

Эффективность денежно-кредитной политики в Японии во второй половине 2010-х годов*

Efficiency of Monetary Policy in Japan in the Second Half of 2010s

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). E-mail: sasha_p86@mail.ru

В статье рассматривается денежно-кредитная политика Японии с 2012 года, которая получила название «абэномика». Данная политика состоит из трех направлений: активная денежно-кредитная политика, гибкое бюджетно-налоговое стимулирование и структурные реформы для роста инвестиций частного сектора. Проведение данной политики с акцентом на инструменты денежно-кредитной политики не смогло повысить инфляцию до целевого уровня Центрального Банка Японии в 2 %. Несмотря на значительный рост денежной базы, рост денежного агрегата M2 и темп банковского кредитования оказались сдержанными. В то же время свою эффективность показала бюджетно-налоговая политика, когда частный сектор предпочитает сберегать, а не увеличивать свою долговую нагрузку, несмотря на нулевую процентную ставку Центрального банка Японии.

Ключевые слова: абэномика, денежно-кредитная политика.

The article discusses the monetary policy of Japan since 2012, which is called Abenomics. This policy consists of three areas - an active monetary policy, flexible fiscal stimulus, and structural reforms to increase private sector investment. The implementation of this policy, with an emphasis on monetary policy instruments, could not increase inflation to the target level of the Central Bank of Japan of 2 %. Despite the significant growth in the monetary base, the growth of the M2 monetary aggregate and the pace of bank lending turned out to be restrained. At the same time, fiscal policy has shown its effectiveness, when the private sector prefers to save rather than increase its debt burden despite the zero interest rate of the Central Bank of Japan.

Key words: abenomics, monetary policy.

Основные положения

1. Эффективность денежно-кредитной политики в условиях пониженного спроса на кредитование низкая.
2. Повышение налогов в 2014 году в Японии во время восстановления экономики привело к снижению темпов и увеличило сроки восстановления экономики.
3. Эффективность бюджетно-налоговой политики недооценена в случае Японии, когда спрос на кредитование слабый.

Введение

В 2012 году в Японии премьер-министром Синдзо Абэ была объявлена экономическая политика, названная «абэномика». Новая политика изначально состояла из «трех стрел», как их называл Синдзо Абэ, или векторов, с помощью которых правительство стремилось стимулировать экономику. Первая стрела – это активная денежно-кредитная политика, вторая – гибкое бюджетно-налоговое стимулирование, третья – структурные реформы для роста инвестиций частного сектора.

* Ссылка на статью: Поливалов А.А. Эффективность денежно-кредитной политики в Японии во второй половине 2010-х годов // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2023. № 4. С. 32–38.

Цель этой статьи – изучить механизм стимулирования экономики во второй половине 2010-х годов в Японии, и дать оценку каждому из инструментов стимулирования. Основное внимание будет уделено оценке инструментов денежно-кредитной политики.

Методы

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

Результаты и обсуждение

Финансовые рынки при оценке возможностей данной политики сосредоточились на первой стреле, а именно, на смягчении денежно-кредитной политики, поскольку премьер-министр Абэ с самого начала говорил, что победа над дефляцией – первое, что необходимо сделать для экономического роста [10]. С точки зрения монетарной теории смягчение денежно-кредитной политики Центральным банком Японии (далее – Банк Японии) также было самым важным инструментом для прекращения длительной дефляции в стране [4].

Смягчение денежно-кредитной политики привело к росту потребительских цен на 0,5 % год к году незадолго до того, как разразилась пандемия коронавируса в начале 2020 года, что намного ниже целевого уровня Банка Японии в 2 % (рис. 1).

Агрессивное смягчение денежно-кредитной политики в рамках рассматриваемых мер было названо «базукой» [2]. Банк Японии снизил ставку по беззалоговым кредитам овернайт ниже нуля и предоставил планомерно ликвидность путем выкупа активов на рынке в размере 75 % ВВП с 2012 по 2020 год. Тем не менее, уровень инфляции не смог достигнуть целевого.

Если мы возьмём за 100 денежную базу в 1990 году, когда лопнул пузырь активов в Японии, то сейчас значение денежной базы составляет 1595, что почти в 16 раз больше, однако цены за последние 30 лет выросли только на 12 %. Кроме того, эти 12 % включают в себя влияние трех повышений налогов, в результате которых налог на потребление увеличился до 8-10 % с начальных 3 %.



Рис. 1. Отношение между монетарными агрегатами в Японии (1990=100)
Источник: Bank of Japan.

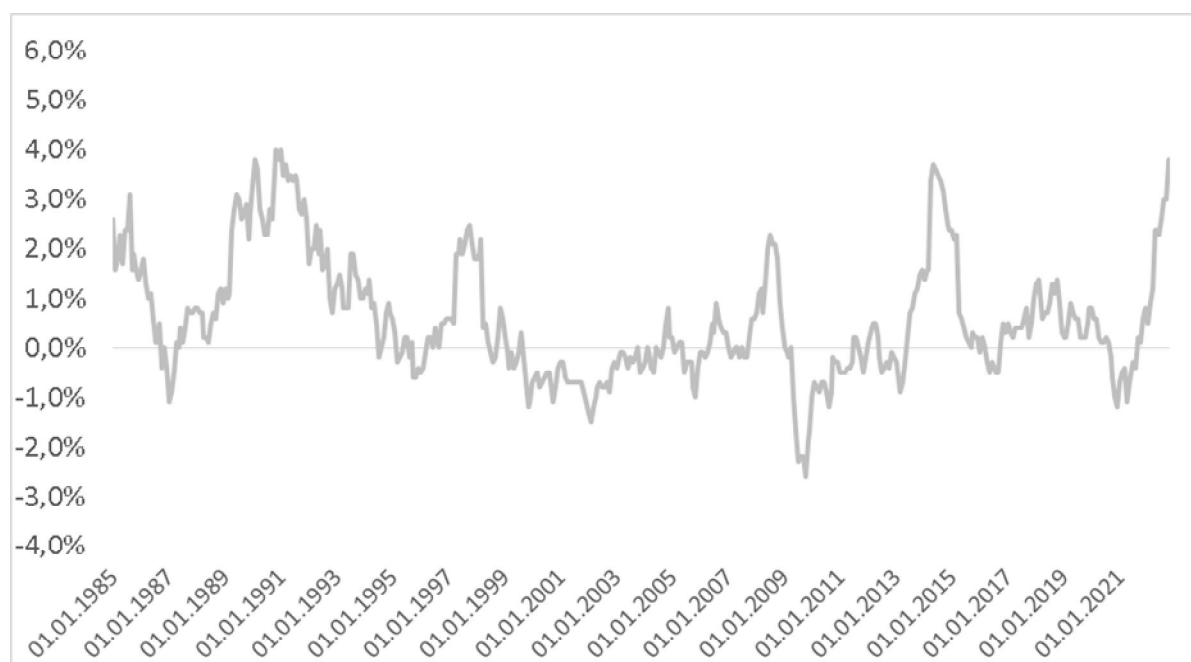


Рис. 2. Индекс потребительских цен Японии
Источник: Bank of Japan.

Согласно монетарной теории, уровень цен в ответ на расширение денежной базы также должен был вырасти в 16 раз за прошедшие 30 лет, но этого не произошло. В ответ на это можно выдвинуть аргумент, что люди привыкли к низкой инфляции, и Центральному банку трудно изменить эти ожидания с помощью целевого показателя инфляции или других форм монетарного стимулирования. Так или иначе, данный аргумент не объясняет, почему такие низкие инфляционные ожидания укоренились в обществе.

Одним из объяснений причин низкой инфляции является резкое падение спроса частного сектора на кредиты, наблюдаемое в Японии после того, как лопнул пузырь активов после бума, закончившегося в конце 1989 года [7]. Когда частный сектор предпочитает сберегать, а не инвестировать, ликвидность, создаваемая Центральным банком через программы количественного смягчения, не выходит за пределы банковского сектора. Ликвидность не попадает в реальную экономику в виде банковских кредитов, поскольку заемщики не предъявляют спроса на кредиты. Отсюда можно сделать вывод, что предоставляемая Центральным банком ликвидность сама по себе не увеличивает денежную массу или инфляцию. Причиной низкой инфляции в данном случае было не снижение инфляционных ожиданий, а скорее отсутствие спроса на кредит. Возникшая в результате рецессия, с которой Япония столкнулась после 1990 года, представляет собой рецессию баланса, и вызвана отсутствием заемщиков.

Участники финансовых рынков считали, что количественное смягчение увеличит денежную массу, в результате чего инфляция ослабит йену и сделает японских экспортеров более конкурентоспособными. Первоначально абэномика привела к снижению курса йены и росту котировок акций. Йена упала более чем на 30 % по отношению к доллару, индекс Nikkei вырос на в ответ на смягчение кредитно-денежной политики (рис. 2 и 3).

Более слабая йена вызвала временный всплеск инфляции, ненадолго повысив ожидания по росту японской экономики и уровню инфляции, но в скором времени инфляция в Японии снова начала снижаться, поскольку рост банковского кредитования и денежной массы продолжал падать, несмотря на масштабное количественное смягчение, осуществляемое Банком Японии (рис. 1).

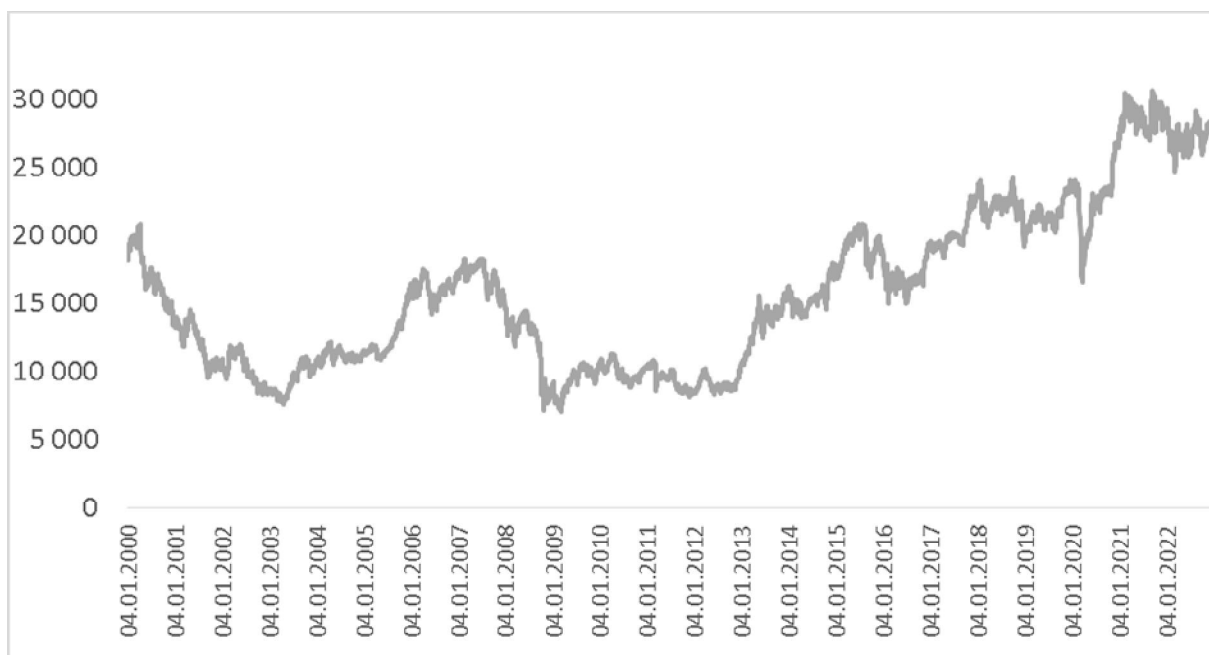


Рис. 3. Индекс японской фондовой биржи Nikkei-225
Источник: Macrotrends Data Download.

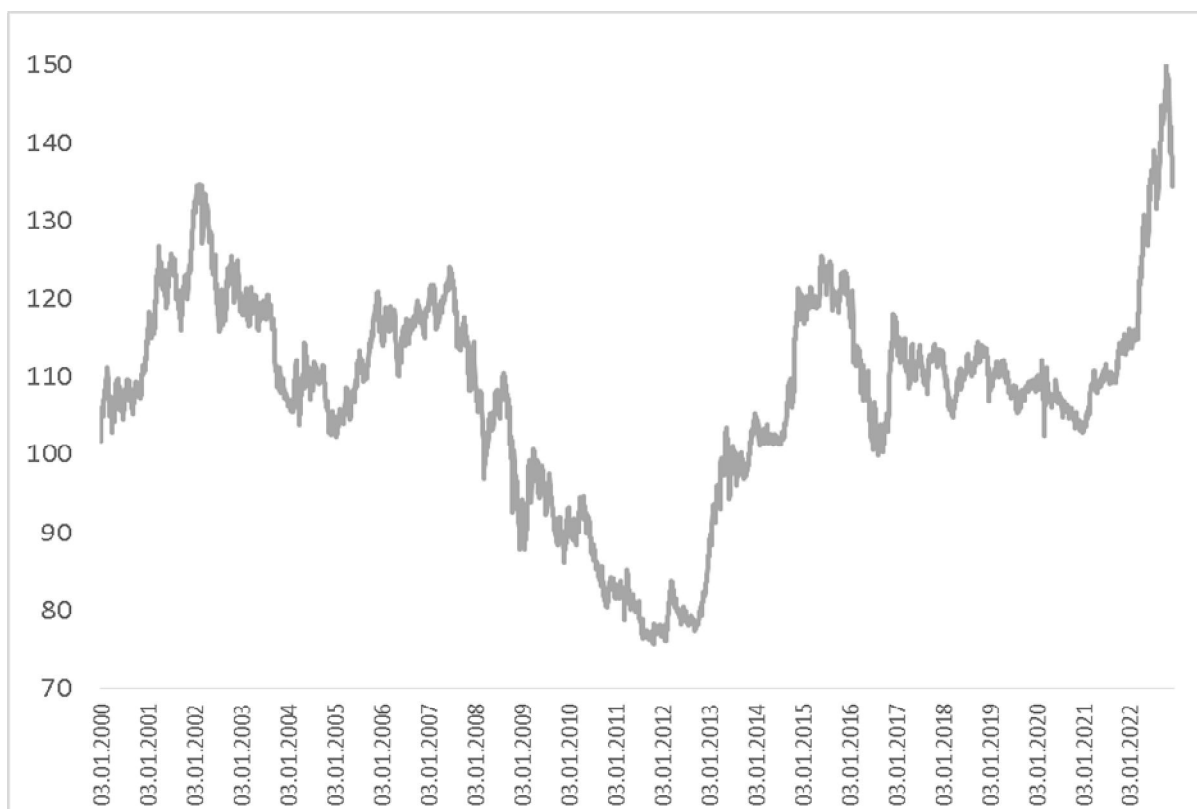


Рис. 4. Курс японской йены по отношению к доллару США
Источник: Macrotrends Data Download.

Повышение налога на потребление в 2014 году выявило проблемы количественного смягчения. Сильная реакция валютного и фондового рынка привела к уверенности в том, что Центральный банк сможет поддерживать текущий уровень экономической активности с помощью

денежной политики, даже если правительство повысит налог на потребление. Однако в данном случае повышение налогов привело к падению темпов роста ВВП (рис. 4).

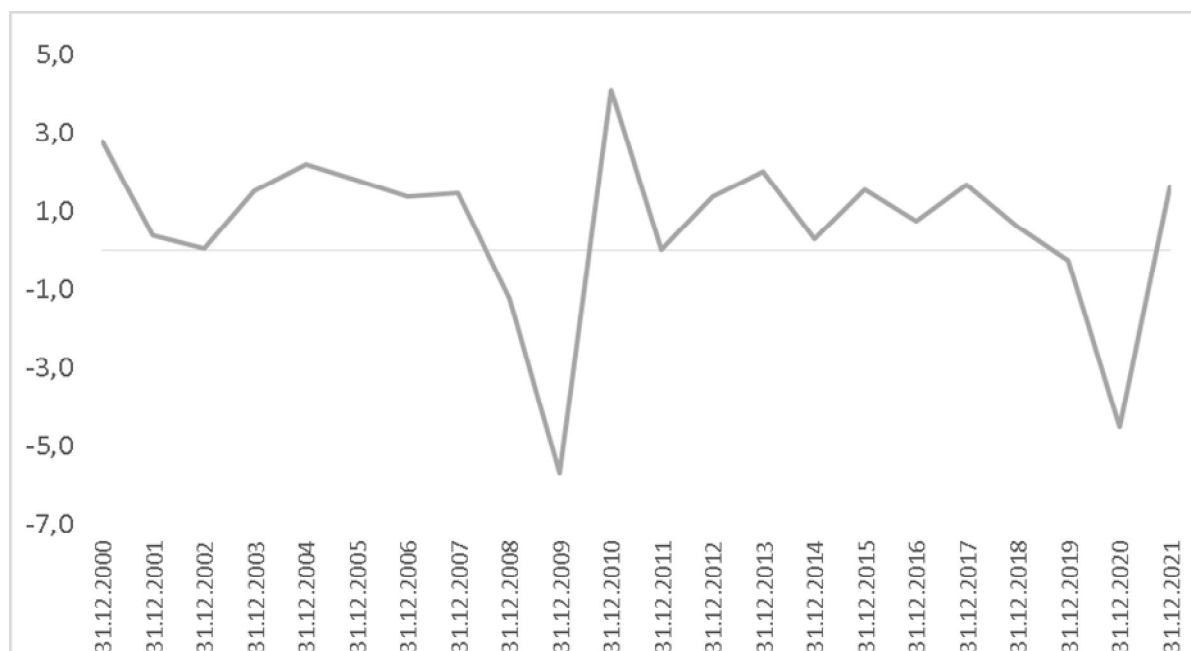


Рис. 5. Изменение ВВП Японии в %, г/г
 Источник: Macrotrends Data Download.

Повышение налогов показало важность второго вектора стимулирования экономики, а именно – бюджетно-налоговой политики. Если частный сектор сберегает, то какой-то другой сектор экономики должен инвестировать и/или тратить. Несмотря на нулевые процентные ставки, частный сектор Японии сберегал больше, чем инвестировал. В то же время государство через механизм бюджетного дефицита и внешний сектор через профицит счета текущих операций занимало и тратило больше, чем сберегало, тем самым замещая отсутствующий спрос частного сектора. Поскольку повышение налогов привело к падению роста в экономике Японии, правительство решило поддержать экономику фискальными стимулами.

Фундаментальная проблема, с которой столкнулась Япония после 1990 года, заключалась в том, что крах пузыря активов, финансируемых за счет долга, нанес серьезный ущерб балансам частного сектора, что привело к отсутствию спроса на кредиты [3]. В такие периоды денежно-кредитная политика перестает быть эффективной, а бюджетно-налоговая политика выходит на первый план. Хотя правительство извлекло уроки из прошлого и решило сопровождать повышение налогов фискальными стимулами в широком спектре секторов, ему не удалось предотвратить серьезное замедление экономики. Поэтому Япония была вынуждена противостоять коронавирусу в то время, когда ее экономика уже теряла темп роста.

Участники рынка все больше осознают ограничения денежно-кредитной политики. Например, пара USD/JPY почти не менялась с 2015 года, несмотря на то, что Банк Японии занимался масштабным монетарным стимулированием, в то время как ФРС в какой-то момент девять раз повышала учетную ставку в США. Точно так же решение ФРС понизить учетную ставку к нулю в марте 2020 года в ответ на коронавирус почти не вызвало реакции на рынке форекс.

Бывший председатель ФРС Бен Бернанке признавал, что переоценил денежно-кредитную политику, заявив, что был слишком оптимистичен и слишком уверен в том, решительный Центральный банк с легкостью может победить дефляцию [2].

Структурные реформы, или третья стрела абэномики, остаются самыми недооценёнными. Статистические данные, собранные ОЭСР, показывают, что Япония имеет самую низкую

производительность труда среди всех стран G7 [6]. Распространено мнение, что производительность в Японии снижается вместе с размером бизнеса. Если это так, то производительность можно повысить за счет расширения этих предприятий, слияний и реорганизации.

Торговый профицит Японии сохраняется долгое время, что, наоборот, говорит о высокой производительности. Кроме того, у Японии в течение многих десятилетий сохраняется большой профицит торгового баланса с США, которые имеют самую высокую производительность среди всех стран G7.

Также нужно обратить внимание на то, что в Японии, например, присутствуют лишь немногие из международных сетей ритейла. Лишь Costco и Ikea сумели закрепиться на японском рынке, остальные потерпели неудачу. Сравнения производительности в разных странах не могут быть корректными без понимания региональных особенностей. Одна из причин разницы в расчетах производительности заключается в том, что стоимость рабочей силы в Японии, как правило, ниже, чем в США и Европе, по сравнению со стоимостью недвижимости и энергии. Другими словами, японские владельцы бизнеса используют больше рабочей силы, пытаясь снизить свои расходы на недвижимость и энергию, в то время как у западных компаний больше стимулов для сдерживания затрат на рабочую силу. Таким образом, предприятия в Европе и США, как правило, имеют меньше сотрудников, но используют большие площади и энергию, в то время как в Японии верно обратное [5]. Это приводит к снижению производительности труда каждого японского работника. Вероятно, более правильным сравнением производительности труда в ритейле будет сравнение по объему продаж на единицу торговой площади. Другими словами, сравнения стран, где относительная стоимость факторов производства различна, в значительной степени бессмысленны. В то же время это сравнение предполагает, что, если Япония хочет достичь уровня производительности труда европейских стран, ей необходимо существенно снизить стоимость недвижимости, сняв необычно жесткие ограничения на общую площадь для данного участка земли.

Возможно, еще более важным является тот факт, что примерно до 1990 года в Японии было много привлекательных возможностей для внутренних инвестиций, но было лишь ограниченное предложение рабочей силы, что приводило к ежегодному увеличению заработной платы. Рост заработной платы был ключевым фактором роста внутреннего спроса. Рост платежеспособного спроса мотивировал увеличивать инвестиции, чтобы повысить производительность.

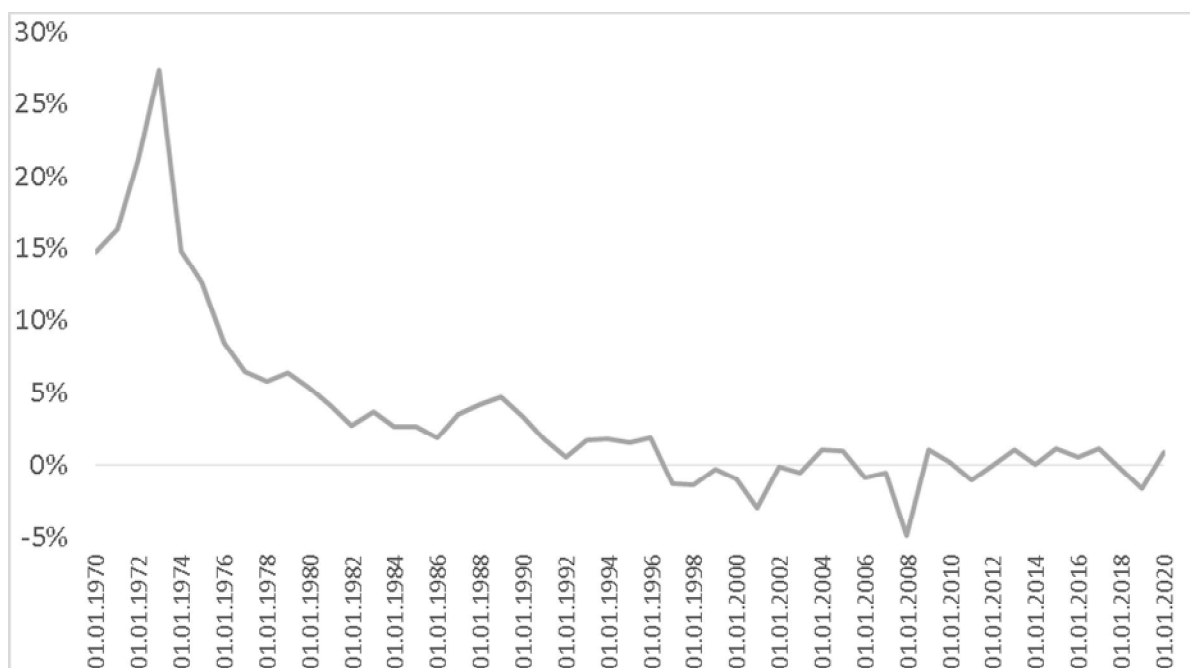


Рис. 6. Изменение зарплат в частном секторе Японии
 Источник: Federal Reserve Economic Data.

Однако за последние 30 лет развивающиеся рынки с низкой заработной платой предлагают более высокую прибыль на вложенный капитал, чем внутренние рынки с высокой заработной платой. Рост частных инвестиций в страны с развивающейся экономикой привел к ослаблению внутреннего рынка труда, что устранило многие причины для роста заработной платы [8]. Компании Японии инвестируют, чтобы сократить расходы и увеличить прибыль, тогда как в предыдущую эпоху они делали это для поддержания конкурентоспособности затрат в период роста заработной платы. Поскольку Япония предлагает менее привлекательную доходность на капитал, чем развивающиеся экономики, то снижение налогов и дерегулирование представляется одним из возможных выходов из сложившейся ситуации [1; 9].

Заключение

Акцент правительства на денежно-кредитной политики вместо фискальной политики помешал добиться ожидаемых улучшений инфляции и роста ВВП Японии. Бюджетно-налоговая политики позволила заместить часть спроса частного сектора и помогла удержать экономику на текущем уровне. Структурные реформы также внесли значительный вклад в экономику Японии, но остаются крайне недостаточными, учитывая размер предоставленной ликвидности японской экономике инструментами денежно-кредитной политики.

Литература

1. Annual Review 2022 / Bank of Japan [Electronic resource]. URL: <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2022.pdf>
2. After the “bazooka”, Bank of Japan dismantles the work of its radical chief / Reuters [Electronic resource]. URL: <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/after-bazooka-bank-japan-dismantles-work-its-radical-chief-2021-09-12/>
3. Bernanke Ben S. Monetary Policy in a New Era [Electronic resource]. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/10/bernanke_rethinking_macro_final.pdf
4. Diamond J., Watanabe K., Watanabe T. The Formation of Consumer Inflation Expectations: New Evidence From Japan's Deflation Experience / Bank of Japan Working Paper Series [Electronic resource]. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2019/data/wp19e13.pdf
5. Johnson C. Politics and Productivity: The Real Story of Why Japan Works. New York: HarperCollins, 1989.
6. Koo R. The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy. London: Wiley, 2014. 320 p.
7. Outlook for Economic Activity and Prices (April 2023) / Bank of Japan [Electronic resource]. URL: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor2304a.pdf>
8. OECD Compendium of Productivity Indicators 2021 [Electronic resource]. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/oecd-compendium-of-productivity-indicators_f25cdb25-en
9. Shuichiro I., Haruhiko I., Yui K. & others. Inflation in Japan: Changes during the Pandemic and Issues for the Future / Bank of Japan Working Paper Series [Electronic resource]. URL: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2022/data/wp22e18.pdf
10. With ‘Abenomics,’ Japan catches a sense of revival / The Washington Post [Electronic resource]. URL: https://www.washingtonpost.com/world/asia_pacific/with-abenomics-japan-catches-a-sense-of-revival/2013/05/24/a82f4ecc-c2c5-11e2-914f-a7aba60512a7_story.html