzenia planowanej zmiany modelu gospodarczego: potencjał gospodarki do osiągnięcia 7-procentowego wzrostu PKB w ramach „nowej normalności", a także zdolność prezydenta Xi Jinpinga i jego zaplecza do stabilizacji sytuacji gospodarczej i stymulowania wzrostu.

Reformy w czasach niestabilności

W ostatnich latach w Chinach odbyła się szeroko zakrojona dyskusja wewnętrzna, zmierzająca do identyfikacji kluczowych wyzwań stojących przed państwem. Wyczerpał się dotychczasowy model gospodarczy, oparty na wysokim udziale inwestycji w PKB i stymulowaniu eksportu, a także taniej sile roboczej. Kierownictwo Komunistycznej Partii Chin (KPCh) podjęło decyzję o radykalnej zmianie modelu gospodarczego i przebudowie chińskiego społeczeństwa, mających zapewnić bardziej zrównoważony wzrost i podwojenie dochodu *per capita* obywateli ChRL. Horyzont czasowy zmian wyznaczony został przez prezydenta Xi Jinpinga i jego zaplecze na rok 2021, stulecie powstania Komunistycznej Partii Chin. Jednym z fundamentów reform jest stworzenie tzw. społeczeństwa umiarkowanego dobrobytu (小康社会), ogromnej chińskiej klasy średniej, zapewniającej wysoką konsumpcję wewnętrzną – nowe źródło wzrostu gospodarczego. Szkodliwy dla środowiska przemysł ciężki i tracący konkurencyjność eksport mało zaawansowanych towarów mają zostać wyparte przez dynamiczny sektor usług, innowacje i przemysł wysokich technologii. Kierownictwo Chin uznało również za niemożliwe utrzymanie dwucyfrowego wskaźnika przyrostu PKB, za cel, określony jako „nowa normalność", obierając wzrost rzędu 7%. Kluczowym elementem reform, wskazanym na III plenum KC KPCh w 2013 roku, było oddanie „decydującej roli" w alokacji zasobów siłom rynkowym i ogólne zmniejszenie zaangażowania państwa w gospodarce. Zapowiedziano postępujące

uwolnienie kursu juana, liberalizację rynku kapitałowego i otwarcie go na świat, reformę sektora przedsiębiorstw państwowych oraz redukcję administracyjnych ograniczeń dla biznesu. Ta przemiana gospodarcza i społeczna ma odbywać się pod przewodnictwem KPCh – na forum III plenum wykluczone zostały reformy polityczne.

Długofalowa agenda reform zaburzona została przez pogorszenie perspektyw dla chińskiej gospodarki w 2015 roku. Pogorszenie nastrojów wśród inwestorów doprowadziło do pęknięcia 15 czerwca rosnącej od 2014 roku bańki na rynku akcji. Trwającą kilka tygodni wyprzedaż wzmocniły słabe wyniki eksportu, który w lipcu br. zmniejszył się o 8,3% rok do roku, a także spadek wskaźnika aktywności finansowej (PMI) w sierpniu. Podkopało to wiarę w realizację celu 7-procentowego wzrostu PKB. Potencjalnie katastrofalne skutki załamania giełdy, a także pogorszenie sytuacji w przemyśle skłoniły kierownictwo Chin do podjęcia serii interwencji na rynku kapitałowym i walutowym, wprowadzenia ścisłych regulacji oraz szybkich zmian instytucjonalnych. Przywódcy ChRL zareagowali na problemy gospodarcze podobnie, jak przy poprzednich kryzysach – zwiększając kontrolę nad gospodarką.

Rynek akcji w uścisku

Hossa na rynku akcji typu A (do którego dostęp mają niemal wyłącznie chińscy inwestorzy), obserwowana w Chinach od czerwca 2014 roku, spowodowana była w dużej mierze działaniami rządu, zachęcającego poprzez media do powszechnego inwestowania na giełdzie. Co istotne, handel akcjami ma na rynku chińskim specyficzny charakter – ponad 85% obrotu dokonywane jest przez około 100 mln inwestorów indywidualnych. W pierwszych pięciu miesiącach 2015 roku przybyło w Chinach ponad 33 mln nowych rachunków maklerskich (wzrost o 23%), a wielkość obrotu akcjami w samym maju br. była porównywalna z wielkością za cały rok 2014. Wedle szacunków, około 61% z nowych inwestorów ukończyło co najwyżej niższą szkołę średnią, a 6% jest analfabetami. Gorączka inwestycyjna, która w ciągu roku doprowadziła do 2,5-krotnego wzrostu indeksu Shanghai Composite, zakończyła się w połowie czerwca br. serią spadków, w wyniku której wartość indeksu spadła w tydzień o ok. 20%. Chcąc zapobiec dalszym spadkom, rząd ChRL postanowił zastosować szereg narzędzi administracyjnych. W okresie od 27 czerwca do 9 lipca rozluźniono m.in. regulacje dotyczące kupowania akcji za środki uzyskane z kredytów, utworzono fundusz stabilizacyjny dla brokerów w wysokości ok. 20 mld dolarów, zatrzymane zostały nowe emisje (IPO), a państwowe spółki oraz posiadaczy pakietów akcji większych niż 5% objęto tymczasowym zakazem sprzedaży akcji. Zastosowane były również środki z zakresu polityki pieniężnej – obniżono stopy procentowe oraz stopy rezerw obowiązkowych. Działania te, wraz z zainwestowaniem ok. 200 mld dolarów państwowych środków w rynek akcji, pozwoliły na ustabilizowanie giełd na ok. 3 tygodnie. Nie pozwoliło to jednak trwale odzyskać zaufania rynku. Pomimo ogłoszenia przez rząd 23 sierpnia dopuszczenia do rynku akcji dysponujących ogromnymi środkami funduszy emerytalnych, 24 sierpnia doszło do rekordowego 8,5-procentowego spadku na giełdzie w Szanghaju. Następnego dnia indeks obniżył się o 7,63%, spadając poniżej psychologicznej bariery 3000 punktów.

Niespodziewana dewaluacja juana

W dniach od 11 do 13 sierpnia doszło do największej od 1994 roku jednorazowej dewaluacji chińskiego juana w stosunku do dolara, wynoszącej ok. 3,2%. Wedle oficjalnej linii chińskiego rządu, posunięcie to było oznaką wprowadzenia czynnika rynkowego do mechanizmu ustalania wartości juana (jeden z pierwszych kroków w procesie uwalniania kursu). Niejasność intencji chińskiego banku centralnego oraz wcześniejsze interwencje na giełdzie spowodowały podział wśród obserwatorów. Część zagranicznych komentatorów uznała tłumaczenie Ludowego Banku Chin za wiarygodne, traktując dewaluację jako odpowiedź na realne przewartościowanie waluty oraz reakcję na sygnały rynkowe, co ma przybliżyć perspektywę uwalniania juana. Z drugiej strony, ruch chińskiego banku centralnego odebrany został przez wielu komentatorów jako kolejny dowód na słabnącą kondycję chińskiej gospodarki i interwencję mającą wesprzeć eksporterów. W międzynarodowej prasie pojawiły się spekulacje na temat serii kolejnych dewaluacji, powtórzenia scenariusza z kryzysu azjatyckiego z 1997 roku. Niepewność co do rozwoju sytuacji nasiliła presję na odpływ kapitału z Chin. Według gazety *Financial Times*, odkąd po dewaluacji 11 sierpnia kurs juana został ponownie sztywno połączony z dolarem, koszt interwencji utrzymujących go na nowym poziomie wynosił ok. 10 mld dolarów dziennie, prowadząc do uszczuplenia rezerw o łączną kwotę ponad 200 mld dolarów.

Stare narzędzia do nowych wyzwań

Działania chińskiego rządu z ostatnich trzech tygodni wskazują, że pogorszenie perspektyw gospodarczych zmienia ramy, w których chińskie kierownictwo może kontynuować gruntowne reformy. Po pierwsze, obserwowane interwencje i kontrola nad gospodarką są krokiem wstecz wobec zapowiadanej przez KPCh liberalizacji ekonomicznej, mającej zapewnić długofalowy wzrost i stabilność. Powoduje to niepewność uczestników rynku co do kierunku, w którym zmierza chińska gospodarka i obarcza stosowane w poprzednich latach narzędzia kontroli znacznym ryzykiem. Po drugie, działanie w warunkach pogorszenia perspektyw chińskiej gospodarki wymaga reakcji dużo szybszej niż w okresie zawrotnego wzrostu ostatnich 30 lat – dużo mniej czasu pozostaje na wypróbowaną metodę stopniowych reform, wedle maksymy Deng Xiaopinga o „przechodzeniu przez rzekę, wyczuwając stopą kamienie".

Wątpliwości co do działań prezydenta Xi Jinpinga narastają, co stanowi potencjalne zagrożenie dla jego wyjątkowo silnej pozycji politycznej w partii i popularności w społeczeństwie, niespotykanych wśród jego bezpośrednich poprzedników. Podstawowym wyzwaniem dla chińskiego kierownictwa jest obecnie odzyskanie zaufania inwestorów i pokazanie, że jest ono w stanie sprostać gospodarczym wyzwaniom, a przede wszystkim kontynuować proces zmiany modelu gospodarczego. Możliwości interwencji na rynkach kapitałowych i walutowych pozostają nadal bardzo szerokie, ale ich skuteczność maleje. Stawia to prezydenta Xi Jinpinga przed wyborem między znanym dobrze, lecz kosztownym i nie gwarantującym rezultatu utrzymaniem kontroli nad gospodarką do czasu zażegnania problemów ekonomicznych, a przyspieszonymi reformami i liberalizacją, grożącymi potencjalnie eskalacją kryzysu i pozbawieniem się narzędzi kontroli.