Кое-что о пагубных пристрастиях

Николай КАЩЕЕВ,
начальник Центра анализа
и экспертизы, ПСБ

Когда после памятных событий 2008 года некоторые исследователи говорили, что выход из финансового кризиса не бывает быстрым, они имели в виду прежде всего Японию 1990-х.

Пример потерянных десятилетий Японии учит нас: выход из монетарных стимулов практически неизбежно сопровождается экономическими и рыночными «ломками»

В самом конце 1990 года инфляция в Японии (ИПЦ, год к году) уже пару лет стабильно превышала двухлетнюю скользящую среднюю и наконец достигла долгосрочного пика на уровне почти 4%. С тех пор она ни разу не побывала на этой высоте даже короткое время. За год до этого, в конце 1989 года, индекс Nikkei также побывал на рекордном пике, почти 39 000 пунктов. Побывал, чтобы больше туда не вернуться ни разу за следующие 30 лет. В конце I квартала 1989 года Банк Японии (BoJ), реагируя на заоблачный рост финансового рынка и высокую инфляцию, начал поднимать свою главную ставку. В конце III квартала 1990 года она также достигла своего многолетнего пика, 6%. Вслед за этим пузырь на финансовых рынках (недвижимость, акции) был довольно быстро сдут. Точнее, он лопнул.

ПОТЕРЯННЫЕ ДЕСЯТИЛЕТИЯ

Снижение ставки ЦБ Японии началось практически ровно через год, когда Nikkei был возле значения 23 000, а инфляция — около 3% и устойчиво снижалась. Цикл снижения ставки продолжился аж до 2000 года, когда Nikkei был уже на уровне ниже 16 000, а инфляция, после небольшого роста в 1997 году, превратилась в дефляцию на фоне так называемого Азиатского кризиса 1998 года, отметившегося также знаменитым российским дефолтом и крахом LTCM. Период снижения ставки BoJ, которое не сумело предотвратить дефляцию и оживить экономический рост, получил название «потерянного десятилетия».

Ох, если бы оно было единственным и последним! Нулевые оказались не лучше, а в чем-то, пожалуй, и подраматичнее 1990-х. Дефляция преследовала Японию более половины первого десятилетия нового века. Ставка Банка Японии прочно обосновалась около нуля.

Время шло. Власти страны, которая продолжала оставаться среди богатейших стран мира с тех пор, когда в 1980-х она была второй экономикой мира по размеру после США и опережала США по ВВП на душу населения, как оказалось, неверно восприняли статистику, которая поступала начиная с конца 2005 года. В это время в США, оправившихся от краха доткомов, постепенно раздувался очередной пузырь на финансовых рынках, особенно в недвижимости, а развивающиеся рынки устойчиво росли хорошими темпами во главе с КНР. Инфляция в Японии в это время выглядела наконец если не растущей, то выходящей из негативной зоны, и к 2007 году казалось, что дефляция преодолена. К III кварталу 2008 года она достигла 2.2%; инфляция — весьма инерционный показатель. Предвкушая конец

потерянного [второго] десятилетия, BoJ в конце 2006 года попытался нормализовать денежную политику, подняв ставку аж на четверть пункта, до 0.25%.

За период потерянных десятилетий это была не первая попытка нормализации. В конце 2000 года, когда до краха доткомов в США оставалось не так много времени, BoJ предпринял короткую и странную — если смотреть на динамику инфляции — попытку выйти из нулевой зоны. Возможно, его тогда ввел в заблуждение локальный пик индекса Nikkei в районе 20 000 пунктов. Подъема ставки до 0.25% хватило примерно на два квартала. Nikkei немедля устремился к 13 000 и ниже, дефляция углубилась, и тогдашние эксперименты со ставкой на этом завершились.

Робкая «нормализация» продлилась с 2006 до конца 2008 года, когда мировой credit crunch в очередной раз показал, как бог смеется над нашими планами. А также над планами Банка Японии, конечно… Впрочем, упорство самураев невозможно не отметить: богоборцы в кимоно таки удержали ставку после снижения на уровне… 0.1%. А не прямо на нуле. Таковой она оставалась теперь в течение третьего потерянного десятилетия, до 2016 года.

УСПЕХИ АБЭНОМИКИ

Тот год стал решительным логическим продолжением так называемой «абэномики», провозглашенной тремя годами ранее (названной так по имени ее автора, премьер-министра Синдзо Абэ, если кто-то не помнит). Этот период ознаменовался в первую очередь тем, что ставка BoJ стала отрицательной, минус 0.1%, каковой она остается и по сию пору.

С 2009 по 2012 год Nikkei оставался ниже 10 000 пунктов, а дефляция вновь преследовала Страну восходящего солнца до второй половины 2013 года. Тем не менее в 2014 году случился наконец повод торжествовать и сторонникам абэномики: инфляция вышла на впечатляющий пик, 3.3%. Казалось бы: не пора ли как раз сейчас попытаться нормализовать политику ЦБ? Наученные горьким опытом прошлых попыток, японцы, однако, не сделали этого, и, как оказалось, правильно: в 2016 году на фоне некоторых тревожных проблем в экономике США дефляция вернулась в Японию. Это и дало сигнал к еще более решительному продолжению абэномики.

С этого времени абэномика стала практически копировать антикризисную денежную политику США и даже превзошла ее кое в чем: ставка Банка Японии стала отрицательной, а активы BoJ выросли со 160 трлн иен в 2013 году до примерно 710 трлн (!) на сегодняшний день (с $1.8 трлн до $6.7 трлн). Кроме денежной политики Абэ пообещал реструктурировать японскую экономику, в которой сложилось засилье гигантских корпораций, увлеченных патерналистскими настроениями, особенно в области рынка труда.

Надо сказать, что следование американскому образцу оказалось вполне плодотворным: например, Nikkei за время воплощения абэномики вырос примерно с 10 500 до нынешних 30 200 пунктов, что уже напоминает упомянутый выше пик конца 1980-х. Инфляция оказалась в более-менее приличной позитивной зоне, что можно в принципе считать успехом: о несоответствии масштабов грандиозных антикризисных мер и полученного эффекта мы уже не раз говорили, хотя, конечно, и нам следовало бы сделать поправку на new normal. Такова жизнь, что поделаешь…

Успехи абэномики нынче, впрочем, подвергаются очередному испытанию, имя которому COVID-19, и оно нам слишком хорошо знакомо. Будем наблюдать: судя по США, больших изменений в макроэкономической обстановке после пандемии пока ждать не приходится.

ЯПОНСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

Японские «потерянные десятилетия» имели некоторые специфические черты.

Во-первых, они не привели к серьезному падению уровня жизни в стране, а даже наоборот: показатели дохода на душу населения продолжили рост, пусть и не столь быстрый, как ранее. За 1990-е годы ВВП на душу населения Японии вырос примерно на 14%, за нулевые — на 8.5%, за десятые — на 15.5%. Правда, в «ревущие 1980-е» этот же показатель был почти 30%, это на 60 процентных пунктов выше аналога для США: весь мир тогда завидовал Японии. Затем эта страна хронически отставала от Штатов, но росла.

Дело в том, что, несмотря на стагнацию, Японии помогала удерживать уровень благосостояния… плохая демография. Начиная с 2015 года рост населения страны сменился стабильным снижением. До этого, в течение лет стагнации, этот показатель постоянно замедлялся. Если в 1980-х население Японии росло практически теми же темпами, что и в США, то затем отставание от мирового экономического лидера по этому критерию нарастало. В 2005 году рост населения США в 7 раз превосходил по темпам японский показатель. Заметим, что рождаемость (на одну женщину) в США остается довольно стабильной последние 5 лет и на четверть выше японской (1.85).

Плохая демография, помогая японцам оставаться в целом богатой нацией, тем не менее негативно влияет на экономический рост. Если роботизация гипотетически помогает справляться с проблемами со стороны предложения (из-за выбытия рабочей силы), сжимающееся конечное потребление компенсировать совсем не так просто.

Во-вторых, японская длительная стагнация и дефляция показали, что, если масштабные меры и не приводят к масштабным результатам, то консерватизм и сдержанность в монетарной политике в подобной сложной обстановке не дает практически никаких результатов вообще. Мы об этом подробно сказали выше. Примерно то же самое наблюдалось и в еврозоне до 2015 года.

В-третьих, оказалось, что бюджетные расходы в духе времен Великой депрессии ничего особенного не дают. Японцы пытались исправить дело классическими кейнсианскими методами вполне активно. Вы, возможно, удивитесь, но еще в начале 1990-х ставший притчей во языцех госдолг Японии составлял всего около 46% ВВП. К нулевым он достиг более 90% ВВП, в 2010 — почти 180% ВВП, в 2014 году — около 200% ВВП (сейчас около 220%). Однако государственные стимулы не имели особого успеха, так как были направлены в основном на сторону предложения (общественные работы и прочее), а до эффективного снижения налогов (например, связанных с инвестициями) дело дошло достаточно поздно. В результате снижение поступления налогов из-за недостаточной экономической активности лишь способствовало наращиванию госдолга, тогда как главной непосредственной причиной стагнации было как раз падение частных инвестиций — тут ничего особенно нового. Во вторую очередь, это было — не сюрприз — некоторое снижение спроса домохозяйств из-за сокращения их активов после падения акций и стоимости недвижимости.

В-четвертых, традиционный патернализм в японском обществе касался не только крайне негибкого рынка труда, построенного практически по самурайскому принципу «служения суверену». Государство долго не набиралось смелости решать в духе «креативного разрушения» проблемы зомби-банков и таких же компаний, которые поддерживались теми же самыми банками длительное время. Обычная история для Востока. Большие государственные средства и драгоценное время были де-факто потеряны в течение первых лет стагнации на бесполезные стимулы для неправильных адресатов. Так что если мы готовы обвинить ФРС или какие-то еще монетарные власти в США, Европе и где-либо еще в том, что они не дают свершиться приговору рынка и, таким образом, очищению экономики от несольвентных субъектов, то, оказывается, данные институты уж точно отнюдь не самые косные. И результаты их деятельности не самые плохие.

США, таким образом, как мы видим, сделали в схожей с Японией ситуации — на фоне стагнации, низкой инфляции и ловушки ликвидности — много такого, что Япония не сделала или не могла сделать. А именно: ответили с монетарной стороны быстро и весьма смело и решительно, применили государственное стимулирование иначе, чем японцы, активно направив его на потребление и абсорбцию плохого долга, выручили некоторые важные компании и финансовые институции, попавшие в переделку, с бóльшим эффектом и в обмен на, например, ужесточение правил игры для них (в случае с банками). Вдобавок демография — более-менее на стороне США, по крайней мере по сравнению с Японией.

США сделали в схожей с Японией ситуации — на фоне стагнации, низкой инфляции и ловушки ликвидности — много такого, что Япония не сделала или не могла сделать

Стабильную инфляцию на нужном уровне они, правда, пока так толком и не получили, зато S&P500 ведет себя уж точно совсем иначе, чем Nikkei. Хорошо это или плохо, но потребительские настроения он с такой динамикой вытягивает… Есть кое-какие проблемы и тут, но и надежда на еще более «правильное» восстановление не тает.

Впрочем, есть и одна не очень приятная параллель между ситуацией в США и японскими «потерянными» 30 годами. В начале 2015 года инфляция в США дотронулась до локального дна, минус 0.07%. И затем начала расти. К концу 2018 года она достигла временного пика, 2.7%. А в самом конце 2015-го ФРС предприняла попытку нормализации денежной политики: целевая ставка выросла с 0–0.25% до 0.5%. В середине 2017 года она была 1.25%, а затем, в 2019-м, — уже 2.5%. В это же время QE было почти остановлено, активы ФРС начали потихоньку снижаться: $4.5 трлн было в 2016 году, в конце 2019-го осталось 3.8 трлн.

За это время инфляция пошла вниз, упав с пика 2.7% до значения ниже единицы в середине 2020 года. Подъем ставки вызвал коррекцию S&P в 2018-м с 2900 до 2500 пунктов.

Затем вмешался COVID-19, влияние которого на экономику было, конечно, убедительно сильным, хотя вряд ли долгоживущим, как иногда считают. Но уже к моменту появления пандемии на горизонте было ясно, что даже весьма скромная попытка нормализации денежной политики вызывает быструю реакцию: экономика-то явно подсела на иглу избыточной ликвидности. В чем это выражается там и тут — тема для отдельного разговора. В I квартале 2020 года ставка ФРС, однако, снова была 0–0.25%. А QE (aka печать денег) возобновилось с новой силой, причем конца и края этому явлению по разным причинам не видно.

НЕКОТОРЫЕ ВЫВОДЫ

Пример потерянных десятилетий Японии учит нас тому, что и так было интуитивно понятно: выход из монетарных стимулов является делом непростым и практически неизбежно сопровождается экономическими и рыночными «ломками». Насколько это вообще реально — выйти из «новой реальности»? Ответа нет, одни предположения. Да и, надо сказать, пока мало кто об этом задумывается, поскольку публика более всего озабочена, скажем так, смежным, чисто практическим вопросом: находятся ли финансовые рынки в состоянии пузыря и когда произойдет смена цикла роста? Он же не может быть вечным, в самом деле! Или…

Ответ может быть не вполне определенным, но при этом очевидным: при нулевых (отрицательных) ставках и постоянной подпитке финансовой системы ликвидностью, особенно «в случае чего», понятие «пузырь на рынке» не вполне актуально. В конце концов, мультипликаторы на фондовом рынке всегда находились в зависимости от ставок денежного рынка, а ноль — это ноль.

Потому остается смотреть на макроэкономическую динамику и оценивать смелость и решимость центрального банка предпринять шаги, к которым он был не слишком готов уже более 10 лет. Когда — и если — потребуется. Вполне вероятно, и Япония этому учит, если сдержанно отнестись к указанным выше национальным особенностям японской экономики, что мы тут, в мире бездонных стимулов, надолго. Не исключая, конечно, коротких нервных отступлений в сторону «нормализации».