

Данный аналитический отчет не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

ЯПОНИЯ – МОНЕТАРНАЯ ИСТОРИЯ



Данный аналитический отчет не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Япония – монетарная история

1. Введение: Японская экономическая головоломка и переход к современной денежно-кредитной политике

Экономическое развитие Японии в послевоенный период представляет собой уникальный и поучительный пример как стремительного взлета, так и длительной стагнации. Страна, поразившая мир своим «экономическим чудом» во второй половине XX века, столкнулась с беспрецедентными вызовами на рубеже 1990-х годов, вступив в эпоху крайне низкой инфляции, переходящей в дефляцию, и нулевых процентных ставок. Этот феномен, часто называемый «японификацией», выделил Японию на фоне других крупных индустриальных держав и заставил экономистов и политиков по всему миру пристально изучать ее опыт.

Данная статья ставит своей целью проанализировать исторический путь денежно-кредитной и экономической системы Японии, выявить глубинные причины многолетнего периода низкой инфляции и процентных ставок, а также рассмотреть фискальные и монетарные меры, предпринятые для борьбы с дефляцией и стимулирования экономического роста. Какие исторические и структурные факторы привели к формированию этой устойчивой низкоинфляционной среды? Насколько эффективными оказались беспрецедентные по своему масштабу политические ответы?

Понимание этой сложной истории имеет решающее значение для анализа текущей и будущей денежно-кредитной политики Банка Японии. Особенно остро этот вопрос стоит сейчас, когда Япония переживает период заметного роста инфляции, достигшей 3,6% в годовом исчислении к апрелю 2025 года, и повышения доходности государственных облигаций (например, доходность 10-летних облигаций приблизилась к 1,55%), что происходит на фоне первых шагов Банка Японии по нормализации политики, включая повышение ключевой процентной ставки до 0,5% - максимального уровня с 2008 года. Эти события знаменуют потенциальный отход от многолетней эпохи дефляции и сверхнизких ставок, делая анализ исторического опыта еще более актуальным. Японский опыт служит важным, хотя и предостерегающим, примером для других развитых экономик, сталкивающихся с риском аналогичных сценариев затяжного низкого роста и дефляционных тенденций. Более того, именно японские реалии во многом сформировали и бросили вызов традиционным представлениям о современной денежно-кредитной политике, заставив переосмыслить инструментарий и цели центральных банков. Япония первой из крупных развитых стран столкнулась с ловушкой ликвидности (liquidity trap) и была вынуждена прибегнуть к таким неконвенциональным мерам, как политика нулевых процентных ставок (Zero interest rate policy) и количественное смягчение (Quantitative easing), которые впоследствии вошли в арсенал и других центральных банков после мирового финансового кризиса 2008 года. Эволюция целей Банка Японии, включая введение таргетирования инфляции, также отражает более широкие изменения в глобальной практике центральных банков, отчасти обусловленные японскими трудностями.

2. Исторический путь: От экономического чуда до затяжной стагнации

2.1. Послевоенное восстановление и «золотой век» японской экономики

После окончания Второй мировой войны экономика Японии лежала в руинах. Промышленный потенциал и население понесли тяжелейшие потери, а страна стояла на грани голода, предотвращенного лишь американскими поставками продовольствия. В период с 1946 по 1954 год, под контролем оккупационных сил союзников, были проведены значительные структурные реформы, включая роспуск крупных концернов дзайбацу (крупные семейно-корпоративные конгломераты) и ослабление тяжелой промышленности с целью демилитаризации страны. К середине 1950-х годов Японии удалось восстановить довоенный уровень жизни, что положило начало периоду, известному как «японское экономическое чудо» (Kōdo keizai seichō).



С 1955 по 1973 год среднегодовой темп роста ВВП на душу населения составлял впечатляющие 7,6%. Промышленное производство, упавшее в 1946 году до 27,6% от довоенного уровня, к 1960 году достигло 350%. Движущими силами этого роста стали государственная промышленная политика, реализуемая, в частности, Министерством внешней торговли и промышленности (MITI), и фокус на развитии тяжелой индустрии. Важную роль сыграла так называемая «система приоритетного производства» (keisha seisan hoshiki), направленная на первоочередное развитие сырьевых отраслей, таких как сталелитейная и угольная промышленность. Администрация премьер-министра Хаято Икэды, считающегося одним из главных архитекторов «чуда», проводила политику активной индустриализации.

В этот период возродились конгломератные группы, известные как кэйрэцу, которые, подобно довоенным дзайбацу, играли ключевую роль в промышленном развитии и финансировании, часто прибегая к системе «чрезмерного кредитования» со стороны банков. Рост среднего класса обеспечил обширный внутренний потребительский рынок и высокий уровень банковских сбережений, которые, в свою очередь, направлялись на инвестиции в основной капитал компаний. В 1960-е годы, названные «золотыми шестидесятыми», произошел сдвиг к экспортно-ориентированной модели роста.

Тесная связь между правительством, промышленностью и финансовым сектором, безусловно, сыграла важную роль в достижении высоких темпов роста. Однако эта система, ориентированная на быстрое расширение и экспортную конкурентоспособность, могла непреднамеренно заложить основы для будущих проблем. Недостаточная строгость в оценке рисков при кредитовании и тенденция к защите крупных игроков могли впоследствии способствовать формированию пузырей на рынках активов и возникновению феномена «зомби-компаний». Десятилетия беспрецедентного успеха также сформировали национальную психологию постоянного роста и удорожания активов, что, вероятно, усилило спекулятивное поведение во время пузыря 1980-х годов, когда осторожность была омрачена верой в бесконечное процветание.

2.2. Формирование и крах пузыря на рынке активов в 1980-х годах

В конце 1980-х годов Япония пережила формирование масштабного пузыря на рынках недвижимости и акций, крах которого имел далеко идущие последствия. Ключевым фактором, способствовавшим этому, стало Соглашение Плаза 1985 года, направленное на снижение курса доллара США по отношению к другим основным валютам, включая иену. Резкое удорожание иены оказало давление на экспортно-ориентированную экономику Японии, вызвав так называемую рецессию «эндака» (рецессия сильной иены). В ответ Банк Японии значительно снизил процентные ставки (учетная ставка упала с 5,0% в 1985 году до 2,5% в 1987 году), чтобы стимулировать внутренний спрос.

Низкие процентные ставки и избыточная ликвидность привели к массовым, в значительной степени спекулятивным, инвестициям в недвижимость и фондовый рынок. Индекс Nikkei Stock Average вырос с примерно 13 000 пунктов в 1985 году до пика в 38 915 пунктов в конце 1989 года, а цены на землю в центральных районах Токио увеличились в шесть раз. Финансовая дерегуляция 1980-х годов усилила конкуренцию между банками, что привело к ослаблению стандартов кредитования. Займы часто выдавались под залог дорожающей недвижимости, а не на основе реальной платежеспособности заемщиков. «Оконное руководство» Банка Японии, диктовавшее банкам квоты на рост кредитования, также сыграло свою роль. Японские корпорации активно занимались «дзайтэк» (финансовой инженерией), используя свои портфели акций и недвижимости для получения кредитов, которые затем реинвестировались обратно на те же рынки.

Осознавая перегрев экономики, Банк Японии начал резко повышать межбанковские процентные ставки в конце 1989 года (учетная ставка была поднята до 6,0% к августу 1990 года). Это стало непосредственным катализатором краха пузыря. В 1990 году обрушился фондовый рынок, а в 1991 году начали падать цены на землю. К 1992 году индекс Nikkei упал примерно до 15 000 пунктов, а цены на землю в Токио к 2000 году снизились на 70% по сравнению с пиковыми значениями.

Действия Банка Японии оказались решающими на обоих этапах пузыря: его смягчение денежно-кредитной политики после Соглашения Плаза способствовало надуванию пузыря, а резкое ужесточение – его схлопыванию. Это демонстрирует, как политика центрального банка может усугублять циклические колебания. Масштаб пузыря был обусловлен не только финансовыми факторами, но и глубоко переплетался со структурными особенностями японской экономики, такими как дефицит земли, особенности корпоративного управления (например, «дзайтэк») и тесные связи между банками и промышленностью, которые, вероятно, способствовали крупномасштабному кредитованию под спекулятивные цели с менее строгим надзором, чем в более рыночно-ориентированных финансовых системах.



2.3. «Потерянные десятилетия»: причины и характеристики периода дефляции и низкого роста

Крах пузыря на рынке активов положил начало длительному периоду экономической стагнации, дефляции и сопутствующих социально-экономических проблем, получившему название «потерянное десятилетие» (1990-е годы), которое впоследствии растянулось на «потерянные 20 лет» и даже «потерянные 30 лет».

Непосредственными экономическими последствиями коллапса пузыря стали:

- **Проблемные кредиты и банкротства банков:** Резкое падение стоимости активов оставило банки с огромным объемом невозвратных кредитов (NPL), оцениваемых к концу 1990-х годов более чем в \$1 трлн. Это привело к банкротствам банков и кредитному сжатию.
- **«Зомби-банки» и «зомби-фирмы»:** Финансовые учреждения, спасенные правительством, часто откладывали признание убытков и продолжали кредитовать нежизнеспособные «зомби-фирмы», препятствуя перераспределению ресурсов и восстановлению экономики. Это стало одной из ключевых причин затяжной стагнации.

Ключевые экономические характеристики «потерянных десятилетий» включали:

- **Низкий рост ВВП:** В период с 1991 по 2003 год экономика Японии росла в среднем всего на 1,14% в год; номинальный ВВП снизился. Данные МВФ показывают низкие темпы роста реального ВВП на протяжении 2000-х и 2010-х годов.
- **Устойчивая дефляция:** Длительное снижение уровня цен (индекса потребительских цен и дефлятора ВВП) наблюдалось с середины/конца 1990-х годов на протяжении примерно 15 лет. Дефляция препятствовала расходам и инвестициям и увеличивала реальное бремя долга.
- **Стагнация/снижение заработной платы:** Реальная заработная плата значительно упала. Компании сокращали заработную плату и расходы на НИОКР, предпочитая накапливать денежные средства.
- **Снижение глобальной конкурентоспособности некоторых фирм:** Произошел сдвиг в структуре занятости в сторону временных работников с меньшими социальными гарантиями.

Социально-культурные последствия включали эрозию идеала «сараримана» (пожизненный найм), кризис занятости среди молодежи («фритеры»), откладывание создания семьи и рождения детей, а также рост феномена «хикикомори» (социальная самоизоляция).

Политика спасения банков и поддержки «зомби-фирм» стала критической ошибкой, значительно продлившей стагнацию. Вместо того чтобы форсировать быструю реструктуризацию и допустить банкротства неэффективных предприятий, власти выбрали путь государственной помощи и отсрочки признания потерь. Это привело к тому, что нежизнеспособные компании продолжали существовать, поглощая кредиты и ресурсы, которые могли бы быть направлены на более продуктивные цели. Такое неэффективное распределение капитала напрямую подавляло рост производительности и задерживало экономическое восстановление на годы.

Дефляция была не просто симптомом, а превратилась в активную причину дальнейшей стагнации, негативно изменяя экономическое поведение (инвестиции, потребление, установление заработной платы) и создавая труднопреодолимую психологическую ловушку. Когда деньги со временем дорожают, это стимулирует их накопление. Предприятия откладывают инвестиции, а потребители – покупки, ожидая дальнейшего снижения цен. Это также увеличивает реальное бремя долга. Номинальная заработная плата обладает жесткостью к понижению, поэтому дефляция увеличивает реальные затраты на рабочую силу, негативно сказываясь на занятости и инвестициях. Эти поведенческие изменения создают самоподдерживающуюся дефляционную спираль, которую очень трудно разорвать политическими мерами, как только ожидания укореняются.

2.4. Визуальный обзор ключевых макроэкономических показателей (1990-2024 гг.)

Для лучшего понимания экономического контекста «потерянных десятилетий» и последующего периода полезно рассмотреть динамику основных макроэкономических индикаторов.



График 1: Динамика годовой инфляции в Японии (1960-2024 гг.)

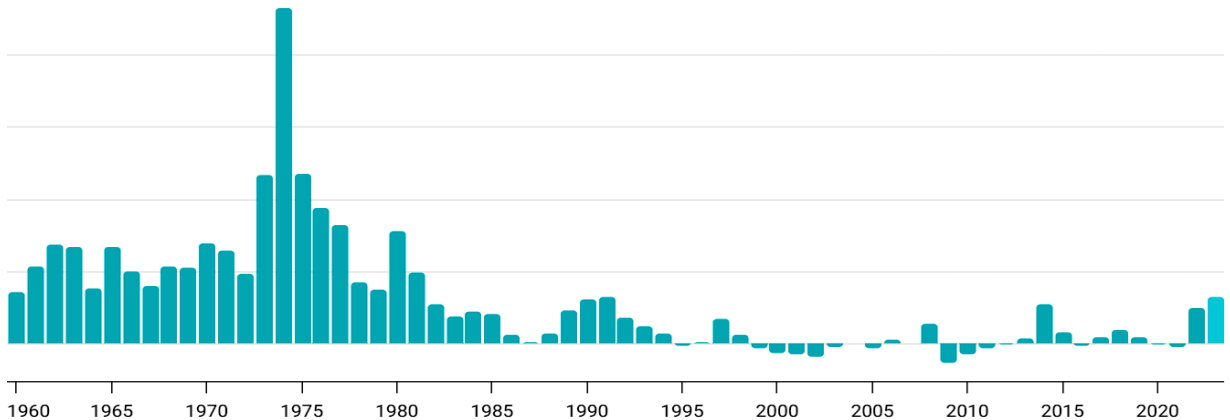


График 2: Динамика ключевых процентных ставок в Японии (1960-2024 гг.)



График 3. Процентные ставки и инфляция



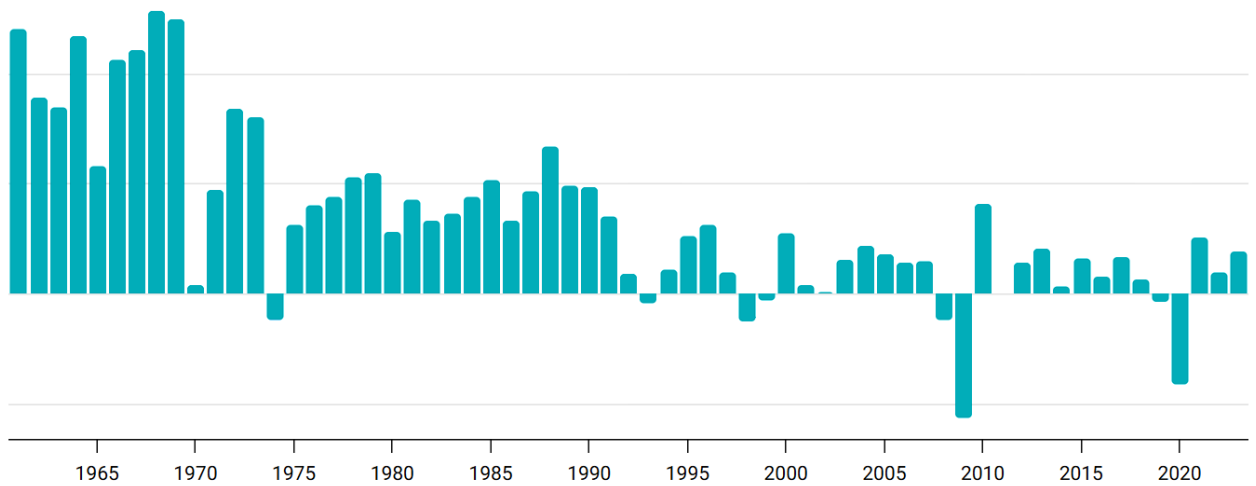
Банк Японии повышает ставку до 0,5% — максимум с 2008 года

Банк Японии (BOJ) 24 января повысил процентную ставку с 0,25% до 0,5% решением большинства (8 голосов за и 1 против). Это отражает растущий оптимизм в отношении того, что заработные платы продолжают расти и помогут удержать инфляцию стабильно выше целевого уровня в 2%.



График 4: Динамика годового роста реального ВВП Японии (1960-2024 гг.)

Рост ВВП



3. Анатомия японской дефляции: Ключевые факторы низкой инфляции и процентных ставок

3.1. Структурные проблемы: от «зомби-компаний» до демографического кризиса

Глубоко укоренившиеся структурные проблемы в японской экономике сыграли значительную роль в формировании среды низкого роста, низкой производительности и дефляционного давления. Одной из центральных проблем стал спад роста совокупной факторной производительности (TFP) после 1991 года. Низкая общая производительность в значительной степени объяснялась неэффективностью неторгуемого сектора услуг, несмотря на успехи в производственном секторе. Инвестиции в НИОКР и информационно-коммуникационные технологии (ИКТ) в секторе услуг оставались низкими.

Проблема «зомби-компаний» и неэффективных малых и средних предприятий (МСП) усугубляла ситуацию. Государственная политика, в частности программы кредитных гарантий, способствовала выживанию неэффективных фирм, что ограничивало инвестиции со стороны более здоровых компаний. Реструктуризация МСП, особенно в секторе услуг, шла медленно по сравнению с крупными производителями. Эта «зомбификация» приводила к низкому росту и снижению реальной заработной платы.

Жесткость рынка труда, хотя и ослабевающая, также вносила свой вклад. Традиционная система пожизненного найма и медленная корректировка заработной платы снижали гибкость экономики. Отмечалось, что и работники, и руководство отдавали приоритет стабильности занятости, а не росту заработной платы.

Демографические проблемы стали серьезным тормозом для экономического развития. Старение населения и сокращение рабочей силы с начала 2000-х годов напрямую влияли на потенциальный рост. Прогнозируется, что доля пожилых людей в Японии будет одной из самых высоких в ОЭСР. Это привело к снижению нормы сбережений домохозяйств (из-за старения и стагнации доходов), в то время как корпоративные сбережения росли (вследствие реструктуризации и сокращения долговой нагрузки).

Искажения в политике, такие как барьеры для входа на ключевые рынки услуг и ограничения на прямые иностранные инвестиции, сдерживали передачу технологий и конкуренцию.

Существенный структурный дисбаланс заключался в дихотомии между высокоэффективным, экспортно-ориентированным производственным сектором и в значительной степени неэффективным, защищенным внутренним сектором услуг. Производители, ориентированные на экспорт, сталкиваются с глобальной конкуренцией, что вынуждает их повышать эффективность. Внутренние услуги (здравоохранение, розничная торговля и т.д.) часто менее конкурентны, могут иметь больше регуляторных барьеров и менее подвержены влиянию международных передовых практик. Поскольку заработная плата является ключевым фактором инфляции, а значительная часть рабочей силы занята в секторе услуг, низкая производительность и рост заработной платы в этом доминирующем секторе естественным образом приводили к низкой общей инфляции.



Демографический спад – это не просто проблема будущего, а активное, продолжающееся ограничение потенциала роста и инфляционной динамики Японии. Сокращение рабочей силы напрямую снижает потенциальный объем производства. Старееющее население обычно имеет иные модели потребления и более высокие совокупные сбережения. Это создает большую нагрузку на системы социального обеспечения, потенциально вытесняя другие производительные государственные расходы или требуя повышения налогов, что может сдерживать рост. Меньшая и более возрастная рабочая сила также может быть менее динамичной и инновационной, влияя на производительность. Эти факторы в совокупности создают дефляционное давление.

3.2. Укоренившиеся дефляционные ожидания и их влияние на экономику

Длительный период дефляции привел к формированию глубоко укоренившихся ожиданий падения или стагнации цен, которые стали самоисполняющимся пророчеством и серьезным препятствием для политиков. Эта «дефляционная ментальность» заставляла компании сокращать заработную плату, расходы на НИОКР и инвестиции, предпочитая накапливать денежные средства. Потребители откладывали покупки, особенно дорогостоящих товаров.

Финансовые стратегии также адаптировались: портфельные ассигнования сместились в сторону «безопасных активов», таких как наличные деньги, депозиты и государственные ценные бумаги, которые обеспечивали стабильную реальную доходность, несмотря на низкие номинальные ставки.

Банк Японии столкнулся с трудностями при попытке изменить эти ожидания. Его программы количественного смягчения часто не воспринимались как постоянные, и поэтому не могли изменить ожидания относительно будущего уровня цен. Возник так называемый «эффект гистерезиса»: длительный опыт низкого роста и низкой инфляции прочно вошел в сознание и поведение людей. Молодые поколения, знавшие только низкую инфляцию или дефляцию, имели более низкие инфляционные ожидания. Это чрезвычайно затрудняло перестройку ожиданий в сторону повышения. Даже в условиях напряженного рынка труда убежденность в том, что цены не будут расти, сдерживала требования о повышении заработной платы.

Неспособность решительно побороть дефляцию на ранних этапах позволила ожиданиям «отвязаться» вниз, что экспоненциально усложнило последующие политические усилия. Это подчеркивает важность проактивных и заслуживающих доверия действий центрального банка против дефляции. Чем дольше сохранялась дефляция, тем сильнее она формировала ожидания населения и корпораций. Как только эти ожидания укоренились, даже масштабные монетарные стимулы, такие как QQE, с трудом могли их поколебать, поскольку обязательства центрального банка по обеспечению будущей инфляции не вызывали полного доверия на этом фоне.

Дефляционные ожидания создали «рациональную» основу для поведения (накопление наличности, отложенные расходы), которое было пагубным для макроэкономического восстановления, иллюстрируя фундаментальный сбой координации в экономике. Если частные лица и фирмы ожидают падения цен, для них рационально откладывать расходы и инвестиции. Для фирм рационально проявлять осторожность в повышении заработной платы, если они не могут повысить цены. Хотя такие действия индивидуально рациональны, в совокупности они приводят к дефициту совокупного спроса, усиливая дефляцию и стагнацию. Это подчеркивает, как ожидания могут запереть экономику в субоптимальном равновесии, из которого трудно выбраться без сильного, заслуживающего доверия шока для этих ожиданий.

3.3. Роль глобальных факторов и внутренних политических просчетов

Международные экономические события и конкретные ошибки во внутренней политике усугубили дефляционные тенденции в Японии. Соглашение Плаза 1985 года (основной целью соглашения заключалась в **скоординированной девальвации доллара США** по отношению к другим основным валютам), хотя и предшествовало «потерянным десятилетиям», имело последствием резкое удорожание иены, что привело к смягчению политики Банка Японии и стало ключевым фактором формирования пузыря на рынке активов. До сих пор ведутся споры о том, что в большей степени виновато в возникновении пузыря – само Соглашение или последующая японская политика.

Политические просчеты 1990-х годов включали:

- **Медленное смягчение денежно-кредитной политики:** Реальные процентные ставки снижались лишь постепенно после краха пузыря.



- **Политика «стоп-старт» в фискальной сфере:** Фискальные стимулы были преждевременно свернуты в 1997 году (повышение налога на потребление) как раз перед Азиатским кризисом, что привело к сокращению экономики.
- **Задержка с решением проблемы невозвратных кредитов:** Слабое корпоративное управление и десятилетняя задержка с признанием серьезности проблемы NPL и ущерба для балансов оказались дорогостоящими, увековечив существование «зомби-фирм».

Резкое повышение ставок Банком Японии в 1989-1990 годах, хотя и было направлено на сдерживание пузыря, непосредственно спровоцировало его коллапс.

Скорее серия нескоординированных или несвоевременных политических действий, а не единичная ошибка, способствовала глубине и продолжительности стагнации в Японии. Это указывает на отсутствие последовательной, долгосрочной стратегии в первые годы кризиса. Первоначальное смягчение политики Банка Японии после Соглашения Плаза было, возможно, слишком мягким и продолжительным, учитывая развитие событий на рынках активов. Затем ужесточение в 1989-1990 годах было очень резким и быстрым. После краха пузыря смягчение денежно-кредитной политики было слишком медленным. Фискальная политика была непоследовательной и недостаточно агрессивной. Решение проблемы NPL было серьезно отложено. Эта череда действий, часто противоречащих друг другу или несвоевременных, создала атмосферу неопределенности и не смогла обеспечить устойчивую поддержку восстановлению.

Неспособность оперативно и прозрачно решить банковский кризис была критической политической ошибкой, которая имела каскадные негативные последствия для доступности кредитов, здоровья корпоративного сектора и общей экономической динамики на многие годы. NPL были прямым следствием краха пузыря. Вместо быстрого признания и урегулирования (например, принудительного списания, рекапитализации жизнеспособных банков, закрытия нежизнеспособных) последовал длительный период снисходительности и частичных мер. Это создало «зомби-банки», неспособные или не желающие кредитовать новые, производительные предприятия, и поддерживало жизнь «зомби-фирм», неэффективно распределяя капитал. Этот паралич в финансовой системе действовал как серьезный тормоз для экономического восстановления, демонстрируя критическую важность здоровья финансового сектора для более широких экономических показателей.

4. Политические ответы: Попытки Японии выйти из дефляционной спирали

4.1. Фискальные меры: от пакетов стимулирования до "Абэномики"

В ответ на затяжную стагнацию и дефляцию Япония неоднократно прибегала к мерам фискального стимулирования. В 1990-е годы было предпринято девять пакетов стимулов на общую сумму около 130 трлн иен, однако восстановление экономики оставалось труднодостижимым. С 1991 года бюджет страны исполнялся с дефицитом. Некоторые аналитики утверждают, что фискальная политика на протяжении большей части 1990-х годов была фактически сдерживающей из-за недостаточного масштаба или преждевременного сворачивания мер.

Эти стимулы способствовали накоплению огромного государственного долга, который к 2022 году достиг почти 245% ВВП. Чистый государственный долг вырос с 13% ВВП в 1990 году до 134% в 2012 году.

Программа «Абэномика», запущенная в конце 2012 года, включала в себя «вторую стрелу» – «гибкую фискальную политику». Она была направлена на стимулирование экономики в краткосрочной перспективе (около 1,5% ВВП в 2013-2014 годах) в сочетании с обязательством по среднесрочной фискальной консолидации. В рамках этой консолидации налог на потребление был повышен с 5% до 8% в апреле 2014 года. Дальнейшее запланированное повышение до 10% было отложено из-за слабого роста экономики. Целью фискальных мер в рамках «Абэномики» было стимулирование инвестиций, потребления и экспорта в координации с монетарным смягчением и структурными реформами.

Однако эффективность фискальных стимулов часто была ограниченной или кратковременной. Они не смогли обеспечить устойчивый рост из-за структурных проблем, дефляционной психологии и огромного долгового бремени. Сама дефляция сокращала фискальное пространство.



Несмотря на масштабные фискальные расходы на протяжении десятилетий, японский опыт показывает, что фискальная политика сама по себе недостаточна для преодоления рецессии балансов и укоренившейся дефляции, особенно когда структурные препятствия остаются нерешенными, а государственный долг уже высок. Фирмы были сосредоточены на сокращении долговой нагрузки (рецессия балансов), а потребители проявляли осторожность из-за дефляционных ожиданий и стагнации доходов. Структурные проблемы, такие как низкая производительность и «зомби-фирмы», означали, что стимулы часто не трансформировались в производительные инвестиции или устойчивый спрос. Растущий государственный долг сам по себе мог вызывать опасения относительно будущих повышений налогов или нестабильности, потенциально ослабляя доверие и нивелируя часть стимулов.

Время и состав фискальных мер так же важны, как и их масштаб. Преждевременная фискальная консолидация (например, повышение налога на потребление в 1997 году) может подорвать хрупкое восстановление, в то время как плохо таргетированные стимулы могут просто увеличить долг, не повышая потенциальный рост. Отсрочка второго повышения налога в рамках «Абэномики» свидетельствует об усвоенном уроке, но также подчеркивает трудности фискальной консолидации.

4.2. Эволюция денежно-кредитной политики Банка Японии

Поскольку традиционные инструменты денежно-кредитной политики оказались неэффективными в борьбе с дефляцией, Банк Японии предпринял путешествие в область неконвенциональных мер.

Нулевые процентные ставки и начальное количественное смягчение (QE)

Политика нулевых процентных ставок была впервые принята в феврале 1999 года, когда ставка по краткосрочным кредитам была снижена почти до нуля. После временного прекращения в августе 2000 года, нулевые процентные ставки были возобновлены в марте 2001 года. Целью было противодействие дефляции и стимулирование заимствований.

Первоначальное количественное смягчение (QE) было запущено в марте 2001 года и продолжалось до марта 2006 года. Банк Японии сместил основной операционный ориентир с процентных ставок на остаток средств на текущих счетах коммерческих банков в ЦБ. Это включало покупку государственных облигаций Японии (JGB) для вливания ликвидности в систему. Целью было снижение долгосрочных процентных ставок и демонстрация приверженности борьбе с дефляцией.

Однако эти меры столкнулись с проблемой ловушки ликвидности. QE часто не воспринималось как постоянная мера и не смогло изменить инфляционные ожидания. Многие аналитики считают эти ранние усилия в значительной степени безуспешными в прекращении дефляции.

Количественное и качественное смягчение (QQE), отрицательные ставки (NIRP) и контроль кривой доходности (YCC)

С приходом Харукико Куроды на пост главы Банка Японии и запуском «Абэномики» в апреле 2013 года была введена политика количественного и качественного смягчения (QQE). Она предусматривала массовое расширение покупок активов (JGB, биржевых инвестиционных фондов (ETF), японских инвестиционных трастов недвижимости (J-REIT)) с целью удвоить денежную базу за два года и достичь инфляции в 2%. Первоначальный объем покупок составлял 60-70 трлн иен в год, а в октябре 2014 года (QQE2) был расширен до 80 трлн иен в год.

В январе 2016 года Банк Японии ввел политику отрицательных процентных ставок (NIRP), применив ставку -0,1% к части резервов коммерческих банков в ЦБ. Это было направлено на дальнейшее снижение стоимости заимствований и стимулирование кредитования и инвестиций.

В сентябре 2016 года была внедрена политика контроля кривой доходности (YCC). Банк Японии установил целевой уровень доходности 10-летних JGB около 0%, наряду с сохранением краткосрочной отрицательной ставки. Банк обязался покупать JGB в необходимом объеме для поддержания этого целевого уровня, стремясь контролировать форму кривой доходности для достижения максимального эффекта смягчения.



Эволюция политики Банка Японии представляет собой неохотное, но настойчивое продвижение в неизведанную территорию, где каждый новый инструмент принимался после осознания неудачи или недостаточности предыдущих. Это был экспериментальный процесс, продиктованный необходимостью. Традиционные снижения ставок достигли нулевой нижней границы. Одной ZIRP оказалось недостаточно, что привело к QE (таргетированию объемов). Первоначальное QE оказало ограниченное влияние на ожидания и реальную активность, что привело к гораздо более масштабному и широкому QQE в рамках «Абэномики». Когда эффекты QQE на инфляцию оказались медленными, была введена NIRP для дальнейшего снижения ставок. Затем был добавлен YCC для более прямого управления долгосрочными ставками и обеспечения устойчивости масштабных покупок JGB. Эта поэтапная эскалация демонстрирует процесс обучения (или поиска наощупь).

Введение «качественного» смягчения (покупка QQE более рискованных активов, таких как ETF и REIT) ознаменовало значительный отход от традиций, стирая грани между денежно-кредитной политикой и прямой поддержкой рынка, и подвергая Банк Японии большим финансовым рискам. Традиционное QE было сосредоточено на государственных облигациях или других относительно безопасных активах. QQE же явно включало акции (через ETF) и недвижимость (через J-REIT). Это было направлено на оказание более сильного влияния на цены активов и премии за риск, а также на демонстрацию более сильной приверженности. Однако это также означало, что Банк Японии стал крупным владельцем японских акций, создавая потенциальные искажения в рыночном ценообразовании и корпоративном управлении, и подвергая свой баланс рыночной волатильности этих активов.

4.3. Оценка эффективности и ограничений предпринятых мер

Несмотря на десятилетия беспрецедентных усилий, общая эффективность политики Японии в достижении устойчивого экономического восстановления и преодолении дефляции остается предметом дискуссий. Цель по инфляции в 2% на протяжении большей части этого периода оставалась недостижимой. Хотя QQE развеяло наихудшие дефляционные опасения и привело к некоторому положительному уровню инфляции, закрепить ожидания на уровне 2% не удалось.

Структурные проблемы выступали серьезным ограничителем. Монетарные и фискальные рычаги имеют ограниченный эффект, если структурные, культурные и демографические факторы не способствуют росту. Политика часто не решала глубинные проблемы, такие как низкая производительность, «зомби-фирмы» и жесткость рынка труда.

Проблема укоренившихся ожиданий также играла ключевую роль. «Эффект гистерезиса» затруднял изменение дефляционной психологии. Эффективность денежно-кредитной политики зависит от доверия к способности центрального банка влиять на ожидания. В условиях ловушки ликвидности денежно-кредитная политика напоминает «попытку толкать веревку», когда ставки близки к нулю, а доверие низкое.

Длительное смягчение имело и побочные эффекты: опасения по поводу стабильности финансовой системы, рентабельности банков (из-за плоской кривой доходности и NIRP), рыночных искажений (из-за больших объемов JGB/ETF на балансе Банка Японии) и неэффективного распределения капитала.

В последнее время появились некоторые признаки ускорения инфляции в мире и в Японии после пандемии.

Японский опыт демонстрирует, что неконвенциональная денежно-кредитная политика, хотя и может помочь предотвратить более глубокий кризис или обеспечить временный стимул, сталкивается с серьезными ограничениями в генерировании устойчивой инфляции и роста, если не сопровождается заслуживающими доверия структурными реформами и механизмом для изменения долгосрочных ожиданий. Банк Японии развернул беспрецедентный арсенал неконвенциональных мер. Хотя эти меры, вероятно, предотвратили худший дефляционный сценарий и в некоторой степени поддержали цены на активы, они не смогли достичь конечных целей – стабильной инфляции в 2% и уверенного роста. Источники постоянно указывают на структурные препятствия и укоренившиеся ожидания как на ключевые причины этой неудачи. Это подразумевает необходимость целостного политического подхода, при котором денежно-кредитная, фискальная и структурная политика являются синергетическими и заслуживающими доверия.



5. Рост инфляции и нормализация монетарной политики.

За последние несколько лет экономика страны свидетелем заметного оживления потребительских расходов и устойчивого роста инфляции, что знаменует собой возможный выход из многолетней дефляционной спячки. Помимо итогового успеха монетарной политики ключевую роль в этих изменениях сыграла трансформация корпоративной культуры и ее влияние на финансовое благосостояние населения. Новое поколение японских менеджеров, пришедшее к руководству многими компаниями, начало активно внедрять политику, более ориентированную на акционеров. Это выразилось в увеличении дивидендных выплат, программах обратного выкупа акций и большей прозрачности управления, что позитивно сказалось на привлекательности японского фондового рынка.

Этот сдвиг в корпоративном поведении привел к значительному росту японского фондового рынка. Индексы, такие как Nikkei 225, демонстрировали уверенный подъем, создавая так называемый «эффект богатства» (wealth effect). Японские домохозяйства, значительная часть сбережений которых традиционно хранилась в низкодходных активах, почувствовали прирост своего капитала благодаря росту стоимости акций. Это возросшее ощущение финансовой уверенности транслировалось в изменение потребительских моделей: японцы стали более охотно тратить на товары длительного пользования, услуги, путешествия и досуг, стимулируя внутренний спрос.

Таким образом, сочетание реформ в корпоративном секторе, роста фондового рынка и последующего «эффекта богатства» стало одним из важных драйверов увеличения потребительской активности и, как следствие, ускорения инфляции. Инфляционные ожидания также начали меняться, поскольку компании стали смелее перекладывать возросшие издержки на потребителей в условиях более сильного спроса. Похоже, Япония действительно вступает в новую экономическую эпоху, характеризующуюся стабильной положительной инфляцией, что является долгожданным сдвигом для ее экономической политики и будущих перспектив.

График 5: Индекс Nikkei 225 за 6 лет

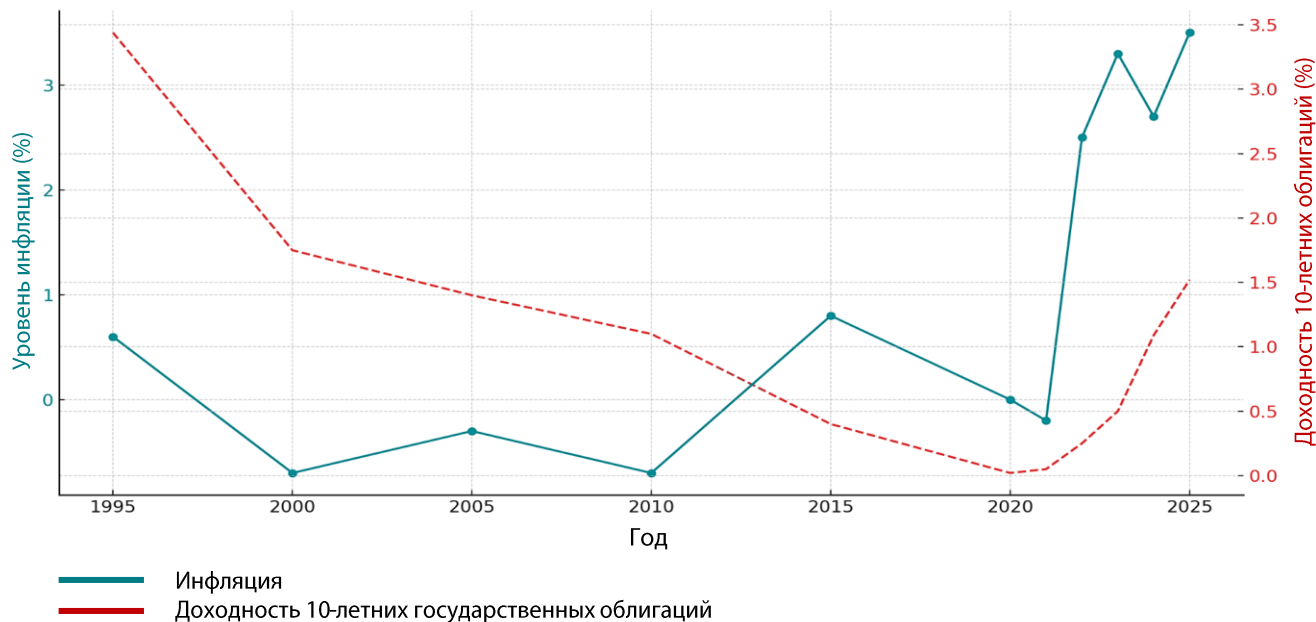


За последние четыре года, к маю 2025-го, экономика страны демонстрирует заметный отход от многолетней дефляционной спирали и, похоже, вступает в новую эпоху. Инфляция ускорилась, и Банк Японии начал постепенное повышение процентных ставок. Эти изменения вызваны комплексом факторов, включая ускорением экономики и стремление Центрального банка нормализовать денежно-кредитную политику. Одновременно нарастают дискуссии о долгосрочной устойчивости огромного государственного долга страны в условиях удорожания заимствований.



График 6: Инфляция и 10-летние процентные ставки

Инфляция и доходность 10-летних государственных облигаций Японии (1995–2025)



Причины роста инфляции и процентных ставок

Основной движущей силой роста процентных ставок в Японии стало ускорение инфляции – в основном за счет восстановления внутреннего спроса. По состоянию на апрель 2025 года, базовый индекс потребительских цен (без учета свежих продуктов питания) достиг 3,6% в годовом выражении – рекордного уровня с января 2023 года. Значительный вклад в этот рост внесло подорожание продуктов питания.

Банк Японии, который на протяжении десятилетий боролся с дефляцией с помощью ультрамягкой денежно-кредитной политики, включая отрицательные процентные ставки и массивные программы выкупа активов, теперь стоит перед необходимостью сдерживания инфляционного давления и достижения целевого показателя инфляции в 2% на устойчивой основе. Важным фактором для Банка Японии также является рост заработной платы в стране, который может поддержать внутренний спрос и инфляцию.

В ответ на эти тенденции Банк Японии уже предпринял шаги по ужесточению монетарной политики. В частности, в январе 2025 года ключевая процентная ставка была повышена до 0,5%. Это стало сигналом о смене курса и готовности регулятора к дальнейшей нормализации.

Устойчивость японского госдолга перед лицом растущих ставок.

Несмотря на рост доходности государственных облигаций, ситуация с японским долгом не рассматривается многими аналитиками как непосредственная угроза по нескольким ключевым причинам. Во-первых, Банк Японии остается доминирующим игроком на рынке госдолга и, при необходимости, может контролировать уровень доходностей через свои операции по покупке активов, предотвращая резкие спекулятивные атаки. Во-вторых, около 90% японского государственного долга находится в руках внутренних инвесторов – японских банков, пенсионных фондов и частных лиц, которые традиционно демонстрируют высокую лояльность и низкую склонность к паническим распродажам.

Кроме того, Япония является крупным чистым кредитором на мировой арене, обладая значительными зарубежными активами, превышающими ее внешние обязательства. Доходы от этих иностранных инвестиций обеспечивают приток средств в страну и могут служить своеобразным буфером, компенсируя часть расходов на обслуживание внутреннего долга. Эта уникальная структура владения долгом и сильные международные финансовые позиции позволяют Японии справляться с растущей доходностью облигаций с большей степенью уверенности, чем это было бы возможно для стран с высокой долей внешних держателей долга и статусом чистого должника.



Ожидания на будущее

Эксперты ожидают, что Банк Японии продолжит курс на постепенное повышение процентных ставок в ближайшие годы, стремясь обеспечить стабильную инфляцию на уровне около 2%. Прогнозы по инфляции на 2025 финансовый год колеблются в районе 2,4-2,5%, с последующим возможным снижением до 2% в 2026 году.

Скорость и масштабы дальнейшего повышения ставок будут зависеть от множества факторов, включая динамику инфляции и заработной платы, состояние японской и мировой экономики, а также стабильность финансовых рынков. Ожидается, что к 2026 году процентная ставка может достичь уровня около 1,00%.

Несмотря на то, что Банк Японии на заседании 1 мая 2025 года оставил ставку без изменений на уровне 0,5% и понизил прогноз роста ВВП на 2025 финансовый год, общая тенденция к нормализации денежно-кредитной политики, по всей видимости, сохранится.

В целом, японская экономика вступает в новую эру, характеризующуюся более высокой инфляцией и растущими процентными ставками. Это открывает как новые возможности, так и создает определенные вызовы, главным из которых остается управление огромным государственным долгом в изменившихся макроэкономических условиях.





TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz