Дмитрий ШАГАРДИН,
аналитик отдела рыночного анализа и консультаций, «КИТ Финанс Брокер»

Ключевыми характеристиками экономики Японии последних десятилетий являются дефляция, стагнация, делеверидж, стареющее население, политический паралич и дорогая валюта. Помимо этого, страна имеет самое большое значение госдолга к ВВП среди развитых стран, что является поводом для многочисленных спекуляций на тему возможного дефолта третьей экономики мира.

Абэномика — новый экономический курс Японии

Небывалый интерес к японской экономике проявился в конце 2012 года, с назначением нового премьер-министра Синдзо Абэ, который первым со времен Юнихиро Коидзуми (2001–2006) выразил решительный настрой на борьбу с дефляцией. На ожиданиях внедрения активной рефляционной политики фондовый индекс Nikkei Average с октября 2012 года вырос более чем на 20%, до 11 000 пунктов, курс национальной валюты (USD/JPY) за этот же период опустился до 94 иен за доллар (на 20% с 78 иен за доллар).

Обозначенный Абэ новый экономический курс Японии был назван Абэномикой.

Говоря о потенциальной эффективности Абэномики, полезным может стать рассмотрение финансовой политики Японии 1930-х. В то время правительство Корекио Такахаши применило ряд экономических методов, включающих рефляционную политику, с помощью которых страна успешно преодолела последствия тяжелой депрессии 1930-х годов и встала на путь экономического возрождения.

В планах министра финансов Таро Асо значится адаптация методов Такахаши к современным экономическим условиям. Рассмотрим подробнее сходства и различия Абэномики и финансовой политики Такахаши, чтобы оценить потенциал и возможности действующей власти.

«ПРЕМЬЕР-МИНИСТР АБЭ ПОСТАВИЛ ЧЕТКУЮ ЗАДАЧУ ПО ВЫВОДУ ЭКОНОМИКИ ИЗ ДЕФЛЯЦИИ И КОРРЕКТИРОВКЕ ЧРЕЗМЕРНО ВЫСОКОГО КУРСА ИЕНЫ ПОСРЕДСТВОМ АГРЕССИВНОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ, ГИБКОЙ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ, СТРАТЕГИИ РОСТА, НАПРАВЛЕННОЙ НА СТИМУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ ЧАСТНОГО СЕКТОРА»

ТРИ СТОЛПА АБЭНОМИКИ

Премьер-министр Абэ поставил четкую задачу по выводу экономики из дефляции и корректировке чрезмерно высокого курса иены посредством (1) агрессивной монетарной политики, (2) гибкой фискальной политики, (3) стратегии роста, направленной на стимулирование инвестиций частного сектора.

1. Харухико Курода, который выдвинут премьер-министром Абэ на пост главы Банка Японии, заявил, что монетарный регулятор сделает все возможное для того, чтобы положить конец пятнадцатилетней эпохе дефляции. Нынешний глава ЦБ Масааки Сиракава покидает свой пост 19 марта 2013 года.

Баланс Банка Японии в будущем ожидает значительное расширение. Господин Курода отметил, что неограниченная покупка активов может начаться раньше следующего года. Напомним, что на январском заседании регулятора было принято решение с января 2014 года ежемесячно выкупать гособлигации на сумму 13 трлн иен ($145 млрд) без ограничения сроков и увеличил инфляционный ориентир до 2%. Это значительно больше программы open-ended QE3 от ФРС (выкуп по $85 млрд в месяц), так как японская экономика составляет 38% от экономики США.

Почему Абэ решился на проведение столь агрессивной монетарной политики?

Во-первых, вспомним, что именно Япония стала первооткрывателем нетрадиционной монетарной политики через выкуп долгосрочных гособлигаций, именуемой quantitative easing (QE).

К началу 2000-х годов уровень процентных ставок в Японии приблизился вплотную к нулевому рубежу, но страна никак не могла побороть дефляцию. Главный идеолог монетаризма Милтон Фридман выразил сомнение в возможности дальнейшего монетарного расширения через понижение процентных ставок, предложив регулятору начать скупку долгосрочных государственных облигаций и предоставлять системе деньги повышенной мощности (служащие для кредитной экспансии) до тех пор, пока закачка этими деньгами не приведет к расширению экономики. Таким образом, понятие quantitative easing было введено Банком Японии для описания перехода к новой политике, согласно которой регулятор смещал операционный ориентир на установление количественных параметров размера банковских резервов, то есть произвел переход к нетрадиционной политике. По прошествии нескольких лет эффект не был очевиден, так как регулятор не смог реализовать потенциал QE в полном объеме, за что подвергся жесткой критике.

Положительно оценив успехи многочисленных программ стимулирования от ФРС в борьбе с дефляцией во времена делевериджа после кризиса 2008 года, сегодня Банк Японии решился действовать наверняка.

Во-вторых, значительное удорожание иены привело к тому, что экспортно-ориентированная страна в 2011 году впервые за последние 30 лет зафиксировала дефицит торгового баланса. Агрессивная сверхмягкая политика должна поспособствовать существенному ослаблению курса национальный валюты и восстановлению экспортного потенциала (см. рисунок 1).

2. По линии фискальной политики власти Японии уже сделали первые важные шаги. В первый месяц после выборов Кабинет Абэ утвердил дополнительный бюджет на текущий финансовый год в размере 13.1 трлн иен ($140 млрд). В феврале обе палаты японского парламента одобрили принятие дополнительного бюджета, ставшего вторым по размеру в истории страны после 2008 года (в феврале 2009 года приняли дополнительный бюджет в размере 14.7 трлн иен). Изначальный бюджет на 2012 финансовый год составлял 90.33 трлн иен ($1.02 трлн).

В проекте бюджета на 2013 финансовый год заложено 15.6-процентное увеличение расходов на общественные работы. В июне ожидается принятие важнейших документов и актов, которые будут лежать в основе реформирования фискальной политики на долгосрочную перспективу.

Тем не менее история показывает, что государственные расходы далеко не всегда бывают эффективными. Дои и Ихори (2009) рассчитали, что 89% от всего объема государственных расходов с 1992-го по 2003 год (213 трлн иен) пришлось на проекты с минимальной инвестиционной эффективностью.

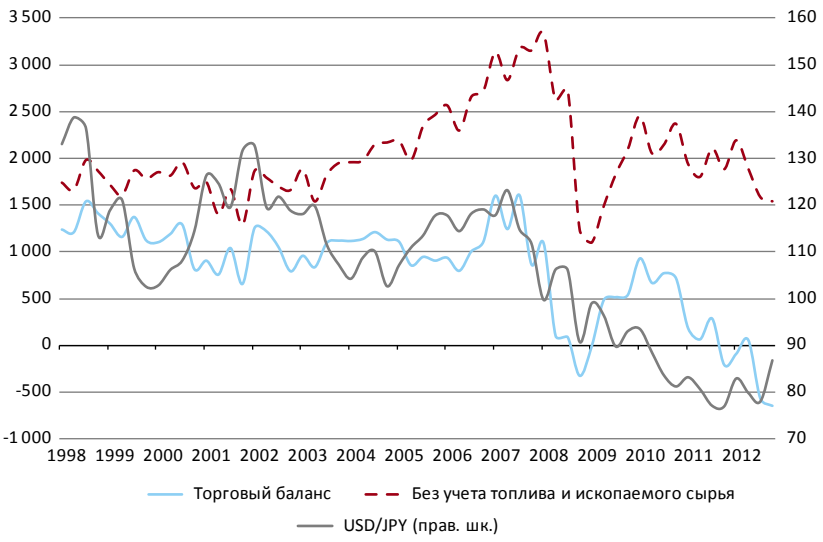
3. Активность правительства в реализации стратегии роста для стимулирования инвестиций частного сектора пока незначительная. Но налоговые каникулы для инвестиций в исследования и разработки (R&D) и основной капитал, предусмотренные в проекте налоговых реформ на 2013 финансовый год, могут рассматриваться в качестве первых важных шагов в этом направлении. Согласно ожиданиям, полная версия проекта стратегии роста будет объявлена к июню 2013 года.

В рамках Абэномики монетарная политика является ключевым проводником в проактивной рефляционной политике. В надежде победить дефляцию через рост инфляционных ожиданий правительство хочет скорректировать чрезмерное укрепление иены, поднять корпоративные прибыли, увеличить уровень занятости и

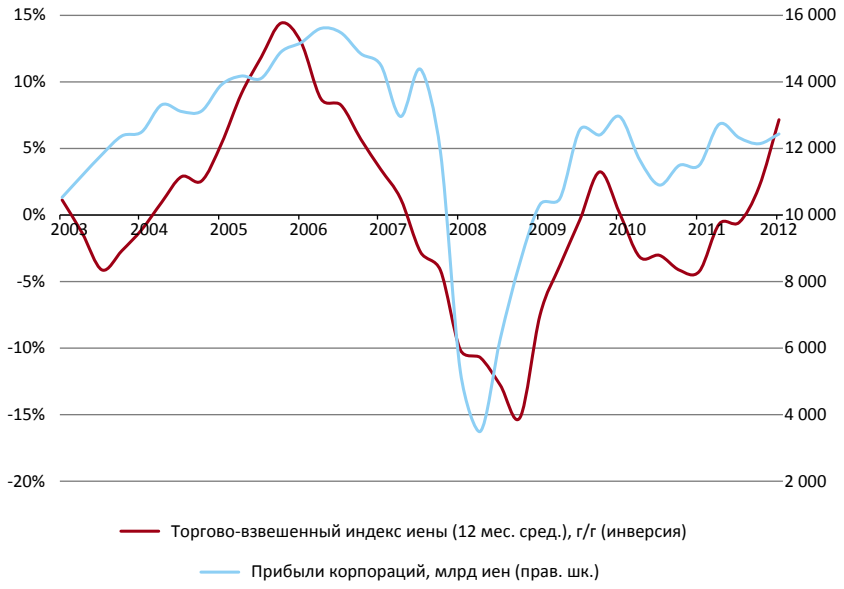
«В НАДЕЖДЕ ПОБЕДИТЬ ДЕФЛЯЦИЮ ЧЕРЕЗ РОСТ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ ПРАВИТЕЛЬСТВО ЯПОНИИ ХОЧЕТ СКОРРЕКТИРОВАТЬ ЧРЕЗМЕРНОЕ УКРЕПЛЕНИЕ ИЕНЫ, ПОДНЯТЬ КОРПОРАТИВНЫЕ ПРИБЫЛИ, УВЕЛИЧИТЬ УРОВЕНЬ ЗАНЯТОСТИ И ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ»

Рисунок 1

Торговый баланс vs USD/JP



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Рисунок 2

Торгово-взвешенный индекс иены vs прибыли корпораций

заработной платы. Правительство Абэ разительно отличается от предыдущих администраций тем, что борьба с дефляцией для него является необходимым условием начала экономического восстановления (см. рисунок 2).

Посредством фискальной политики правительство планирует напрямую создавать эффективный спрос в экономике. Через государственные расходы на общественные работы осуществляется перераспределение национального благосостояния в пользу домохозяйств.

ОБЩИЕ ЧЕРТЫ И РАЗЛИЧИЯ АБЭНОМИКИ И ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ТАКАХАШИ

1. Сходства: девальвация иены и расширение госрасходов

Ослабление иены. Во время проведения финансовой политики Такахаши государство отказалось от попыток возвращения к золотому стандарту, осуществив переход к управляемой валютной системе, и на ожиданиях монетарного ослабления и инфляции иена подешевела на 40% с 1931-го по 1933 год. Экспорт начал расти в 1932 году, и в 1935 году впервые с 1918 года был зафиксирован профицит торгового баланса. С октября 2012 года иена ослабла против доллара США на 20%. Абэномика нацелена на восстановление экспортно-ориентированного потенциала Японии.

Расширение государственных расходов в рамках фискальной политики. Несмотря на то что во времена финансовой политики Такахаши большую часть госрасходов составляли военные расходы, конечной целью было расширение эффективного спроса. В течение 1932–1934 годов на них пришлось порядка 10% всех бюджетных расходов. Прослеживается четкая историческая аналогия с расходами на общественные работы (инфраструктурные проекты), решение о которых недавно принял Кабинет Абэ.

2. Различия: уровень госдолга, методы фондирования госрасходов, уровень процентных ставок

Уровень госдолга. Во времена экономических реформ Такахаши государственный долг составлял около 56% ВНП, а по итогам 2012 фискального года долг/ВВП оценивается в 226%. Это максимальное значение среди развитых стран. В подобных условиях от правительства не стоит ожидать значительного расширения фискальных стимулирующих программ.

Методы фондирования госрасходов. Во времена Такахаши избыточное фискальное стимулирование базировалось на прямой покупке государственных облигаций (JGB) Банком Японии у правительства. В 1931 году произошел отказ от золотого стандарта, депозитные счета банков были истощены, что создавало сложности в размещении новых выпусков JGB. Таким образом, прямой выкуп был необходим на период стабилизации банковского сектора и временного замещения выпадающего спроса на JBG. После периода прямого выкупа Банк Японии продал более 90% JGB частному сектору посредством операций на открытом рынке.

Сегодня проблем с ликвидностью у японских банков нет, а прямой выкуп JGB регулятором рассматривается как метод монетизации госдолга и порождает массу споров по поводу дальнейшей кредитоспособности государства.

Уровень процентных ставок. С конца 1990-х уровень процентных ставок в Японии прижат к нулю, однако спрос на фондирование до сих пор остается подавленным. Это ситуация классической «ловушки ликвидности», когда эластичность спроса на деньги приближается к бесконечности и любые попытки государства стимулировать инвестиции с помощью мер денежно-кредитной политики обречены на провал. Поэтому и был осуществлен переход к нетрадиционной политике (QE) через дополнительный выкуп финансовых активов (акции, облигации и тому подобное).

«С ОКТЯБРЯ 2012 ГОДА ИЕНА ОСЛАБЛА ПРОТИВ ДОЛЛАРА США НА 20%»

С декабря 1932 года, когда Такахаши начал реализовывать свою финансовую политику, вплоть до 1936 года, когда его убили во время путча (Ни-нироку дзикэн), дисконтная ставка после четырех понижений достигла уровня в 3.65% с начальных 6.57%. То есть пространство для маневра еще оставалось. И в этом плане Абэномика находится в куда более сложных условиях, и стимулирование экономики через понижение процентных ставок сегодня не представляется возможным.

ДИНАМИКА РЕАЛЬНЫХ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ КАК ИНДИКАТОР УСПЕХА РЕФЛЯЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

В том случае, если монетарная политика Абэномики окажется эффективной, но темпы повышения уровня зарплат не будут опережать инфляцию, домохозяйства окажутся в ощутимом проигрыше. Подобная ситуация имела место во времена реализации финансовой политики Такахаши. Цены начали расти в 1932 году, в то время как номинальный средний уровень оплаты труда не менялся до 1936 года, а реальный уровень заработных плат с поправкой на инфляцию падал вплоть до 1937 года.

Таким образом, сегодня динамика уровня оплаты труда может стать одним из важнейших индикаторов успеха Абэномики и требует пристального внимания.

ВЫВОД

Абэномика имеет как схожие черты, так и существенные различия с финансовой политикой Такахаши, на которую ориентируются действующие власти, твердо намеренные побороть дефляцию (см. рисунок 3). Риск провала Абэномики достаточно велик в условиях «ловушки ликвидности» и высокого уровня государственного долга. В том случае, если три ключевых направления Абэномики не смогут повысить инфляционные ожидания, третья экономика мира окажется в крайне затруднительном положении.

И если монетарная политика Банка Японии уже получила обозначенные ориентиры в достижении инфляции на уровне 2% через значительное расширение балансового счета, то решения по фискальной политике и стратегии роста будут приняты ближе к июню 2013 года. Ждать осталось недолго.

Переход к Абэномике и агрессивной монетарной политике вызвал негодование в рядах мирового экономического сообщества, обеспокоенного возможностью резкого ускорения инфляции и повышения уровня процентных ставок, что может привести к неспособности Японии обслуживать раздутый госдолг.

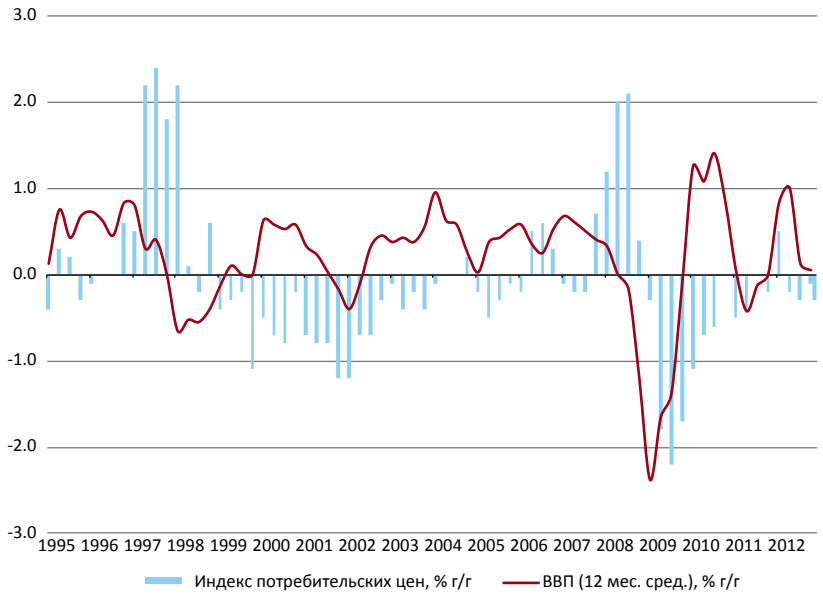
Надо понимать, что основной причиной дефляции, как это ни странно, являются жесткие монетарные условия и, конечно, дорогая иена. Дефляция является структурной проблемой японской экономики, которая ведет к снижению уровня номинальных доходов, корпоративных прибылей и негативно сказывается на деловой активности, подавляя экономический рост. Решение проблемы дефляции и удешевление иены действительно могут стать ключом к разрешению структурных проблем Японии.

Вопрос о возможности суверенного дефолта страны, где долг публичного сектора составляет 140% ВПП (а государственный долг почти 230% ВВП), является неоднозначным. Если представить, что все держатели долга решат избавиться от JGB и получить иены, то Банк Японии просто напечатает необходимое количество денежных знаков для погашения своих обязательств. Это может привести к инфляции и коллапсу валюты, но к суверенному дефолту в прямом смысле слова это не приведет. В перспективе ближайших лет ставка на дефолт Японии практического смысла иметь явно не будет. При этом особый интерес сегодня представляет возможность больших спекуляций в паре USD/JPY и кросс-курсах.

РИСК ПРОВАЛА АБЭНОМИКИ ДОСТАТОЧНО ВЕЛИК В УСЛОВИЯХ «ЛОВУШКИ ЛИКВИДНОСТИ» И ВЫСОКОГО УРОВНЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Рисунок 3

Потребительская инфляция vs ВВП



Источник: Bloomberg